



## **PADRÕES E CARACTERÍSTICAS DA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

LUCAS OLIVEIRA GOMES FERREIRA

BRASÍLIA  
2012

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA - UnB

**Reitor:**

Professor Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo

**Vice-Reitor:**

Professora Doutora Sonia Bão

**Decano de Pesquisa e Pós-Graduação:**

Professor Doutor Jaime Martins de Santana

**Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade:**

Professor Doutor Tomás de Aquino Guimarães

**Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais:**

Professor Mestre Wagner Rodrigues dos Santos

**Coordenador Geral do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós Graduação  
em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN**

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva



LUCAS OLIVEIRA GOMES FERREIRA

## **PADRÕES E CARACTERÍSTICAS DA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

**Linha de Pesquisa:** Contabilidade e Mercado Financeiro.

**Grupo de Pesquisa:** Mercado Financeiro e Capitais.

**Orientador:**  
Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa

BRASÍLIA  
2012

Ferreira, Lucas Oliveira Gomes

Padrões e Características da Remuneração de Executivos de Empresas Brasileiras de Capital Aberto./Lucas Oliveira Gomes Ferreira – Brasília, DF, 2012.

105f.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Dissertação (mestrado) – Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Atuariais – FACE. Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN).

1. Remuneração de Executivos. 2. Governança Corporativa. 3. Formulário de Referência. 4. Empresas Brasileiras I. LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa. II. Universidade de Brasília. III. Universidade Federal da Paraíba. IV. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. V. Título.

LUCAS OLIVEIRA GOMES FERREIRA

**PADRÕES E CARACTERÍSTICAS DA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS DE  
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis

Comissão Avaliadora:

---

**Professor Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa**

Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da  
UnB/UFPB/ UFRN  
(Presidente da Banca)

---

**Prof. Dr. Ivan Ricardo Gartner**

Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da  
UnB/UFPB/ UFRN  
(Membro Examinador Interno)

---

**Prof. Dr. José Carneiro da Cunha Oliveira Neto**

Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Brasília  
(Membro Examinador Externo)

Brasília, 7 de dezembro de 2012.

Aos meus pais Benjamim e Fátima, aos meus avós Edson e Dalva, Pedro (*in memorian*) e Margarida (*in memorian*), à minha irmã Paula, à Raquel e aos meus companheiros e amigos.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, que me deu a vida e todos os meios necessários para viver da melhor forma possível até hoje.

Agradeço aos meus pais, por terem me apoiado em todas as minhas decisões, mesmo algumas sendo bastante esdrúxulas, por terem acreditado em mim, até quando nem eu mesmo acreditava, por terem me incentivado, quando eu estava prestes a desistir, por terem me aguentado e relevado meu estresse nesse período.

Obrigado à Paula, pela parceria, principalmente nas manhãs abençoadas de trânsito escutando Canção Nova.

Obrigado à Raquel, por ter me aguentado nesse período de turbulência, inconstâncias e obrigações, por me ensinar que acima de qualquer situação ou problema, é imprescindível acreditar em Deus e em sentimentos verdadeiros.

Obrigado ao meu orientador, professor Paulo Roberto Barbosa Lustosa, que além de me confiar um projeto de tão valiosa importância, acreditou no meu potencial para realizá-lo.

Obrigado aos amigos de mestrado: Eduardo, Matheus e Ricardo, com quem compartilhei alegrias e tristezas, dias e noites no Skype, tranquilidade ao entardecer das terças-feiras, bem como estresse total aos domingos à noite. Entre mortos e feridos, aqui estamos.

Obrigado à Isabel, que desde o início acompanhou nossa turma, nos ajudou, nos deu dicas, nos ensinou a amadurecer como mestrandos. É clara sua dedicação às ciências contábeis. Obrigado principalmente pelo apoio no final da caminhada, quando pensamos que não seria possível. Parabéns pelo doutorado.

Obrigado aos professores do Programa Paulo Lustosa, Jorge Katsumi, César Tibúrcio, Rodrigo Gonçalves, Ivan Gartner, Edilson Paulo, Fátima Freire e Adilson Tavares.

Obrigado à professora Diana, que sempre me apoiou e incentivou na vida acadêmica desde a graduação.

Obrigado aos professores de graduação, que marcaram de alguma forma e contribuíram para a minha formação intelectual e profissional: Alex Laquis, José Dantas e Cláudio Moreira.

Obrigado aos servidores Inês, Rodolfo, Aline e Rodolfo, por nos atenderem sempre que precisamos.

Obrigado à Luiza, Heverton, Rosemary e Eugênio, que desde a graduação sempre foram bastante prestativos e sempre fizeram o possível e o impossível para a efetividade e eficiência da secretaria do departamento.

Obrigado aos colegas de graduação, Ana Karolina, Anelise, Henrique, Juliana, José Elias e Tiemi.

Obrigado aos meus alunos de graduação, com quem pude demonstrar um pouco do que sei e treinar a prática da docência.

Obrigado ao Rotaract, que me proporcionou viver o lema “dar de si, antes de pensar em si”, bem como aos meus companheiros Rotaractianos, com quem compartilhei momentos ímpares.

Obrigado aos amigos do GAM, que em meio à correria do dia-a-dia, compartilhamos momentos sagrados nos encontros.

Obrigado ao Marista, “quanto mais o tempo passa, mais cresce nossa união”, bem como às amizades que fiz e permanecem até hoje, como se fôssemos ainda alunos dos irmãos Marista, ouvindo o hino do Marcelino Champagnat. Não é possível listar todos os amigos do Marista, mas representando todos os demais, agradeço à Bruna, Renata, Leonardo, Bruno, Sérgio, Eduardo, Daniel, Marina, Gabriela, Clara, Isadora.

Obrigado aos Professores de ensino médio Rosana, Rodrigo (Presuntinho), Marcos, Pudim, Euler, Rosângela e principalmente ao professor Lacerda, que graças aos seus conselhos, hoje sou contador, e não matemático.

Obrigado aos professores de ensino fundamental e jardim, professora Raquel, que participou dos meus primeiros passos na escola, professora Vagna, Imaculada, Pelegrineli.

Obrigado aos colegas do STM, que ficaram sobrecarregados com a minha ausência do trabalho para preencher os créditos do mestrado: Nezildo, André, Aldene, Leandro, Júnior e Thaís, bem como ao Régis, que desde a minha posse permitiu-me cumprir horário especial para servidor estudante, possibilitando meu êxito nesse projeto. Obrigado à Érica, com quem compartilhei desabafos sinceros do suor da caminhada de mestrando.

Obrigado ao Grupo “Amigos para sempre”, que o próprio nome já simboliza todo o significado.

Obrigado ao Fábio, Bete, Bruno e Jéssica. Obrigado a todos do Santo Antônio do Quebranzol, que mesmo parecendo impossível, consegui ir duas vezes nesses 2 anos de Mestrado.

Obrigado à família Oliveira, principalmente aos meus avós Edson e Dalva, Ti Junim e os tios, tias, primos e primas.

Obrigado à família Gomes, que mesmo longe, tenho todos no coração. Aos meus avós Pedro (*in memoriam*) e Margarida (*in memoriam*), que embora pouco o convívio, o que valeu foi a intensidade dos momentos juntos.

Por fim agradeço aos que contribuíram direta ou indiretamente para a realização desse projeto.



*“Para tudo há um tempo, para cada coisa há um momento debaixo dos céus: tempo para nascer, e tempo para morrer; tempo para plantar, e tempo para arrancar o que foi plantado; tempo para matar, e tempo para sarar; tempo para demolir, e tempo para construir; tempo para chorar, e tempo para rir; tempo para gemer, e tempo para dançar; tempo para atirar pedras, e tempo para ajuntá-las; tempo para dar abraços, e tempo para apartar-se. Tempo para procurar, e tempo para perder; tempo para guardar, e tempo para jogar fora; tempo para rasgar, e tempo para costurar; tempo para calar, e tempo para falar; tempo para amar, e tempo para odiar; tempo para a guerra, e tempo para a paz...”* **Eclesiastes, 3.**

## RESUMO

O objetivo do presente estudo é conhecer os padrões e características da remuneração de executivos de empresas de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no período 2010-2011. Os dados da amostra se referem somente aos anos de 2010 e 2011, pois a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) só passou a exigir divulgação dessas informações a partir de 2010. A amostra final de 119 empresas foi selecionada conforme grau de liquidez com base em quantidade de negociação, totalizando 238 observações nos 2 anos. Os resultados indicam considerável resistência à publicação desse tipo de informação pelas empresas, pois do total de 119 empresas, 39 obtiveram liminar na justiça para não divulgar o item 13.11 do Formulário de Referência (FR), referente ao número de membros e valores de remuneração por Conselho. A remuneração dos executivos no Brasil é principalmente formada por remuneração fixa e a remuneração total média por membro da Diretoria Estatutária é de R\$ 2,08 milhões por ano. Essas características sugerem que o país é menos suscetível a fraudes relacionadas à remuneração de executivos do que aqueles países que possuem principalmente remuneração variável, como é o caso de vários outros países da América do Norte e da Europa. A análise de 5 setores específicos e do setor Finanças e Seguros evidenciou desvio padrão maior que a média para as variáveis de remuneração e alta dispersão da remuneração total paga (RT) e do tamanho das empresas (TAM). A norma da CVM requer a divulgação da remuneração e membros da Diretoria Estatutária, Conselho Fiscal e Conselho de Administração. Neste estudo, considera-se a compensação dos executivos como a remuneração paga aos membros da Diretoria Estatutária. Não se verificou associação significativa entre remuneração e tamanho das empresas na amostra considerada, contrariamente a estudos estrangeiros que analisaram esse aspecto sob diferentes enfoques, como a teoria do tamanho das empresas (ROSEN, 1981; LUCAS JÚNIOR, 1978), a extensão do controle (LUCAS JÚNIOR, 1978), os *superstars* (ROSEN, 1981), o *managerial rent extraction* e a competição entre CEO de empresas heterogêneas. A principal limitação do estudo é a escassez de dados, pois o número de 119 empresas por somente dois anos é muito reduzido se comparado com estudos internacionais. Com o passar do tempo e maior disponibilização de dados da remuneração dos executivos, estudos futuros podem analisar a compensação de executivos sob diferentes ângulos, conforme várias pesquisas internacionais, sendo exemplos Frydman e Saks (2010), Gabaix e Landier (2008) e Lewellen (1968).

**Palavras-chave:** Remuneração de Executivos, Governança Corporativa, Formulário de Referência, Empresas Brasileiras.

## ABSTRACT

The present study aims to know the patterns and characteristics of executive compensation from public companies traded on the São Paulo Stock Exchange (Bovespa) in the period of 2010-2011. The sample data refers only to the years 2010 and 2011, all the available information since Brazil's Securities and Exchange Commission (CVM) enacted an accounting standard requiring its disclosure. The final sample of 119 companies was selected based on stocks liquidity measured by average annual trading amount, resulting in 240 observations for the two years. The results indicate considerable resistance of publication of such information by companies, as 39 out of 119 companies have got court preliminary injunction for not disclosing item 13.11 of the reference form, which deals with internal boards members and compensation amounts. The executive compensation in Brazil is mainly comprised by fixed remuneration and the per member mean annual compensation of the executive board is R\$ 2, 08 million. Such characteristics suggest that Brazil is less susceptible to fraud related to executive compensation than those countries that have mainly variable compensation, as is the case of many USA and Europe firms. The analysis of both five specific sectors as a whole and insurance sector individually shows standard deviation higher than the mean for executive compensation components, with total compensation paid (RT) and firm size (TAM). The CVM standard requires compensation disclosure of the members of the board of directors, fiscal council and executive board. This study refers to executive compensation as the remuneration addressed to the members of the executive board. It was not found significant positive association between executive compensation and companies' size. Such finding is not in line with prior foreign studies, which have investigated this feature based in different theories, including firm size (ROSEN, 1981; LUCAS JÚNIOR, 1978), the span of control (LUCAS JÚNIOR, 1978), the superstars (ROSEN, 1981), the managerial rent extraction and CEO competition between heterogeneous firms. The main limitation of this study is data scarcity, as annual data from 119 companies for only two years is very little compared to international studies. As time goes by more data on executive compensation will be available and so other researchers could evaluate this topic upon different angles, as it was did in several international studies such as Frydman and Saks (2010), Gabaix and Landier (2008), and Lewellen (1968).

**Keywords:** Executive Compensation, Corporate Governance, Reference Form, Brazilian firms.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Remuneração Total por Conselho .....	55
Gráfico 2: Composição da Remuneração Total (RT).....	69
Gráfico 3: Elementos da Remuneração Total (RT).....	70
Gráfico 4: Elementos da Remuneração Fixa (RF).....	71
Gráfico 5: Elementos da Remuneração Variável (RV) .....	72
Gráfico 6: Elementos das Outras Formas de Remuneração (Rout).....	73
Gráfico 7: Teste de Jarque-Bera – Equação (3).....	77
Gráfico 8: Teste de Jarque-Bera – Equação (4).....	81
Gráfico 9: Composição da Remuneração Total (RT).....	101
Gráfico 10: Elementos da Remuneração Total (RT).....	101
Gráfico 11: Elementos da Remuneração Fixa (RF).....	102
Gráfico 12: Elementos das Outras Formas de Remuneração (Rout).....	102

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Categorias de Remuneração de Administradores.....	34
Quadro 2: Composição da Remuneração .....	37
Quadro 3: Justificativa de exclusão de 5 empresas da amostra inicial quanto à remuneração de executivos .....	41
Quadro 4: Empresas com ações judiciais para não divulgar o item 13.11 do Formulário de Referência.....	41
Quadro 5: Variáveis do Formulário de Referência.....	46
Quadro 6: Siglas da Composição da Remuneração.....	48
Quadro 7: Quantidade de Empresas da Amostra por Setor Econômico.....	49
Quadro 8: Conjunto de setores selecionados .....	49
Quadro 9: Testes de Robustez .....	53
Quadro 10: Empresas da amostra por ordem de liquidez.....	97
Quadro 11: Empresas excluídas da amostra .....	100
Quadro 12: Data divulgação FR pelas empresas .....	103

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estatística Descritiva da Diretoria Estatutária no período 2010-2011 (R\$ em milhares).....	57
Tabela 2: Estatística Descritiva – 5 Setores (R\$ em milhares).....	63
Tabela 3: Estatística Descritiva da Diretoria Estatutária do setor Finanças e Seguros no período 2010-2011 (R\$ em milhares).....	66
Tabela 4: Matriz de Correlação de Pearson.....	75
Tabela 5: Teste de White – Equação (3).....	78
Tabela 6: Estimação pelo método Newey-West – Equação (3) .....	79
Tabela 7: Teste de White – Equação (4).....	82
Tabela 8: Estimação pelo método de White – Equação (4).....	82

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Formas de Remuneração.....	19
Figura 2: Teste de Durbin Watson – Equação (3) .....	76
Figura 3: Teste de Durbin Watson – Equação (4) .....	80

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
BLUE	Melhor Estimador Linear Não Tendencioso
BM&FBovespa	Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
FR	Formulário de Referência
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IFAC	<i>International Federation of Accountants</i>
IN 480	Instrução Normativa CVM nº 480/09
ITR	Informações Trimestrais
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OECD	<i>Organisation for Economic Co-Operation and Development</i>
RA	Relatório de Administração
RPE	<i>Relative Performance Evaluation</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOX	<i>Lei Sarbanes-Oxley</i>



## SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS .....	7
LISTA DE QUADROS .....	8
LISTA DE TABELAS .....	9
LISTA DE FIGURAS .....	10
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS .....	11
SUMÁRIO .....	12
1. INTRODUÇÃO .....	12
1.1 Caracterização do Problema .....	13
1.2 Objetivos .....	15
1.3 Justificativa e Relevância .....	15
1.4 Delimitação do Estudo .....	16
1.5 Estrutura do Trabalho .....	17
2. REFERENCIAL TEÓRICO .....	18
2.1 Remuneração de Executivos .....	18
2.2 Teoria da Agência e Remuneração de Executivos .....	20
2.3 Estudos Anteriores Internacionais .....	21
2.3.1 Tamanho .....	21
2.3.2 Desempenho .....	23
2.3.3 Outras abordagens .....	25
2.4 Estudos Anteriores Nacionais .....	25
2.5 Governança Corporativa e Remuneração de Executivos .....	28
2.6 Regulamentação Internacional .....	31
2.7 Regulamentação Nacional (Comissão de Valores Mobiliários – CVM) .....	32
3. ASPECTOS METODOLÓGICOS .....	40
3.1 Delimitação da Amostra .....	40
3.2 Técnica de Coleta de Dados .....	45
3.3 Tratamento dos Dados .....	46
3.4 Estatística Descritiva .....	48
3.5 Modelo Econométrico .....	50
3.6 Testes de Robustez .....	51
3.6.1 Teste de Durbin-Watson .....	51
3.6.2 Teste de White .....	52

3.6.3 Teste de Jarque-Bera .....	53
4. RESULTADOS E ANÁLISES .....	55
4.1 Análise Descritiva.....	55
4.2 Análise Econométrica .....	75
4.2.1 Testes de Robustez – Equação (3).....	75
4.2.1.1 Teste Durbin-Watson – Equação (3) .....	75
4.2.1.2 Teste Jaque-Bera – Equação (3) .....	76
4.2.1.3 Teste de White – Equação (3).....	77
4.2.2 Teste de Associação Remuneração x Tamanho – Equação (3).....	78
4.2.3 Testes de Robustez – Equação (4).....	80
4.2.3.1 Teste Durbin-Watson – Equação (4) .....	80
4.2.3.2 Teste Jaque-Bera – Equação (4) .....	80
4.2.3.3 Teste de White – Equação (4).....	81
4.2.4 Teste de Associação Remuneração x Tamanho – Equação (4).....	82
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	84
REFERÊNCIAS .....	87
APÊNDICE A: Composição da Amostra.....	97
APÊNDICE B: Realocação da Remuneração Baseada em Ações (BA).....	101
APÊNDICE C: Dada de publicação do FR pelas empresas .....	103

## 1. INTRODUÇÃO

A preocupação com a política de remuneração de executivos de alto escalão tem sido significativa nos últimos anos, ocasionada principalmente por escândalos financeiros que envolveram administradores, executivos e diretores de empresas mundiais. Uma das formas para que o mercado possa avaliar a entidade é por meio do nível de transparência das informações, incluindo a remuneração de administradores e de executivos.

Um dos maiores escândalos ocorreu na empresa norte-americana *Enron Corporation*, uma companhia situada na cidade de *Houston*, que atuava com serviços, *commodities* e energia, e abriu falência dia 2 de dezembro de 2001 devido a escândalos financeiros (CHHAOCHHARIA; GRINSTEIN, 2009; BIERMAN, 2008; BARREVELD, 2002). Dentre os delitos, sabe-se que Fastow, um dos executivos da empresa, recebeu US\$ 30 milhões adicionais em consequência de participações indevidas por ele firmadas (WEARING, 2005). Além da *Enron*, escândalos diversos e geograficamente distintos ocorreram (*WorldCom* nos Estados Unidos, *Parmalat*, *Ahold* e *Shell* na Europa, dentre outros), que geraram demandas para que as entidades melhorassem seus controles internos e aderissem a práticas de transparência e governança corporativa (RADEBAUGH; GRAY; BLACK, 2006; WEARING, 2005; ABELSON, 2001).

O tema ganhou foco a partir desses escândalos corporativos, causando no público a necessidade de saber se seu dinheiro está salvo nas mãos dos executivos (BARNEY, 2009; RADEBAUGH; GRAY; BLACK, 2006). Como bem afirma Core, Guay e Larcker (2008), além das maiores fraudes contábeis como da *Enron* e *WorldCom*, poucos tópicos são mais difundidos e produzem maiores manchetes na imprensa do que remuneração ou compensação de executivos<sup>1</sup>.

Frente às fraudes encontradas, várias medidas foram adotadas em todo o mundo, incluindo a *Lei Sarbanes-Oxley – SOX* em 2002, que tornam os executivos das empresas de capital aberto pessoal e criminalmente responsáveis pelas informações financeiras publicadas (MORLEY, 2011). Na mesma época, a *Securities and Exchange Commission – SEC*<sup>2</sup> editou diversas normas prudenciais e a *New York Stock Exchange – NYSE*<sup>3</sup> incorporou novos requisitos para a listagem das empresas (MONKS; MINOW, 2011). Posteriormente, em 2006,

---

<sup>1</sup> Nesse estudo, compensação e remuneração de executivos são utilizados como expressões sinônimas.

<sup>2</sup> Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos

<sup>3</sup> Bolsa de Valores de Nova Iorque

a SEC introduziu novas regras relacionadas à evidenciação das práticas de compensação de executivos, tornando a informação mais transparente e abrangente.

No Canadá, a partir de 2008, as empresas passaram a aplicar regras similares de forma a melhorar a qualidade da informação fornecida aos *stakeholders* (BEM-AMAR; ZEGHAL, 2011). A regulação das práticas de governança corporativa e a técnica de evidenciação da remuneração de executivos foram as principais reações aos eventos fraudulentos ocorridos (ABELSON, 2001).

No Brasil, práticas de governança corporativa que objetivam efetiva monitoração da diretoria executiva pelos sócios-proprietários (IBGC, 2009) foram instituídas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, por meio da edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009). Além disso, houve a emissão da Instrução Normativa nº 480/09 – IN 480 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), publicada em 7 de dezembro de 2009.

A norma da CVM exige a publicação do Formulário de Referência – FR, instrumento de *disclosure* de informações da empresa para o mercado e para outros usuários internos e externos. O artigo 21 da IN 480 estabelece adicionalmente que o emissor envie à CVM, por meio de sistema eletrônico, formulário cadastral, demonstrações financeiras, formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP, formulário de informações trimestrais – ITR, sempre dentro dos prazos pré-estabelecidos. Usualmente as informações do exercício social são publicadas até o fim do primeiro trimestre do ano seguinte. Após essa data, a empresa é passível de multas e sanções. Essa norma tornou efetivamente obrigatório o *disclosure* da remuneração de executivos.

Divulgar informações relacionadas a ganhos financeiros de administradores e executivos no Brasil ainda não é prática usual, sendo uma novidade nesse ambiente. Deste modo, é necessário verificar a relevância da informação divulgada, assim como conhecer a composição da remuneração dos executivos no Brasil.

## **1.1 Caracterização do Problema**

O processo de exigência de *disclosure* da remuneração dos executivos das empresas foi impulsionado principalmente pelas crises éticas que vários países, principalmente os Estados Unidos, enfrentaram em virtude dos escândalos das empresas. A crise ética enfrentada por aquele país demandou resposta da SEC ao problema local, mas com consequências globais, influenciando todo o mercado internacional.

A contabilidade e todas as ciências foram afetadas pelas mudanças decorrentes da globalização nos últimos tempos. Arelado ao processo de globalização, vários países editaram normas semelhantes à da SEC após os escândalos ocorridos em 2001. A globalização, além de intensificar as relações internacionais, fez surgir conceitos, demandas e necessidades capazes de influenciar todas as nações. A convergência aos padrões internacionais realizada pelos organismos internacionais, como o *International Federation of Accountants* – IFAC e o *International Accounting Standards Board* – IASB, é o maior exemplo desse impacto e da resposta da área contábil às demandas surgidas.

As necessidades surgidas demandam respostas imediatas. As crises éticas demandaram resposta da SEC e conseqüentemente de outras nações, as quais enfrentaram resistências das empresas. As normas foram adotadas pelo Brasil alguns anos após os escândalos (a partir de 2010) e, da mesma forma que outros países, enfrentaram resistências. As informações de executivos não eram disponíveis antes e as poucas empresas que divulgavam, as faziam de forma voluntária, por meio dos relatórios aos investidores, como o Relatório de Administração - RA.

O *disclosure* de remuneração de executivos tornou-se obrigatório com a emissão da IN 480. Após a exigência de publicação de remuneração de executivos no Brasil, várias empresas recorreram ao Poder Judiciário demandando direito de não publicar tais informações exigidas pela CVM. Várias delas conseguiram temporariamente o direito de não divulgar essas informações à CVM.

Em função do pioneirismo dessa exigência, não se sabe como é formada a remuneração de executivos das empresas brasileiras, bem como não há estudo de seus padrões e características. Assim, existe a necessidade de se conhecer como essas empresas remuneram seus executivos, qual tipo de remuneração predomina, qual o montante pago, qual o conteúdo da norma de exigência, o que realmente a CVM exige para publicação. Essa novidade gera necessidade de conhecimento das informações que são divulgadas, exigindo também estudos descritivos sobre o assunto.

Como a publicação dessas informações é exigida há alguns anos no âmbito internacional, são abundantes estudos internacionais sobre esse tema, como se verifica no tópico 2.2. Em âmbito nacional, existem estudos sobre o tema, conforme tópico 2.3, mas como esses dados só estão disponíveis há pouco tempo (2 anos), não há pesquisas sobre esses dados que permitam conhecer as características da remuneração dos executivos no Brasil.

Acredita-se que este estudo, de natureza exploratória, auxilia tanto as empresas quanto os investidores e, principalmente, os órgãos reguladores, que podem realizar medidas mais

eficazes, aperfeiçoando as normas vigentes ou criando novas, dependendo das evidências obtidas. Embora a CVM adote a expressão “remuneração de administradores”, o presente estudo utiliza a expressão “remuneração de executivos”, por ser esse o termo comumente utilizado nos estudos internacionais.

## **1.2 Objetivos**

O presente estudo tem como objetivo conhecer os padrões e características da remuneração de executivos de empresas de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa no período 2010-2011. Considerando que a disponibilidade desses dados é recente e existem somente 2 anos de observação disponíveis, é importante descrever e analisar a remuneração de executivos no Brasil, identificando seus padrões e características.

A pesquisa analisa a composição da remuneração de executivos das empresas brasileiras, a distribuição da remuneração total através da remuneração fixa, variável ou outras formas de remuneração. Essa informação é relevante por evidenciar a forma como os executivos são remunerados e os tipos de incentivos que recebem no exercício da direção da empresa.

Conhecendo as características da remuneração dos executivos, como a forma de pagamento e sua representatividade nos negócios da empresa, será possível, no futuro, quando se dispuser de amostra mais robusta, verificar associações estatísticas entre remuneração e outras variáveis contábeis e de mercado.

Após a exploração dos dados, a associação entre o tamanho das empresas e a remuneração dos executivos de alto escalão é realizada com o fim de comparar a realidade brasileira com estudos anteriores realizados em outros países.

## **1.3 Justificativa e Relevância**

A informação de remuneração de executivos é utilizada pelas empresas, pelos investidores, pelos órgãos reguladores e é base para avaliação de boas práticas de governança corporativa. Ela se tornou um elemento importante principalmente em função dos vários escândalos ocorridos historicamente. No entanto, não se conhece os padrões de remuneração de executivos no Brasil, pois existem dados disponíveis somente a partir de 2010 e não há estudos sobre o tema descrevendo as características de remuneração de executivos nesse país. Logo, é necessário analisar a remuneração de executivos, como é a estrutura de pagamento

aos executivos, a forma, se fixa ou variável, a representatividade do montante pago em relação a outras variáveis, para então realizar as associações estatísticas e as respectivas inferências.

Existem vários estudos internacionais anteriores que realizaram comparação por meio de relações estatísticas. Entre seus objetivos, os estudos analisaram a remuneração de executivos com diversas variáveis, como o tamanho da empresa (FRYDMAN; SAKS, 2010; GREGG; JEWELL; TONKS, 2010; TERVIO, 2008; GABAIX; LANDIER, 2008, FIRTH; ROPSTAD; SJO, 1996; ROSEN, 1992, 1982, 1981; LUCAS JÚNIOR, 1978), o desempenho (LUO; JACKON, 2012; BARONTINI; BOZZI, 2011; DUFFHUES; KABIR, 2007; BEBCHUK; FRIED, 2005; MAIN; BRUCE; BUCK, 1996; HUBBARD; PALIA, 1995; MCCONNELL; SERVAES, 1990; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; MURPHY, 1985), alinhamento de interesses (BEBCHUK; FRIED, 2005), e variáveis de governança corporativa (OSMA; GUILLAMÓN-SAORÍN, 2011; ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LaFOND, 2006; HILB, 2006; KATO; LONG, 2006; WEARING, 2005; BARKEMA; MEJIA, 1998), essas últimas diante da necessidade de reforçar a relação com os investidores por meio das práticas de boas relações com investidores (IBGC, 2009).

Assim, a pesquisa se justifica e é relevante para todos os *stakeholders*, os quais estão envolvidos nesse contexto, e principalmente para CVM, diante da ciência do grau de cumprimento das empresas quanto à evidenciação requerida sobre a remuneração de executivos. Além disso, a pesquisa é útil para o *enforcement*, ou seja, o monitoramento pela CVM e a aplicação da norma, que pode aplicar penalidade às empresas incumpridoras da exigência.

#### **1.4 Delimitação do Estudo**

Os valores de remuneração de executivos foram coletados dos anos de 2010 e 2011 na base de dados da Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo - BM&FBovespa, considerando que a CVM exige divulgação dessas informações desde 2010. Realizou-se análise descritiva da remuneração de executivos sob suas diversas formas como remuneração total, fixa, variável, outras formas de remuneração, maior e menor remuneração, remuneração média e número de membros dos órgãos da empresa (Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal). Essas variáveis representam a remuneração dos executivos.

O estudo utiliza como variável contábil o valor total dos ativos das empresas, representando seu tamanho, e como critério de seleção da amostra, variáveis de mercado, como quantidade de negociação na Bovespa e presença em 100% dos pregões, representando a liquidez das ações das empresas. Esses dados foram coletados através da base de dados Económica.

A amostra final é de 119 empresas brasileiras classificadas segundo o critério da liquidez por quantidade de negociações. Seis empresas foram excluídas da amostra inicialmente levantada, em razão de dados indisponíveis (IGB Eletrônica S/A, Brasil Telecom S/A, Confab Industrial S/A, Tecnosolo Engenharia S/A, Telemar, Porto Seguro). O software Eviews (versão 6) foi a ferramenta utilizada para realização dos testes estatísticos do modelo econométrico proposto.

## **1.5 Estrutura do Trabalho**

Após esta introdução, o trabalho apresenta referencial teórico sobre o assunto remuneração de executivos, abordando tanto estudos nacionais, quanto internacionais. Em seguida são apresentados os aspectos metodológicos, a forma que a pesquisa é realizada, a construção da amostra, o tratamento dos dados e as análises realizadas. Os resultados são apresentados na seção seguinte, com tabelas e gráficos dos resultados descritivos, que são analisados através da interpretação dos resultados obtidos. Por fim, as conclusões e considerações finais são apresentadas, bem como as possibilidades de estudos futuros no âmbito do tema remuneração de executivos.



## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Diante da necessidade de diminuir os conflitos de agência, a remuneração dos executivos surgiu sob a forma de contratos para motivar um agente racional a agir em favor de um principal quando os interesses do agente entrassem em conflito com aqueles do principal (SCOTT, 2009).

A tentativa dessa diminuição de conflitos normalmente produz custos. Watts e Zimmerman (1986) classificam os custos de agência em: (1) os custos de monitoramento do agente (como os custos com auditoria); (2) os custos de má conduta do agente (confortos desnecessários para exibir status, mobiliário requintado, passagem aérea em primeira Classe, etc); e (3) os custos contratuais, para minimizar os custos de agência (exemplo: remuneração variada de executivos e vários outros tipos de contratos).

De acordo com Jensen e Meckling (2008), os custos de agência são a soma das despesas de monitoramento por parte do principal, das despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente e do custo residual. O objetivo principal desses custos é limitar as ações irregulares do agente, considerando a existência de divergências entre os interesses do principal e do agente (JENSEN; MECKLING, 2008).

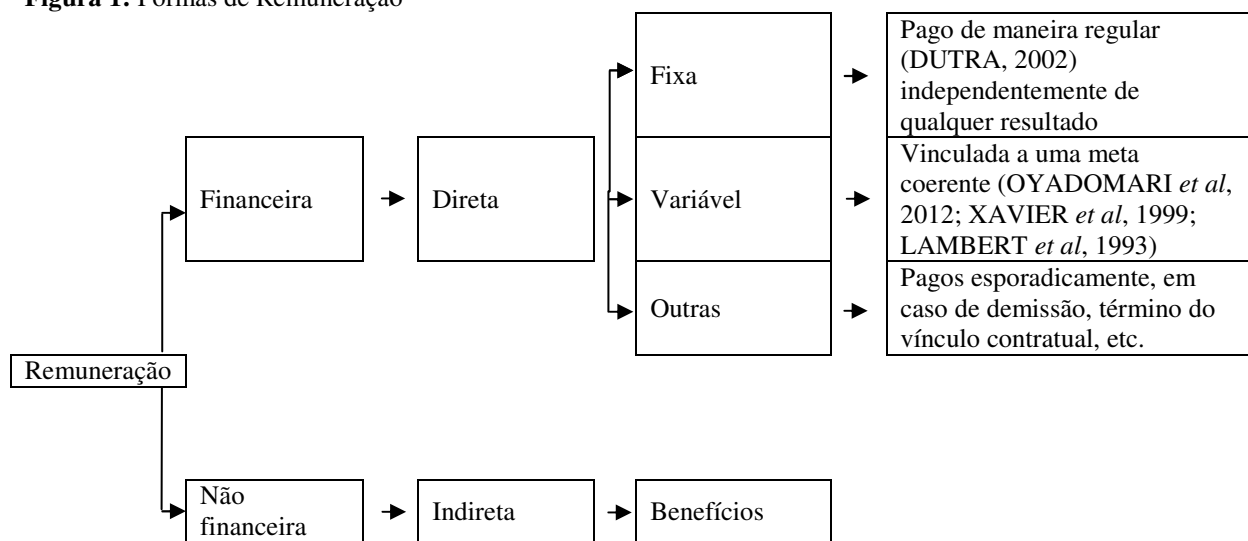
### 2.1 Remuneração de Executivos

Remuneração tem um sentido amplo (HANASHIRO *et al*, 2007) no contexto de retribuição à prestação de serviços pelas pessoas e é objeto de estudo principalmente pela administração de recursos humanos. Por isso, o conceito de remuneração é essencialmente baseado nos autores da área de administração, sendo exemplo Chiavenato (2000). A divulgação da remuneração de executivos passou a ser obrigatória por força de normas, como as da SEC. No Brasil, as exigências da CVM de divulgação desse tipo de informação são recentes, a partir do ano de 2010. Mas pesquisas no exterior envolvendo esse tema podem utilizar extensa série temporal de dados. Como exemplo, Frydman e Saks (2010) analisaram as tendências de longo prazo da remuneração de executivos por meio de amostra temporal desde o ano de 1936.

Segundo Krauter (2009) a remuneração pode ser dividida em financeira e não financeira. Para Dutra (2002), remuneração financeira representa a contrapartida econômica ou financeira de um trabalho realizado, a qual pode ser dividida em remuneração direta e

remuneração indireta. Remuneração direta é o montante total em dinheiro recebido pela execução da atividade realizada, podendo ser remuneração fixa, remuneração variável (DUTRA, 2002; CHIAVENATO, 2000) e outras formas de remuneração pagas sob forma de indenização, no caso de cessão do contrato, por exemplo. A remuneração indireta é uma classificação de remuneração não financeira, paga não sob a forma de dinheiro, como remuneração direta, mas sob a forma de benefícios, como assistência médica, assistência odontológica, seguro de vida em grupo, automóvel (DUTRA, 2002). Essa classificação está resumida na Figura 1 a seguir.

**Figura 1:** Formas de Remuneração



**Fonte:** Adaptado de Krauter (2009)

Para Mano *et al* (2009), a remuneração variável foi a melhor forma encontrada pelo capitalismo para reconhecer o mérito dos executivos. Conforme Xavier *et al* (1999), a remuneração variável é paga em razão do alcance de determinadas metas, classificando-as em bônus ou gratificação, comissão, incentivos/campanhas, participação nos resultados, participação nos lucros e participação acionária.

Segundo Bálkin e Gómez-Mejia (1987), o objetivo da remuneração é alinhar o comportamento das pessoas com os objetivos da empresa. Além disso, a remuneração dos executivos é uma ferramenta utilizada para aumentar a transparência e consequentemente a credibilidade da empresa junto aos investidores.

Os elementos da remuneração dos executivos são descritos por diversos autores e por diversos nomes. Murphy (1999) descreve que compõem a remuneração de executivos: (1) salário base, determinado através do *benchmarking* competitivo e baseado também no

tamanho das empresas, medido pela receita ou capitalização de mercado; (2) planos de bônus anuais, pagos aos executivos com base no desempenho singular de cada ano trabalhado; (3) opções de ações, contrato que dá ao executivo o direito de comprar ações da empresa a um preço pré-determinado; e (4) outras formas de remuneração, como ações restritas, planos de incentivos de longo prazo, planos de aposentadoria.

Como o salário se baseia no tamanho das empresas e em outras medidas relacionadas diretamente à empresa como lucro, rentabilidade ou preço das ações, pressupõe-se relação entre essas variáveis e o valor pago aos executivos. Dos planos de remuneração de executivos que são formados essencialmente por valores fixos, como salário, que independem do desempenho da empresa no período, não se espera associação de remuneração fixa com desempenho, afinal, são teoricamente independentes. Diferentemente, daqueles planos baseados em remuneração variável, como desempenho da empresa, a relação esperada é entre a remuneração paga aos executivos e o desempenho, como lucro, rentabilidade ou preço das ações.

Assim, pressupõe-se que as maiores empresas tendem a remunerar melhor seus executivos, ou simplesmente que a remuneração está relacionada ao tamanho das empresas. Essas características foram objeto de estudo empírico tanto em âmbito internacional, quanto nacional, a partir de hipóteses de relações entre remuneração de executivos e outras variáveis.

## **2.2 Teoria da Agência e Remuneração de Executivos**

O problema do principal-agente está relacionado à separação entre a propriedade e o controle da corporação, em que se motiva o *Chief Executive Officer* – CEO (agente) a agir de acordo com os melhores interesses do principal (GAREN, 1994). Entre as diversas formas discutidas para solucionar esse problema, como a separação ideal entre decisão gerencial e decisão de controle (FAMA; JENSEN, 1983), está a adequada estruturação da compensação de executivos para fornecer incentivos apropriados (GAREN, 1994).

Considerando que o agente tem aversão a risco, uma taxa  $i$  maior de remuneração gera maior remuneração ao agente, mas ao mesmo tempo maior risco. Esse seria o caso de remuneração variável (RV). O caso extremo de  $i = 0$  oferece ao agente total segurança, mas não cria remuneração; e o outro extremo,  $i = 1$ , gera total remuneração pela realização do resultado pretendido, mas não oferece nenhuma segurança ao agente. Assim, a taxa eficiente de risco está entre 0 e 1 e depende de fatores como o risco de atingimento do resultado e a aversão ao risco pelas partes envolvidas (GIBBONS, 1998).

Considerando as condições normais de uma empresa e sua capacidade de continuar operando, a remuneração de um executivo formada essencialmente por remuneração fixa (RF) e variável (RV), as situações extremas também podem ser estudadas. O caso extremo de  $RV = 0$  gera remuneração ao executivo independentemente do resultado alcançado e, conseqüentemente, total segurança quanto ao valor que receberá pela função exercida. O caso de  $RF = 0$ , um contrato de remuneração formado somente por RV, gera remuneração ao executivo somente se o resultado esperado for alcançado, gerando também insegurança ao executivo, pois nesse caso o risco é transferido para o executivo. Assim, existe uma taxa eficiente de risco que combina RF e RV para extrair renda a partir do trabalho do agente, atingindo o ponto ótimo do contrato de remuneração (KUHNNEN; ZWIEBEL, 2007a). Nessa mesma linha, Holmstrom (1991) alerta para a importância de se analisar remuneração ou contratos de remuneração em sua totalidade, e não em elementos isoladamente.

O pagamento de executivos deve então ser estruturado de modo a atingir sua forma ótima, sendo esta o conjunto da taxa ideal de remuneração fixa e variável, de retenção dos executivos, de manutenção dos executivos “estrela” (LAZEAR; SHAW, 2007), de minimização dos problemas de principal-agente (GIBBONS, 1998; GAREN, 1994).

Outra abordagem relacionada à remuneração de executivos é o que se denomina de economia pessoal. Esse ramo da economia estuda os recursos humanos por meio da aplicação de princípios microeconômicos (LAZEAR, 2000). Nessa perspectiva, rol abrangente de fatores é analisado, desde o momento da contratação dos executivos, como os custos de contratação (GUNDERSON, 2001), até os salários e benefícios dos executivos (OYER; SCOTT, 2011; OYER, 2005; WEISS, 1995) e os benefícios após o término do contrato (MONKS; MINOW, 2011).

## **2.3 Estudos Anteriores Internacionais**

### **2.3.1 Tamanho**

Vários pesquisadores encontraram significância entre o tamanho da empresa e o valor pago aos executivos (GREGG; JEWELL; TONKS, 2010; FRYDMAN; SAKS, 2010; TERVIO, 2008; GABAIX; LANDIER, 2008; FIRTH; ROPSTAD; SJO, 1996; ROSEN, 1992, 1982, 1981; LEWELLEN; HUNTSMAN, 1970).

Houve um aumento substancial da remuneração de executivos nos últimos anos conforme pesquisa de Frydman e Saks (2010). Os autores citam algumas teorias econômicas

para explicar o aumento da compensação de executivos ao longo dos anos, como as teorias do *managerial rent extraction*, do tamanho das empresas e da provisão de incentivos.

Com base na teoria do *managerial rent extraction*, existe relação positiva entre compensação de executivos com a capacidade de extrair renda, testado empiricamente por vários estudos precedentes (KUHNNEN; ZWIEBEL, 2007b; BEBCHUK; FRIED, 2003; BERTRAND; MULLAINATHAN, 2001). Vale dizer que a habilidade do executivo se resume a gerar lucro ou aumentar a extração de renda da empresa em que trabalha.

Os executivos possuem poder para influenciar seus próprios pagamentos e eles utilizam-no para extrair renda. Aqueles executivos que têm poder sobre o conselho da empresa consideram os planos de aposentadoria de executivos e outros planos como mecanismos atrativos para aumentar seus próprios ganhos, extraíndo renda para si (KALYTA; MAGNAN, 2008). Assim, *rent extraction* depende da qualidade do *disclosure* da remuneração dos executivos, pois quanto mais transparente os contratos de remuneração, maior o controle de quanto realmente recebem os executivos.

A pressão externa (principalmente dos *shareholders*) que existe para o reconhecimento de extração de renda significativa pela empresa gera necessidade de confirmação do poder de extração de renda dos executivos. Isso pode ser um incentivo para que os executivos camuflam sua capacidade de extração de renda. Para limitar esses problemas relacionados à extração de renda, é necessário alto nível de transparência e divulgação de informações sobre remuneração de executivos (BEBCHUK; FRIED, 2002).

A relação positiva esperada entre remuneração de executivos e o tamanho da empresa se baseia nas teorias do tamanho das empresas (ROSEN, 1981; LUCAS JÚNIOR, 1978), da extensão do controle (LUCAS JÚNIOR, 1978), dos *superstars* (ROSEN, 1981) e da competição entre CEO de empresas heterogêneas (TERVIO, 2008; GABAIX; LANDIER, 2008). Segundo essas teorias, as maiores empresas pagam mais aos executivos principalmente porque estão dispostas a pagar bem e procuram no mercado as melhores pessoas para exercerem aquela função. O senso comum indica que o CEO das maiores empresas possuem grande poder econômico, mas isso ocorre porque as maiores empresas têm poder econômico financeiro e podem selecionar os “melhores” profissionais para controlarem seus negócios (ROSEN, 1982).

A competição entre os executivos reforça essa relação da necessidade de as maiores empresas contratarem os melhores executivos e da procura dos executivos para trabalharem nas maiores empresas. Há então uma associação esperada que as maiores empresas remunerem melhor seus executivos.

Como a economia se desenvolveu ao longo do tempo e as empresas cresceram, aumentando sua participação no cenário mundial, o aumento do tamanho das empresas levou ao aumento também da remuneração dos seus executivos. Segundo Gabaix e Landier (2008), entre os motivos que explicam porque o pagamento a executivos aumentou tanto, está o melhor desempenho das empresas no mercado ao longo dos anos e o crescimento da importância das empresas no cenário econômico mundial.

Frydman e Saks (2010) analisaram um período de 70 anos (1936 a 2005) e verificaram que nos últimos trinta anos o valor das empresas foi determinante para o pagamento de executivos, o que foi considerado irrelevante em décadas anteriores a esse período. Eles utilizaram para mensurar a compensação de executivos salários e bonificações correntes, concessão e exercício de opções de ações e valoração de instrumentos patrimoniais mantidos pelos executivos<sup>4</sup>.

A pesquisa elaborada por Gabaix e Landier (2008) constatou relação entre remuneração de executivos e tamanho das empresas ao longo do tempo, entre empresas e entre países, no período de 1992 e 2004<sup>5</sup>. Eichholtz, Kok e Otten (2008) analisaram as empresas do Reino Unido e, corroborando os estudos anteriores, concluíram que o tamanho das empresas é a variável mais importante para explicar o nível de remuneração de executivos.

Considerando que há vários estudos em nível internacional comprovando relação positiva entre remuneração de executivos e taxa de crescimento da empresa, a qual está diretamente relacionada ao seu tamanho, os resultados esperados do presente trabalho sugerem a mesma relação para as empresas brasileiras.

### 2.3.2 Desempenho

De acordo com pesquisas que relacionam desempenho das empresas com remuneração de executivos, há duas formas principais de mensurar desempenho dos executivos, uma baseada no lucro líquido e a outra no preço por ação. Embora essas duas formas de mensuração de desempenho sejam mais frequentes ao se mensurar planos de compensação,

---

<sup>4</sup>*Salary and current bonus payments, Long-term incentive payments, Stock option grants, Stock option exercises, Stock option holdings e equity holdings (FRYDMAN, SAKS, 2010).*

<sup>5</sup>*“The model can thereby explain the link between CEO pay and firm size across time, across firms, and across countries. Empirically, the model seems to be able to explain the recent rise in CEO pay as an equilibrium outcome of the substantial growth in firm size” (GABAIX, LANDIER, 2008).*

segundo Holmstrom (1979) e Feltram e Xie (1994), múltiplas mensurações de desempenho estão presentes nos contratos de compensação de executivos.

Alguns estudos utilizaram variáveis de mercado para representar o desempenho das empresas, como o retorno aos acionistas (FIRTH, ROPSTAD, SJO, 1996), ou variáveis e indicadores contábeis (CHIEN, 2012; CARTON, HOFER, 2006). No entanto, existem críticas quanto à utilização de variáveis contábeis para mensurar o desempenho. Para Scott (2009), a menos que o lucro líquido tenha qualidades desejáveis de sensibilidade e precisão, ele não será informativo sobre o esforço do executivo.

Antle e Smith (1986) investigaram empiricamente se os mais altos executivos corporativos são compensados como se seus desempenhos fossem avaliados em relação ao desempenho dos competidores. Por meio de uma amostra de 39 empresas dos setores Químico, Aeroespacial e Eletrônico, os autores encontraram resultados diversos, considerando a amostra em partes, sendo que um deles foi a associação positiva entre remuneração de executivos e mensuração tradicional de contabilização de lucros.

Como forma de vincular a compensação dos executivos ao desempenho do setor, existe a avaliação do desempenho relativo (*Relative Performance Evaluation – RPE*), em que o desempenho do executivo é mensurado pela diferença entre o lucro líquido da empresa ou retorno da ação e a média de desempenho de um grupo similar de empresas da mesma indústria ou setor (SCOTT, 2009). Essa metodologia foi inicialmente desenvolvida por Holmstrom (1982).

Entre os estudos empíricos relacionados à RPE, podem ser citados os de Young e Yang (2008), Pavlik, Scott e Tiessen (1993) e Antle e Smith (1986), os quais analisaram os contratos de compensação de executivos que têm como condição o desempenho dos pares, medidos pelo lucro, que consiste na comparação de empresas similares. Os autores encontraram existência de relações entre empresas similares que atuam em mercado competitivo com a remuneração de seus executivos.

Considerando que a compensação deve existir não somente para o CEO, mas também para os demais membros da diretoria executiva (TOSI; SHEN; GENTRY, 2003), Brick, Palmon e Wald (2006) investigaram se excessivas compensações de diretores e CEO estão relacionadas a uma fraca estrutura de governança corporativa e a fraco desempenho da empresa. Os autores constataram que as excessivas remunerações – tanto de diretores quanto do CEO – estão associadas ao baixo desempenho das empresas, o que demonstra a utilização de remuneração de executivos como forma de recuperar empresas que estão enfrentando problemas de desempenho.

### **2.3.3 Outras abordagens**

É possível a análise de tendências da remuneração de executivos por meio de estudos temporais, ao longo de vários anos, como o de Frydman e Saks (2010) e de Gabaix e Landier (2008). Embora existam vários fatores que influenciem a remuneração de executivos, bem como sua relação com o desempenho das empresas, as mudanças a longo prazo são principalmente relacionadas a fatores gerais, como mudanças em normas sociais (FRYDMAN; SAKS, 2010).

Esses estudos são comuns nos Estados Unidos principalmente pela disponibilidade de dados, pois as normas da SEC foram eficazes e fizeram com que as empresas as cumprissem. O estudo de muitas empresas e por vários anos com dados em painel permite analisar comportamentos tanto entre as empresas, quanto ao longo do tempo, como o aumento ou redução da remuneração de executivos, de sua representatividade com relação a outras variáveis contábeis e de mercado.

Conyon e Peck (1998) examinaram se existe relação entre compensação de diretores, controle do conselho de administração e comitês de remuneração, mas não encontraram relação nem da proporção de diretores externos (não executivos) no órgão principal, nem da dualidade de CEO com compensação de executivos. Além disso, as empresas que adotam comitês de remuneração ou altas proporções de membros externos nos comitês geralmente têm níveis de pagamento altos.

A presença de membros externos nos comitês, ou seja, membros que não fazem parte da empresa como empregados, mas somente participam dos comitês e recebem remuneração pela participação em suas reuniões, é assunto que ainda não foi objeto de estudo no Brasil, mas que possui campo abrangente de pesquisa internacional.

Core e Guay (1999) analisaram o período de 1992 a 1996 e verificaram que as opções de ações contribuíram significativamente no total dos incentivos patrimoniais dos executivos. Em 1980, a compensação de executivos era representada principalmente por salários e bônus (HALL; LIEBMAN, 1998), mas houve enorme aumento na utilização de opções de ações para comporem incentivos e compensações aos executivos (CORE; GUAY; LARCKER, 2003; HALL; LIEBMAN, 1998).

## **2.4 Estudos Anteriores Nacionais**



A pesquisa de remuneração de executivos no Brasil é limitada principalmente pela restrição dos dados disponíveis. Os estudos existentes se basearam em dados de empresas que publicavam de forma voluntária informações relacionadas à remuneração, que quantitativamente eram poucas empresas.

Krauter (2009) analisou 44 empresas industriais com dados referentes ao exercício de 2006 e constatou inexistência de relação entre as variáveis salário mensal médio e desempenho financeiro, bem como entre salário variável médio e desempenho financeiro, o que pode ser um sinal de que o sistema de remuneração dos executivos não está sendo estruturado de maneira adequada. Os resultados de Krauter (2009) não permitiram comprovar a hipótese de relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas.

Chien (2012) analisou 420 companhias abertas brasileiras no período de 2002 a 2009 e encontrou relação positiva e significativa entre remuneração executiva e valor da empresa (*price-to-book*). Entretanto, os resultados não indicaram existência de evidência significativa de que empresas que melhor remuneraram seus executivos apresentam um melhor desempenho operacional baseado em variáveis contábeis como retorno sobre ativos e crescimento de vendas.

O plano que gera a opção de o executivo ou o empregado comprar ações da empresa em que trabalha por um preço específico (HALL, 2000) foi estudado no Brasil por Nascimento *et al* (2011), o qual concluiu que a utilização de planos de opções de ações não leva as empresas a apresentarem melhor desempenho que suas concorrentes que não os utilizam.

Marcon e Godoi (2004) encontraram evidências que a maioria das empresas da amostra analisada apresentou desempenho superior ao setor a que pertenciam e retorno no mercado de ações superior ao dos principais índices de mercado. No entanto, os autores concluíram que não é possível afirmar que há elevada correlação entre remuneração por opções de ações e desempenho da empresa. Essa pesquisa vai ao encontro de várias teorias, como a de Fama (1980), que afirma que os contratos de incentivos não são necessários, porque o mercado de trabalho dos executivos controla o risco moral<sup>6</sup>.

Por meio de amostra de 89 empresas, Lopes (2009) investigou os efeitos dos planos de opções de ações de empregados (*Employee Stock Options Plans – ESOP*) e encontrou indícios de que os ESOP geram riqueza para o acionista quando é bem estruturada, especificamente

---

<sup>6</sup> Risco Moral é o risco de o principal incorrer em perdas por comportamento indesejado do agente, em razão de este não ser observado pelo principal.

em relação ao preço de exercício, quando fixado *at-money* ou *out-of-money*. Segundo os autores, são opções em que o preço de exercício da opção é igual ao preço de mercado de fechamento das ações na data de atribuição; e maior que o preço de mercado de fechamento das ações respectivamente. Outros estudos aprofundaram a análise da utilização de opções de ações pelas empresas como forma de remuneração de executivos (DIAS, 2010; MARCON; GODOI, 2004).

Silva (2010) analisou amostra de 238 empresas brasileiras no ano de 2008 e concluiu que as empresas com *American Depositary Receipts* – ADR são mais transparentes quanto à remuneração de executivos. Analisando também empresas brasileiras com ADR (29 empresas brasileiras no total), Camargos, Helal e Boas (2007) encontraram relação positiva e significativa entre a remuneração e o desempenho financeiro.

Pinto (2011) analisou 315 empresas em 2009 e encontrou evidências de que a concentração acionária tende a diminuir a remuneração dos administradores das empresas. Sampaio (2009) analisou 199 empresas no período de 2003 a 2007 e concluiu que as empresas com piores práticas de governança pagam maiores remunerações a seus executivos, mas possuem desempenho pior no futuro.

Alguns estudos no Brasil se restringiram a avaliar qualitativamente a evidenciação da remuneração dos executivos pelas empresas nos moldes propostos pela CVM. Algumas pesquisas, como de Marquart, Lunkes e Vicente (2008), se referem a período anterior à norma da CVM. Esses autores verificaram que as informações referentes à política de remuneração variável apresentadas nos relatórios das empresas brasileiras vêm crescendo ao passar dos anos.

Outras pesquisas foram baseadas nos dados novos exigidos. Analisando a evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na Bovespa, Silva e Beuren (2010) verificaram que, de modo geral, as empresas pesquisadas não estão alinhadas com as proposições do IBGC e da CVM sobre as novas práticas de divulgação das informações relativas à remuneração variável de executivos.

Em estudo posterior, Beuren e Silva (2012) analisaram o alinhamento da evidenciação da remuneração dos executivos em amostra de 10 empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa com o modelo de avaliação da evidenciação, de acordo com Ferrarini, Moloney e Ungureanu (2009) e concluíram que esse alinhamento é mínimo.

Percebe-se que os estudos de alinhamento às exigências são insatisfatórios com base na publicação das empresas brasileiras. Historicamente, a implantação de novas exigências e práticas no Brasil, principalmente quanto ao *disclosure*, demanda tempo para efetivamente ser

atingida, além de gerar resistências pela população alvo, basicamente empresas de capital aberto.

Wink, Silva e Libonati (2011) realizaram análise de conteúdo dos formulários de referência das 10 maiores empresas de cada setor econômico listadas na BM&FBovespa, no exercício de 2009, e concluíram que a diretoria executiva é o órgão melhor remunerado quanto à variedade de itens que compõe a cesta de remuneração fixa, variável e outras formas de remuneração e quanto aos aspectos quantitativos, recebendo quantias maiores do que as pagas aos conselhos de administração e fiscal. O conselho fiscal recebe menos tanto em termos quantitativos, quanto qualitativos.

A produção científica nos periódicos brasileiros sobre política de remuneração também foi objeto de estudo nacional. Dias, Barbosa Neto e Mário (2011) analisaram 40 artigos publicados em 27 periódicos no período de 1999 a 2009. Os autores verificaram existência de um número pequeno de trabalhos publicados nos periódicos nacionais sobre política de remuneração, mas indicam como achado a existência de uma tendência de evolução no número de produções científicas sobre o tema.

De forma geral, várias pesquisas nessa área no Brasil são realizadas por meio de estudos de casos, com utilização de questionários e entrevistas (DIAS; BARBOSA NETO; MÁRIO, 2011). No entanto, poucos foram os estudos que consideraram além dos aspectos qualitativos, os aspectos quantitativos (KRAUTER, 2009) e, entre eles, somente alguns foram realizados com base em dados disponíveis após a determinação da CVM, como é o caso do estudo de Wink, Silva e Libonati (2011).

## **2.5 Governança Corporativa e Remuneração de Executivos**

Dentre os conceitos de diversos autores (JENSEN, 2001; LA PORTA *et al*, 2000; SHLEIFER; VISHNY, 1997), governança corporativa é, segundo o IBGC, o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva (IBGC, 2009). Os negócios se caracterizam por um conjunto de pessoas que realizam esforços para transformar recursos escassos nos mais rentáveis possíveis (RADEBAUGH; GRAY; BLACK, 2006).

As pessoas que financiam os recursos, tipicamente os *shareholders*, normalmente não são as mesmas que gerenciam os recursos, o que gera a característica da maioria das grandes

empresas no mundo, que é a separação entre a propriedade e o controle<sup>7</sup>. Os *shareholders* (propriedade) necessitam garantir que o executivo (controle) agirá de acordo com seus melhores interesses, visto que eles gerenciam os recursos da empresa (RADEBAUGH; GRAY; BLACK, 2006). Uma das formas de levar segurança ao *shareholder* é por meio das práticas de governança corporativa.

É comum a associação de escândalos corporativos com governança corporativa. Radebaugh, Gray e Black (2006) ressaltam que aqueles que investigaram os escândalos afirmam que a governança corporativa pode ter um longo caminho até manter a gestão sob controle e aumentar a confiança do investidor. Em virtude do número de casos ocorridos, os Estados Unidos da América foram incisivos na adoção de normas que exigem que as empresas divulguem a política de remuneração dos executivos.

Segundo Choi e Meek (2008), governança corporativa está relacionada aos meios internos pelos quais a corporação é operada e controlada, às responsabilidades, ao *accountability* e às relações entre *shareholders*, membros do conselho de administração e executivos designados para alcançar os objetivos corporativos. Assim, governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas são direcionadas e controladas e entre as questões de governança estão os direitos dos *shareholders*, as responsabilidades dos conselhos, *disclosure*, transparência e o papel dos *stakeholders* (CHOI; MEEK, 2008).

A *Organisation for Economic Co-Operation and Development* – OECD, publicou os princípios sobre governança corporativa e estabeleceu quanto à divulgação de informações e transparência que devem ser divulgadas informações sobre (OECD, 2004):

1. Resultados financeiros e operacionais da empresa;
2. Objetivos da empresa;
3. Participações sociais relevantes e direitos de voto;
4. Política de remuneração dos membros do órgão de administração e principais executivos, informações sobre os membros do órgão de administração, incluindo as suas qualificações, processo de seleção, outros cargos de direção da empresa e esclarecimento sobre se o órgão de administração os considera independentes;
5. Transações com partes relacionadas;
6. Fatores de risco previsíveis;
7. Assuntos relacionados com trabalhadores e outros sujeitos com interesses relevantes;
8. Estruturas e políticas de governança, em particular, o conteúdo de qualquer código ou política de governança corporativa e o processo que são implementadas.

Para a OECD, as informações sobre a remuneração dos membros do órgão de administração e dos gestores são interessantes para os acionistas, principalmente na relação

---

<sup>7</sup> *Executive compensation in companies with substantial separation of ownership and control has long attracted a great deal of attention – from both the public at large and financial economists (BEBCHUK; FRIED, 2002).*

entre remuneração e desempenho da empresa. A divulgação de informações sobre a remuneração dos membros do órgão de administração e dos principais executivos possibilita que os investidores possam avaliar, em função do desempenho da empresa, os custos e benefícios dos planos de remuneração e as contribuições para regimes de incentivos, como planos de atribuição de opções para a aquisição de ações (OECD, 2004). A divulgação individualizada, inclusive as disposições sobre rescisão de contratos e reforma, é considerada como boa prática, tornando-se obrigatória em vários países.

A boa compensação de executivos é efetivamente desejada e alinha os interesses dos *top executives* com aqueles dos seus *shareholders* (RADEBAUGH; GRAY; BLACK, 2006). Assim, um salário garantido fornece pouco incentivo a um executivo para maximizar o valor da empresa para os *shareholders*, porque ele terá o salário independentemente do desempenho da empresa (RADEBAUGH; GRAY; BLACK, 2006).

Por outro lado, a compensação baseada em desempenho, como concessão ou opções de ações, fornece fortes incentivos para maximizar o valor da empresa, pois como o valor da empresa aumenta, o mesmo ocorre com a compensação do executivo. A partir disso, surge a necessidade de remuneração variável, sendo parte razoável dos estudos baseados no tamanho ou desempenho da empresa, conforme tratado nos tópicos 2.3 e 2.4.

O IBGC publicou o Código das melhores práticas de governança corporativa (IBGC, 2009), o qual estabelece os 4 princípios da governança corporativa: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. No Brasil, tanto o IBGC, quanto a CVM, desempenham papel importante nesse contexto de governança corporativa atrelada à remuneração de executivos.

Há autores que relacionam diversas outras variáveis de governança à remuneração de executivos (LAKSMANA, 2007; CAMARGOS; HELAL, 2007; THOMPSON, 2005). Lambert *et al* (1993) e Boyd (1994) encontraram relação positiva ao estudar remuneração de executivos e a porcentagem de membros externos no conselho de administração das empresas. Finkelstein e Hambrick (1989), diferentemente, estudaram o mesmo objeto e não encontraram relação significativa. Hallock (1997) concluiu que a remuneração dos executivos é maior com diretores externos ligados internamente à empresa, o que se equipara aos diretores externos analisados por Conyon e Peck (1998), diretores que não fazem parte da empresa, mas integram algum de seus conselhos, participando das reuniões periódicas.

Há assim várias características que podem ser analisadas e relacionadas à remuneração de executivos, entre elas o desempenho. Segundo Krauter (2009), a remuneração variável

atrelada a metas de desempenho pode ajudar a direcionar o comportamento dos executivos para ações que elevem os níveis de desempenho financeiro.

Core, Holthausen e Larcker (1999) constataram, em um estudo de 495 observações no período de três anos, que empresas com estrutura de governança fraca têm maiores problemas de agência, CEO de empresas com grandes problemas de agência recebem maiores remunerações e empresas com problemas de agência possuem desempenho pior. Os achados explicam montante significativo da variação *cross-sectional* de compensação de executivos no período analisado.

## 2.6 Regulamentação Internacional

Perry e Zenner (2001) destacam que, em 1992-1993, a SEC aumentou a exigência de *disclosure* de compensação de executivos, ao mesmo tempo em que o congresso americano aprovou legislação tributária limitando a dedutibilidade de compensações não relacionadas a desempenho acima de um milhão de dólares.

Diante do histórico de escândalos, os Estados Unidos tomaram várias medidas, principalmente a partir de 2001, período dos vários escândalos. A edição da SOX, em 2002, foi a principal resposta dos Estados Unidos após os tumultos.

A SEC considera a regulamentação de *disclosure* financeiro como um elemento essencial para confiabilidade da contabilidade (ROBINSON *et al*, 2011; PAREDES 2009; LEVITT, 1998). A norma que exige *disclosure* de compensação de executivos passou por várias emendas (SEC, 2006). A emenda mais significativa ocorreu no ano de 2006, quando a SEC passou a exigir das empresas *disclosure* sobre vários aspectos adicionais relacionados à remuneração de executivos.

Para Andrews, Linn e Yi (2009), o objetivo dessas emendas da SEC foi fornecer aos investidores *disclosures* transparentes com relação aos itens de compensação. No estudo com 608 empresas, os autores concluíram que os requisitos de expansão de divulgação exigidos pela SEC são informativos e úteis para os investidores do mercado de capitais e que essas evidências têm sido politicamente caras para algumas empresas.

Desde então, várias pesquisas foram realizadas na área, encorajadas principalmente pela disponibilidade dos dados, que, após a exigência da SEC, foram amplamente divulgados pelas empresas. Kuhnen e Niessen (2009) concluíram que a remuneração de executivos depende de normas locais e que a opinião pública é capaz de influenciar a remuneração de

executivos, podendo diminuir o total pago ao CEO, retirar pagamento baseado em opções e impor outras formas de pagamento.

Core, Guay e Larcker (2008) analisaram entre 1994 e 2002 a relação da imprensa com a prática de remuneração de executivos e encontraram pouca evidência de que as empresas respondem a coberturas da imprensa, diminuindo ou aumentando a remuneração dos executivos.

Além da opinião pública e dos escândalos citados, o poder normativo dos órgãos reguladores exerce papel fundamental na contribuição para o *disclosure* de informações úteis aos usuários.

## **2.7 Regulamentação Nacional (Comissão de Valores Mobiliários – CVM)**

No Brasil, a normatização quanto à remuneração de executivos ocorreu somente em 2009, por meio da CVM, a qual emitiu a IN 480, com aplicação a partir de 2010. A defasagem de tempo em relação à norma dos EUA é de aproximadamente 8 (oito) anos desde a SOX. A IN 480 estabelece no art. 13 que os emissores devem enviar à CVM as informações periódicas e eventuais, conforme conteúdo, forma e prazos estabelecidos por esta instrução.

Há uma vasta literatura relacionada à remuneração de executivos no âmbito internacional. Esse tipo de pesquisa é viável no exterior, pois há dados disponíveis há vários anos. Desde 2001, data em que a SEC obrigou as empresas a publicarem esse tipo de informação, é rigorosa a exigência de evidenciação da remuneração de executivos não só nos Estados Unidos, mas em vários outros países (CONYON; HE, 2012, 2011; OSMA; GUILLAMÓN-SAORÍN, 2011; DECHOW; HUSON; SLOAN, 1994).

No entanto, no Brasil, esse tipo de informação passou a ser obrigatório somente a partir do ano de 2010. Logo, pesquisas quantitativas brasileiras sobre o assunto somente são viáveis a partir dessa data. Existem estudos anteriores, mas são baseados em dados que as empresas divulgaram por iniciativa voluntária, não por determinação normativa.

A norma brasileira estabelece que a negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados depende de prévio registro do emissor na CVM, mas o pedido de registro pode ser submetido independentemente do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários (CVM, 2009).

Sociedade anônima é a forma de sociedade que o emissor de valores mobiliários deve estar organizado e o registro junto à CVM pode ocorrer em duas categorias: categoria A ou

categoria B. A categoria A permite a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários.

A categoria B consiste na negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto ações e certificados de depósito de ações; ou valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários de ações e certificados de depósito de ações, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor desses valores mobiliários citados ou por uma sociedade pertencente ao grupo do referido emissor (CVM, 2009).

Essas informações são geradas por meio do Formulário de Referência – FR, documento eletrônico contendo as informações exigidas conforme o Anexo 24 da mesma normatização. Esse anexo elenca quais são os itens que os emissores registrados nas categorias A e B estão obrigados a fornecer. As empresas da categoria A são obrigadas a fornecer todas as informações dispostas no item 13. As empresas da categoria B, por sua vez, são obrigadas a fornecer somente algumas dessas informações.

Os únicos itens que o emissor registrado na categoria B está obrigado a informar no formulário de referência são os itens 13.2, 13.7 e 13.13. O item 13.2 diz respeito à remuneração reconhecida no resultado dos 3 últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente, dividida em remuneração fixa anual, remuneração variável, benefícios pós-emprego, benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo e valores da remuneração baseada em ações e o total da remuneração por órgão.

O item 13.13 determina a indicação do percentual da remuneração total de cada órgão reconhecida no resultado do emissor referente a membros do Conselho de Administração, da Diretoria Estatutária ou do Conselho Fiscal que sejam partes relacionadas aos controladores, diretos ou indiretos, conforme definido pelas regras contábeis que tratam desse assunto. O valor justo do total das opções no último dia do exercício social é requerido no item 13.7.

O prazo de entrega das informações do formulário de referência é de até 5 meses contados da data de encerramento do exercício social e essa entrega deve ocorrer anualmente (CVM, 2009). No caso de alguma das ocorrências abaixo, o emissor registrado na categoria A tem até 7 dias úteis contados da ocorrência para atualizar os campos:

- I – alteração de administrador ou membro do conselho fiscal do emissor;
- II – alteração do capital social;
- III – emissão de novos valores mobiliários, ainda que subscritos privadamente;
- IV – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos;



V – alteração dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou variações em suas posições acionárias iguais ou superiores a 5% (cinco por cento) de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor;

VI – quando qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse atinja participação, direta ou indireta, igual ou superior a 5% (cinco por cento) de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração;

VII – variações na posição acionária das pessoas mencionadas no inciso VI superiores a 5% (cinco por cento) de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração;

VIII – incorporação, incorporação de ações, fusão ou cisão envolvendo o emissor;

IX – alteração nas projeções ou estimativas ou divulgação de novas projeções e estimativas;

X – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte referente ao exercício do direito de voto ou poder de controle do emissor; e

XI – decretação de falência, recuperação judicial, liquidação ou homologação judicial de recuperação extrajudicial.

No caso do emissor registrado na categoria B, o FR deve ser atualizado em até 7 dias úteis contados da ocorrência de qualquer dos seguintes fatos:

I – alteração de administrador;

II – emissão de novos valores mobiliários, ainda que subscritos privadamente;

III – alteração dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou variações em suas posições acionárias iguais ou superiores a 5% (cinco por cento) de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor;

IV – incorporação, incorporação de ações, fusão ou cisão envolvendo o emissor;

V – alteração nas projeções ou estimativas ou divulgação de novas projeções e estimativas; e

VI – decretação de falência, recuperação judicial, liquidação judicial ou extrajudicial ou homologação judicial de recuperação extrajudicial.

De acordo com o Anexo 13 da IN 480, vários são os itens obrigatórios que devem ser evidenciados pelas empresas, conforme Quadro 1 a seguir:

**Quadro 1:** Categorias de Remuneração de Administradores

	<b>Itens Evidenciados</b>		<b>Subitens</b>
13.1	Política ou prática de remuneração	1	objetivos da política
		2	composição da remuneração
		3	principais indicadores de desempenho
		4	como a remuneração é estruturada
		5	como a política ou prática de remuneração se alinha aos interesses do emissor
		6	existência de remuneração suportada por subsidiárias
		7	existência de qualquer remuneração ou benefício vinculado à ocorrência de
		8	determinado evento societário
13.2	Remuneração reconhecida no resultado – Remuneração Fixa, Variável e Benefícios	1	órgão e número de membros
		2	remuneração fixa anual
		3	remuneração variável
		4	benefícios pós-emprego
		5	benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo
		6	remuneração baseada em ações
		7	valor, por órgão, da remuneração
		8	total da remuneração por órgão

	Itens Evidenciados	Subitens
13.3	Bônus e participação no resultado	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 órgão e número de membros</li> <li>2 valor mínimo previsto no plano de remuneração (bônus)</li> <li>3 valor máximo previsto no plano de remuneração (bônus)</li> <li>4 valor previsto no plano de remuneração, caso as metas estabelecidas fossem atingidas (bônus)</li> <li>5 valor efetivamente reconhecido no resultado dos 3 últimos exercícios (bônus)</li> <li>6 valor mínimo previsto no plano de remuneração (participação no resultado)</li> <li>7 valor máximo previsto no plano de remuneração (participação no resultado)</li> <li>8 valor previsto no plano de remuneração, caso as metas estabelecidas fossem atingidas (participação no resultado)</li> <li>9 valor efetivamente reconhecido no resultado dos 3 últimos exercícios (participação no resultado)</li> </ol>
13.4	Plano de remuneração baseado em ações	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 termos e condições gerais</li> <li>2 principais objetivos do plano</li> <li>3 forma como o plano contribui para esses objetivos</li> <li>4 número máximo de ações abrangidas</li> <li>5 número máximo de opções a serem outorgadas</li> <li>6 condições de aquisição de ações</li> <li>7 critérios para fixação do preço de aquisição ou exercício</li> <li>8 critérios para fixação do prazo de exercício</li> <li>9 forma de liquidação</li> <li>10 restrições à transferência das ações</li> <li>11 critérios e eventos que, quando verificados, ocasionarão a suspensão, alteração ou extinção do plano</li> <li>13 efeitos da saída do administrador dos órgãos do emissor sobre seus direitos</li> </ol>
13.5	Quantidade de ações ou cotas direta ou indiretamente detidas	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 quantidade de ações ou cotas direta ou indiretamente detidas, no Brasil ou no exterior</li> <li>2 outros valores mobiliários conversíveis em ações ou cotas</li> </ol>
13.6	Remuneração baseada em ações	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 órgão e número de membros</li> <li>2 quantidade de opções outorgadas</li> <li>3 prazo para que as opções se tornem exercíveis</li> <li>4 preço médio ponderado de exercício de cada um dos seguintes grupos de opções</li> <li>5 valor justo das opções na data de outorga</li> <li>6 diluição potencial em caso de exercício de todas as opções outorgadas</li> </ol>
13.7	Opções em aberto do CADM e DIREXEC ao final do último ex. social	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 órgão e número de membros</li> <li>2 quantidade (opções ainda não exercíveis)</li> <li>3 data em que se tornarão exercíveis (opções ainda não exercíveis)</li> <li>4 prazo máximo para exercício das opções (opções ainda não exercíveis)</li> <li>5 prazo de restrição à transferência das ações (opções ainda não exercíveis)</li> <li>6 preço médio ponderado de exercício (opções ainda não exercíveis)</li> <li>7 valor justo das opções no último dia do exercício social (opções ainda não exercíveis)</li> <li>8 quantidade (opções exercíveis)</li> </ol>

	Itens Evidenciados		Subitens
		9	data em que se tornarão exercíveis (opções exercíveis)
		10	prazo máximo para exercício das opções (opções exercíveis)
		11	prazo de restrição à transferência das ações (opções exercíveis)
		12	preço médio ponderado de exercício (opções exercíveis)
		13	valor justo das opções no último dia do exercício social (opções exercíveis)
		14	valor justo do total das opções no último dia do exercício social (opções exercíveis)
13.8	Opções exercidas e ações	1	órgão e número de membros
		2	número de ações (opções exercidas)
		3	preço médio ponderado de exercício (opções exercidas)
		4	valor total da diferença entre o valor de exercício e o valor de mercado das ações relativas às opções exercidas (opções exercidas)
		5	número de ações (ações entregues)
		6	preço médio ponderado de exercício (ações entregues)
		7	valor total da diferença entre o valor de exercício e o valor de mercado das ações relativas às opções exercidas (ações entregues)
13.9	Método de precificação do valor das ações e das opções	1	modelo de precificação
		2	dados e premissas utilizados no modelo
		3	método utilizado
		4	forma, determinação volatilidade esperada
13.10	Planos de previdência	1	órgão e número de membros
		2	nome do plano
		3	quantidade de administradores que reúnem as condições para se aposentar condições para se aposentar antecipadamente
		3	valor atualizado das contribuições acumuladas no plano de previdência até o encerramento do último exercício social
		4	valor total acumulado das contribuições realizadas durante o último exercício social
		5	se há a possibilidade de resgate antecipado e quais as condições
13.11	Números de membros e Valores de remuneração por Conselho	1	órgão e número de membros
		2	valor da maior remuneração individual
		3	valor da menor remuneração individual
		4	valor médio de remuneração individual
13.12	Mecanismos de remuneração/indenização em caso de destituição do cargo ou aposentadoria (ex. Arranjos contratuais)	1	descrição arranjos contratuais, apólices de seguros ou outros instrumentos
13.13	% da remuneração total de cada órgão reconhecida no resultado	1	percentual da remuneração total de cada órgão reconhecida no resultado do emissor
13.14	Valores reconhecidos no resultado do emissor como remuneração de membros do CADM, Diretoria e Cons. Fiscal	1	valores reconhecidos no resultado do emissor como remuneração de membros do CADM, Diretoria e Cons. Fiscal por qualquer razão que não a função que ocupam, como por exemplo, comissões e serviços de consultoria ou assessoria prestados
13.15	Valores reconhecidos no resultado de controladores, diretos ou indiretos, de sociedades sob controle comum e de controladas do emissor	1	valores reconhecidos no resultado, especificando a que título tais valores foram atribuídos a tais indivíduos

**Fonte:** Adaptado da CVM (2009)

O item 13.16 apresentado no Anexo 24 da IN 480 consiste em “outras informações que o emissor julgue relevantes”. Os itens 13.2 e 13.11 foram considerados inovações relevantes na época de discussão da norma, inclusive várias empresas argumentaram que tal exigência fere a Lei das Sociedades Anônimas e diversas garantias constitucionais, como a privacidade, a intimidade e o sigilo de dados (IBGC, 2011; HAIDAR, 2010; WILCOX, 2010).

A norma exigiu, conforme item 13.2, informações como remuneração fixa anual, remuneração variável, benefícios pós-emprego, benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo, remuneração baseada em ações, mas não conceituou ou estabeleceu o que é cada uma dessas exigências. Assim, as empresas que se enquadram na obrigação de disponibilizar essas informações não têm especificado o que compõe a remuneração fixa anual e remuneração variável, por exemplo. Além disso, no próprio FR disponibilizado tanto na CVM, quanto na BM&FBovespa, há campo padrão específico para preenchimento pelas empresas de componentes como Salário ou pró-labore, Benefícios diretos e indiretos. Assim, embora a CVM não tenha nomeado em classes, percebe-se a separação da Remuneração em 3 classes: remuneração fixa (RF), variável (RV) e outras formas de remuneração (Rout), conforme o Quadro 2 a seguir:

**Quadro 2:** Composição da Remuneração

RF		RV		Rout	
1	Salário ou pró-labore	1	Bônus	1	Pós-emprego
2	Benefícios diretos e indiretos	2	Participação de resultados	2	Cessação do cargo
3	Participações em comit�es	3	Participação em reuniões	3	Baseada em a�es
4	Outros valores fixos	4	Comissões		
		5	Outros valores variáveis		

**Fonte:** Elabora o própria

Em que: RF: remunera o fixa; RV: remunera o variável; Rout: outras formas de remunera o.

Alguns itens do Quadro 2 são explícitos na norma, mas outros foram delimitados nos FRs padrões disponibilizados pelas empresas, os quais são todos iguais, com os mesmos campos, pois os FRs são gerados a partir do programa Empresas.Net 5.1, disponibilizado para download no próprio sítio da CVM (CVM, 2011).

A norma não delimitou as classes, mas subentende-se que na classe de remunera o fixa sejam alocados aqueles pagamentos a executivos que são essencialmente pagos de forma fixa, os quais independem de outros resultados da empresa (Lucro Líquido, por exemplo). Integram também a remunera o fixa as participa es em comit es que perduram ao longo do tempo e outros valores fixos.

Na classe de remuneração variável são alocados pagamentos que variam em função de outra medida, ou seja, dependem de outros resultados da empresa (Lucro Líquido, por exemplo), de participações em reuniões que têm o caráter da temporariedade ou são esporádicas, do desempenho (*performance*) do próprio executivo (quantidade vendida, comissões, por exemplo).

A IN 480 não nomeou, nem classificou três itens, os quais ficaram de fora da classificação de remuneração fixa e variável. São eles os Benefícios Pós-emprego, Cessação do cargo e Baseada em ações. Assim, a CVM considerou que essas 3 formas de pagamento não são nem fixa, nem variável.

Há estudos que consideram pensões como outras formas de remuneração (FRYDMAN; SAKS, 2010). No entanto, questiona-se sobre a natureza principalmente da remuneração baseada em ações, pois, conforme vários autores, como Monks e Minow (2011), Krauter (2009), Lopes (2009) e Dutra (2002), esse tipo de remuneração é classificado como variável. Além disso, é semelhante o conceito de *equity-based compensation* à remuneração baseada em ações, conforme tratamento dado pelos autores em estudos anteriores (MONKS; MINOW, 2011; KRAUTER, 2009; CORE; GUAY; LARCKER, 2003; OFEK; YERMACK, 2000; CORE, GUAY, 1999; XAVIER *et al*, 1999; BABER; KANG; KUMAR, 1998; YERMACK, 1995; BIZJAK *et al*, 1993).

Assim, em função da divergência entre a classificação da CVM e o aspecto conceitual de remuneração baseada em ações, o presente estudo analisou as duas formas, considerando remuneração baseada em ações como variável e como outras formas de remuneração. A abordagem da CVM (que considera BA como outras formas de remuneração) foi abordada no decorrer das análises e resultados e os gráficos e tabelas relacionadas à abordagem conceitual (que considera BA como remuneração variável) foram abordados no Apêndice C.

A abordagem da CVM pode ter induzido erroneamente as empresas no momento de informar a remuneração dos executivos nos FRs, as quais podem ter alocado diretamente variáveis de *equity compensation* diretamente em remuneração variável (*RV*), e não em outras formas de remuneração (*Rout*). Mas para verificar esse fato, é necessário estudo analisando a percepção das empresas quanto às determinações da norma publicada pela CVM.

Normatização relacionada ao tema, mas que não está no escopo do presente estudo, é o CPC 33 (CPC, 2009) que discorre sobre benefícios a empregados, publicado pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, com base na *International Accounting Standard 19 – Employee Benefits*. Mas, para fins específicos do presente estudo, este pronunciamento não

foi objeto de análise, pois ele impacta essencialmente na forma de contabilização dos benefícios a empregados, e não no *disclosure* do FR exigido pela CVM.

### 3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo seguiu uma sequência metodológica. A amostra foi primeiramente delimitada com base em critérios de liquidez, bem como em disponibilidade de dados das empresas selecionadas. Em seguida, foi realizada coleta de dados. Alguns dados foram obtidos de base de dados diferentes em função da recente e restrita disponibilidade, como é o caso das informações dos FRs, exigidas somente após a determinação da IN 480. Após a coleta, os dados foram tratados, pois da forma como foram extraídos ainda não estavam aptos a serem utilizados no modelo econométrico.

#### 3.1 Delimitação da Amostra

Na primeira etapa da pesquisa foram selecionadas as 125 empresas mais líquidas (Apêndice A) e com maior quantidade de negociações, através da base de dados Economatica. Embora Liu (2006) afirme que a liquidez possua quatro dimensões, que são quantidade de negociação, velocidade de negociação, custo de negociação e impacto no preço, o presente estudo se baseou somente na dimensão de quantidade de negociação considerando o ano de 2010 para determinação desse critério de liquidez, com base nos estudos de Correia, Amaral e Bressan (2008) e Vieira e Milach (2008).

O presente estudo analisou empresas que têm ações negociadas em quantidade relevante na bolsa de valores, pois caso uma empresa não possua numerosas negociações no mercado (liquidez), é possível que não tenha interesse em publicar esse tipo de informação aos investidores, mesmo sendo exigência da CVM. O critério de liquidez é relevante, pois as empresas de capital aberto que possuem grande quantidade de ações negociadas normalmente disponibilizam todas as informações exigidas, além de terem interesse em boas práticas de governança corporativa, privilegiando a relação com os investidores. Além disso, considerar empresas que têm pouca quantidade de ações negociadas e que não possuem relevância no mercado de capitais nacional pode não representar fidedignamente a população a que pertence. Esse critério auxilia a relação com variáveis de mercado, que pode ser realizada por estudos futuros na área.

Logo, esse primeiro critério de escolha da amostra (liquidez das empresas) é relevante por considerar empresas líquidas, que possuem ações negociadas em grande quantidade no mercado de capitais brasileiro. Os dados de quantidade de negociações no ano de 2010 foram

obtidos na base de dados Econômica. Por meio desse primeiro critério, selecionou-se 125 empresas com alto grau de liquidez com base em quantidade de negociação.

O segundo critério baseou-se na disponibilidade de dados dos anos de 2010 e 2011 da remuneração de executivos das 125 empresas selecionadas inicialmente, pois como o objetivo é conhecer os padrões e características da remuneração de executivos, é necessário que esses dados estejam disponíveis. Analisando-se os FRs das empresas da amostra inicial, verificaram-se algumas inconsistências, conforme Quadro 3:

**Quadro 3:** Justificativa de exclusão de 5 empresas da amostra inicial quanto à remuneração de executivos

	<b>Empresa</b>	<b>Justificativa</b>
1	IGB S/A	Justificativa para a não prestação da informação: Não há Não disponibilizou os itens 13.2 e 13.11 - Remuneração individual máxima, mínima e média do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal.
2	Brasil Telecom	A empresa não foi encontrada na base de dados da Bovespa.
3	Confab	A empresa não foi encontrada na base de dados da Bovespa.
4	Tecnosolo	Não disponibilizou os dados do Formulário de Referência de 2011.
5	Telemar	O pregão com esse nome não existe mais na base de dados da Bovespa, embora ainda esteja ativo na base de dados Econômica.
6	Porto Seguro	A empresa informou que não houve remuneração aos executivos da diretoria estatutária, o que é uma possível inconsistência. Pela possibilidade de distorcer os dados da estatística descritiva, a empresa foi excluída da amostra.

**Fonte:** Elaboração própria

Assim, considerando a indisponibilidade dos dados relacionados à remuneração de executivos dessas 6 empresas, elas foram retiradas da amostra inicial, resultando em amostra final intencional de 119 empresas, as quais foram analisadas nos anos de 2010 e 2011, totalizando 238 observações. Do total de 119 empresas, 39 (32,77%) não evidenciaram, por questões judiciais, o item 13.11 do FR, referente ao número de membros e valores de remuneração por Conselho.

Essas empresas estão com processos judiciais em trâmite e algumas até com medida liminar concedida para resguardar essas informações, considerando que esse tipo de informação pode expor e ferir direitos dos próprios executivos. As empresas que deixaram de informar o item 13.11 do FR, com as respectivas justificativas, estão listadas no Quadro 4 a seguir:

**Quadro 4:** Empresas com ações judiciais para não divulgar o item 13.11 do Formulário de Referência

	<b>Empresa</b>	<b>Justificativa</b>
1	Vale	Justificativa para a não prestação da informação: Item não divulgado em razão de medida liminar concedida nos autos da ação ordinária nº 2010.51.01.002888-5, pelo MM Juízo da 5ª Vara da Justiça Federal do Rio de Janeiro ao IBEF/RJ, ao qual a Vale e executivos vinculados à Vale são associados. A liminar em questão segue em vigor por força de decisão proferida pelo Superior Tribunal de Justiça na MC 17350-RJ.



	<b>Empresa</b>	<b>Justificativa</b>
2	ItauUnibanco	<p>13.11 - Remuneração individual máxima, mínima e média do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal</p> <p>Justificativa para a não prestação da informação: Em 02.03.2010, o Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças – IBEF Rio de Janeiro propôs, em nome dos executivos e ele afiliados, ação ordinária, com pedido de tutela antecipada, na qual se questiona a legalidade do presente item. Isso porque a divulgação em questão trouxe grande desconforto aos executivos, que entendem que a divulgação solicitada agrediria suas garantias individuais. O pedido de liminar formulado pelo IBEF foi deferido.</p> <p>Recentemente, o Emissor tomou conhecimento de que a 8ª Turma Especializada do TRF da 2ª Região deu provimento ao agravo de instrumento interposto pela CVM contra a decisão que deferiu a liminar. Foram opostos embargos de declaração à decisão que deu provimento ao agravo, embargos esses que ainda estão pendentes de julgamento. De fato, o principal aspecto da discussão levada ao Judiciário – a possibilidade de identificação dos administradores e de suas respectivas remunerações – não foi enfrentado pelo acórdão do TRF. Na pendência de julgamento dos embargos de declaração, há o entendimento de expoentes do Processo Civil brasileiro no sentido de que o recurso em questão é dotado de efeito suspensivo. O Emissor respeita o direito legítimo de acesso ao Judiciário de seus executivos, principalmente em relação a um tema tão delicado para eles. A apresentação das informações solicitadas no item 13.11 do Formulário de Referência representaria a imediata extinção do interesse prático dos executivos, consolidando o prejuízo indicado na ação, cujo tema ainda não foi discutido. Diante do conceito de que o recurso interposto pelo IBEF é dotado de efeito suspensivo e que o oferecimento, neste momento, das informações solicitadas no item 13.11. representaria um cerceamento ao direito dos executivos de acesso à justiça, o Emissor aguardará até que haja exigibilidade da divulgação em questão.</p>
3	Gerdau	<p>Justificativa para a não prestação da informação: “Em atenção à medida liminar deferida no processo nº 2010.5101002888-5, que tramita perante a 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro, RJ, movida pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças – IBEF Rio de Janeiro, deixamos de apresentar as informações referidas neste item”.</p>
4	Bradesco 11	<p>A Companhia conta, em seus órgãos de administração e fiscalização, com profissionais associados ao Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças IBEF - Rio de Janeiro (“IBEF”). O IBEF, em 2 de março de 2010, obteve, perante a 5ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro (processo 20105101002888-5) liminar com o seguinte teor: “Isto posto, DEFIRO a liminar postulada, determinando a suspensão da eficácia do subitem 13.11, do anexo 24 da Instrução CVM no 480, em relação aos associados do IBEF, e, por consequência, às sociedades às quais estejam vinculados, vedada a aplicação de qualquer sanção aos associados ou às sociedades às quais pertençam, até ulterior decisão deste Juízo.” Referida liminar encontra-se em vigor, por força de decisão do Superior Tribunal de Justiça (Medida Cautelar no 17.350 – RJ). A razão para a suspensão da exigibilidade de divulgação dos valores máximo, médio e mínimo de remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das sociedades tem por base a preservação de direitos individuais à privacidade e à segurança das pessoas físicas que integram os referidos órgãos estatutários. Em respeito a esses princípios e à determinação judicial, a Companhia não divulgará as informações até que haja um pronunciamento da Justiça Brasileira em sentido contrário.</p>
5	PDG Realt	<p>Informou em 2010 e 2011 que a menor remuneração foi 0 (zero), sendo que é uma provável inconsistência, pois não há a possibilidade do administrador não ser remunerado por exercer essa função na Diretoria Executiva. No Conselho de Administração e no Conselho fiscal esse fato pode ocorrer, mas pesquisas futuras são necessárias para verificar a consistência dessa possibilidade.</p>
6	Itausa	<p>Justificativa para a não prestação da informação:</p> <p>Conforme faculta a autarquia, incluímos dados referentes aos exercícios de 2009 e 2010. Em 02.03.2010, o Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças – IBEF Rio de Janeiro propôs, em nome dos executivos e ele afiliados, ação ordinária, com pedido de tutela antecipada, na qual se questiona a legalidade do presente item. Isso porque a divulgação em questão trouxe grande desconforto aos executivos, que entendem que a divulgação solicitada agrediria suas garantias individuais. Recentemente, a Emissora tornou conhecimento de que a 8ª Turma Especializada do TRF da 2ª Região deu provimento ao agravo de instrumento interposto pela CVM contra a decisão que deferiu a liminar. Foram</p>

	<b>Empresa</b>	<b>Justificativa</b>
		opostos embargos de declaração à decisão que deu provimento ao agravo, embargos esses que ainda estão pendentes de julgamento. De fato, o principal aspecto da discussão levada ao Judiciário – a possibilidade de identificação dos administradores e de suas respectivas remunerações. Na pendência de julgamento dos embargos de declaração, há o entendimento de expoentes do Processo Civil brasileiro no sentido de que o recurso em questão é dotado de efeito suspensivo. A Emissora respeita o direito legítimo de acesso ao Judiciário de seus executivos, principalmente em relação a um tema tão delicado para eles. A apresentação das informações solicitadas no item 13.11 do Formulário de Referência representaria a imediata extinção do interesse prático dos executivos, consolidando o prejuízo indicado na ação, cujo tema ainda não foi discutido. Diante do conceito de que o recurso interposto pelo IBEF é dotado de efeito suspensivo e que o oferecimento, neste momento, das informações solicitadas no item 13.11. representaria um cerceamento ao direito dos executivos de acesso à justiça, a Emissora aguardará até que haja exigibilidade da divulgação em questão.
7	LAEP	Vide tabela. [O conteúdo da tabela será informado em vista de decisão judicial proposta pelo IBEF – RJ]
8	SID Nacional	13.11 - Remuneração individual máxima, mínima e média do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal. Justificativa para a não prestação da informação: Informações não divulgadas conforme decisão liminar proferida pelo MM Juízo da 5ª Vara Federal/RJ, nos autos do processo 2010.5101002888-5, em favor do IBEF - Rio de Janeiro, instituto ao qual a Companhia é associada.
9	CIELO	Justificativa para a não prestação da informação: A Companhia se reserva o direito de não disponibilizar estas informações, amparada por decisão judicial que beneficiou os associados IBEF-RJ.
10	AllAmerLat	A Companhia reserva-se o direito de não divulgar as informações solicitadas neste item 13.11 por força da decisão liminar proferida pelo MM Juízo da 5ª Vara Federal/RJ, nos autos do processo 2010.5101002888-5, em favor do IBEF - Rio de Janeiro, ao qual a Companhia é associada.
11	Lojas Americanas	Justificativa para a não prestação da informação: Item não divulgado em razão de liminar concedida pelo MM Juízo da 5ª Vara Federal/RJ, nos autos do processo 2010.5101002888-5 ao IBEF - Rio de Janeiro.
12	Redecard	Item não divulgado em razão da liminar concedida pelo MM Juízo da 5ª Vara Federal / RJ, nos autos do processo 2010.5101002888-5 ao IBEF – Rio de Janeiro. Em 02.03.2010, o Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças – IBEF Rio de Janeiro propôs, em nome dos executivos a ele afiliados, ação ordinária, com pedido de tutela antecipada, na qual se questiona a legalidade do presente item. O pedido de liminar formulado pelo IBEF foi deferido. Os efeitos da referida liminar não foram revogados até a presente data.
13	Fibria	Exercício Social Órgão administração Justificativa para a não prestação da informação: As informações de que trata este item deixam de ser apresentadas em razão de liminar deferida pelo MM Juízo da 5ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro, nos autos do processo nº 2010.5101002888-5 proposto pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças- IBEF Rio de Janeiro, instituição à qual parte dos administradores da Companhia é associada.
14	Llx Log	Informou em 2010 e 2011 que a menor remuneração foi 0 (zero), sendo que é uma provável inconsistência, pois não há a possibilidade do administrador não ser remunerado por exercer essa função na Diretoria Executiva. No Conselho de Administração e no Conselho fiscal esse fato pode ocorrer, mas pesquisas futuras são necessárias para verificar a consistência dessa possibilidade.
15	Santander BR	Justificativa para a não prestação da informação: Item não divulgado em razão da liminar concedida pelo MM Juízo da 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro, nos autos do Processo nº 2010.510102888-5.
16	Bradespar	Companhia conta, em seus órgãos de administração e fiscalização, com profissionais associados ao Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças IBEF - Rio de Janeiro (“IBEF”). O IBEF, em 2 de março de 2010, obteve, perante a 5ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro (processo 20105101002888-5), liminar com o seguinte teor: “Isto posto, DEFIRO a liminar postulada, determinando a suspensão da eficácia do subitem 13.11, do anexo 24 da Instrução CVM nº 480, em relação aos associados do IBEF, e, por consequência, às sociedades às quais estejam vinculados, vedada a aplicação de qualquer sanção aos associados ou às sociedades às quais pertençam, até ulterior

	<b>Empresa</b>	<b>Justificativa</b>
		decisão deste Juízo”. Referida liminar encontra-se em vigor, por força de decisão do Superior Tribunal de Justiça (Medida Cautelar nº 17.350 – RJ). A razão para a suspensão da exigibilidade de divulgação dos valores máximo, médio e mínimo de remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das sociedades tem por base a preservação de direitos individuais à privacidade e à segurança das pessoas físicas que integram os referidos órgãos estatutários. Em respeito a esses princípios e à determinação judicial, a Companhia não divulgará as informações até que haja um pronunciamento da Justiça Brasileira em sentido contrário.
17	Gol	Justificativa para a não prestação da informação: Item não divulgado em razão da liminar concedida pelo MM Juízo da 5ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro, nos autos do processo 2010.5101002888-5 ao Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças - IBEF Rio de Janeiro.
18	Gerdau Met	Justificativa para a não prestação da informação: Em atenção à medida liminar deferida em Medida Cautelar nº 17.350-RJ (2010/0168534-8), para acautelar o julgamento do Recurso Especial interposto, em que foram restabelecidos os efeitos da decisão proferida pelo Juízo de 1º Grau (processo nº 2010.5101002888-5), em ação que tramita perante a 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro, RJ, movida pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças - IBEF Rio de Janeiro, ao qual a Companhia é associada, deixou-se de apresentar as informações referidas neste item.
19	Cosan	Informação não divulgada em virtude da medida liminar concedida em 2 de março de 2010, pelo juízo da 5ª Vara da Justiça Federal do Rio de Janeiro, na Ação de Procedimento Ordinário nº 2010.5101002888-5 movida pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças – IBEF Rio de Janeiro (“IBEF-RJ”), ao qual a Companhia é associada.
20	Duratex	Justificativa para a não prestação da informação: Item não divulgado em razão da liminar concedida pelo MM Juízo da 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro, no âmbito do processo nº 2010.5101002888-5.
21	CCR SA	Justificativa para a não prestação da informação: Considerando que alguns dos membros da administração da Companhia são associados do Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças – IBEF Rio de Janeiro (“IBEF-RJ”), a informação deste item foi omitida em razão da concessão de liminar, em 2 de março de 2010, pelo juízo da 5ª Vara da Justiça Federal do Rio de Janeiro, na Ação de Procedimento Ordinário nº 2010.5101002888-5 movida por aquela Associação.
22	Eletrobras	Não informou justificativa
23	P. Açúcar CBD	Justificativa para a não prestação da informação: Não divulgado por decisão judicial.
24	Embraer	Item não divulgado em razão da liminar concedida pelo MM Juízo da 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro, nos autos do Processo no 2010.510102888-5.
25	Suzano Papel	Justificativa para a não prestação da informação: Item não divulgado em razão do processo 2010.5101002888-5, movido pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Fianças – IBEF/RJ, instituição na qual alguns administradores da Companhia são associados.
26	Braskem	Justificativa para a não prestação da informação: Item não divulgado, com base na liminar concedida pelo MM. Juiz da 5ª Vara Federal/RJ, nos autos do processo 2010.5101002888-5.
27	B2W Varejo	Justificativa para a não prestação da informação: Item não divulgado em razão de liminar concedida pelo MM Juízo da 5ª Vara Federal/RJ, nos autos do processo 2010.5101002888-5 ao IBEF - Rio de Janeiro.
28	Net	Item não divulgado em razão da liminar concedida pelo MM Juiz da 5ª Vara Federal/RJ, nos autos do processo 2010.5101002888-5.
29	CPFL Energia	Item não divulgado em razão da liminar concedida pelo MM. Juiz da 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro, nos autos do Processo nº 2010.510102888-5.
30	Tim Part. S/A	Não informou justificativa
31	Amil	13.11 - Justificativa para a não prestação da informação: Quadro não preenchido pois a Companhia, na condição de associada do IBEF, está amparada por liminar obtida pelo referido instituto quanto ao fornecimento de informações sobre remuneração solicitadas neste item.
32	Anhanguera	Informou em 2010 e 2011 que a menor remuneração foi 0 (zero), sendo que é uma provável inconsistência, pois não há a possibilidade do administrador não ser remunerado

	<b>Empresa</b>	<b>Justificativa</b>
		por exercer essa função na Diretoria Executiva. No Conselho de Administração e no Conselho fiscal esse fato pode ocorrer, mas pesquisas futuras são necessárias para verificar a consistência dessa possibilidade.
33	TelefBrasil	Justificativa para a não prestação da informação: Item não divulgado em razão da liminar concedida pelo MM Juiz da 5ª Vara Federal/RJ, nos autos do processo 2010.5101002888-5.
34	Plascar Part	13.11 - Remuneração individual máxima, mínima e média do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal Exercício Social Órgão administração. Justificativa para a não prestação da informação: Remuneração não divulgada em razão da liminar concedida no processo nº2010.51.01.002888-5, que suspende a eficácia deste item.
35	Sul America	Não informou justificativa
36	Lupatech	Informou em 2010 e 2011 que a menor remuneração foi 0 (zero), sendo que é uma provável inconsistência, pois não há a possibilidade do administrador não ser remunerado por exercer essa função na Diretoria Executiva. No Conselho de Administração e no Conselho fiscal esse fato pode ocorrer, mas pesquisas futuras são necessárias para verificar a consistência dessa possibilidade.
37	Minerva	13.2 - Remuneração total do conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal Exercício Social Total da remuneração Justificativa para a não prestação da informação: Remuneração global anual disponível na ata de AGO/E.
38	Iguatemi	Não informou justificativa
39	Ideiasnet	Informou em 2010 e 2011 que a menor remuneração foi 0 (zero), sendo que é uma provável inconsistência, pois não há a possibilidade do administrador não ser remunerado por exercer essa função na Diretoria Executiva. No Conselho de Administração e no Conselho fiscal esse fato pode ocorrer, mas pesquisas futuras são necessárias para verificar a consistência dessa possibilidade.

**Fonte:** Elaboração Própria

Observa-se, pelo Quadro 4, que 76,92% das empresas que obtiveram liminar judicial para não divulgar a remuneração dos seus executivos (30 do total de 39 empresas) publicaram informações relacionadas ao processo judicial no FR. O restante informou motivo generalizado, sem informações judiciais, ou simplesmente não apresentou justificativa para a não divulgação.

Os dados do item 13.11 são relevantes para fins de análise descritiva da pesquisa, pois evidenciam as características da remuneração de executivos das empresas analisadas. Mesmo assim, a amostra final foi composta pelas 119 empresas remanescentes após o segundo critério de delimitação da amostra. Ressalta-se, por fim, que das 119 empresas, 85 empresas (71,42%) evidenciaram as informações referentes à maior (MaiorR) e menor remuneração (MenorR) nos anos de 2010 e 2011.

### 3.2 Técnica de Coleta de Dados

Todos os formulários de referência foram obtidos por meio da base de dados da BM&FBovespa. Os formulários analisados contemplaram os itens 13.2 e 13.11. Nesses itens, foram obtidas as informações sumarizadas no Quadro 5 a seguir:

**Quadro 5:** Variáveis do Formulário de Referência

	<b>Variável</b>	<b>Sigla</b>	<b>Unidade*</b>
1	n° membros por órgão	<i>n</i>	unidades
2	Remuneração Total	<i>RT</i>	R\$
3	Remuneração Fixa	<i>RF</i>	R\$
4	Remuneração Variável	<i>RV</i>	R\$
5	Outras formas de remuneração	<i>Rout</i>	R\$
6	Maior Remuneração	<i>Maior R</i>	R\$
7	Menor Remuneração	<i>Menor R</i>	R\$
8	Remuneração média	<i>Rm</i>	R\$

**Fonte:** Elaboração Própria

\*unidade: medida da variável analisada

As empresas brasileiras que trabalham com opções de ações (exigidas pelo item 13.9 da IN 480) já foram objeto de pesquisa no Brasil (NASCIMENTO *et al*, 2011; DIAS, 2010; MARCON; GODOI, 2004, 2001). No entanto, a remuneração total dos executivos é evidenciada em outros países em montante somado aos planos de opções de ações. Assim, a remuneração total exigida pela CVM pode não representar a real remuneração total dos executivos no Brasil, pois na variável RT não estão incluídos os planos de opções de ações, que embora seja exigido pela IN 480, poucas empresas publicaram esse item (13.9) da norma.

Os dados dos preços das ações e quantidade de ações negociadas para aplicar o critério de liquidez, bem como as demais variáveis métricas de mercado, contábeis e os setores das empresas, foram obtidos por meio da base de dados Económica para manter homogeneidade da fonte de dados.

Ressalta-se que os dados de remuneração de executivos ainda não são disponibilizados na base de dados Económica, por isso esses dados foram obtidos na base de dados da BM&FBovespa, pois, caso estivessem disponíveis, todos seriam coletados da mesma fonte para evitar distorções de base e diferenças de arredondamento numérico de valores.

### 3.3 Tratamento dos Dados

A maior (MaiorR) e a menor (MenorR) remuneração foram calculadas com base na maior ou na menor remuneração extraídas da Diretoria Estatutária, pois os dados foram evidenciados pelas empresas separados por conselho (Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal).

As empresas evidenciaram a remuneração média (Rm) de cada órgão (Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal) separadamente. Considerando que as empresas evidenciaram também a remuneração total e o número de membros por conselho, a Rm da Diretoria Estatutária foi calculada conforme Equação (1) a seguir:

$$Rm_{it} = \frac{RT_{it}}{\sum n_{it} \text{ membros}} \quad (1)$$

Em que:

$RT_{it}$  = remuneração total da Diretoria Estatutária da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no período  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ).

$\sum n_{it} \text{ membros}$  = é o total de membros da Diretoria Estatutária da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ).

Várias empresas evidenciaram números não inteiros para o número de membros dos conselhos, explicando que “o número de membros correspondeu à média anual do número de membros de cada órgão apurado mensalmente” (por exemplo, a empresa Petrobras). As variáveis  $\text{MaiorR}$ ,  $\text{MenorR}$  e  $\text{Rm}$  não compuseram o modelo econométrico de análise da associação entre remuneração e tamanho da empresa, mas possibilitaram a análise da amostra por meio das estatísticas descritivas.

Considerando que as empresas poderiam ter evidenciado dados com erros numéricos materiais, ou até mesmo terem omitido dados sobre remuneração, todos os dados das empresas foram conferidos, com o fim de preservar a equação básica da remuneração:

$$RT_{it} = RF_{it} + RV_{it} + Rout_{it} \quad (2)$$

Em que:

$RT_{it}$  = remuneração total da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ).

$RF_{it}$  = remuneração fixa da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), formada por Salário ou pró-labore, Benefícios diretos e indiretos, Participações em comitês e Outros valores fixos;

$RV_{it}$  = remuneração variável da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ); formada por Bônus, Participação de resultados, Participação em reuniões e Comissões; e

$Rout_{it}$  = outras formas de remuneração da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), formada por Benefícios pós-emprego, Benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo e Remuneração baseada em ações.

Assim, verificou-se que todas as empresas evidenciaram dados que obedeciam à equação (2), ou seja, não houve nenhum erro material quanto à evidenciação dos dados, garantindo maior confiabilidade.

### 3.4 Estatística Descritiva

Primeiramente realizou-se estudo descritivo da composição da remuneração dos executivos das empresas da amostra. Para isso, utilizaram-se as siglas listadas no Quadro 6 a seguir:

**Quadro 6:** Siglas da Composição da Remuneração

		Siglas
<b>Remuneração Fixa</b>		
1	Salário ou pró-labore	Sal
2	Benefícios diretos e indiretos	Ben
3	Participações em comitês	Cte
4	Outros valores fixos	OF
<b>Remuneração Variável</b>		
1	Bônus	Bn
2	Participação de resultados	Res
3	Participação em reuniões	Reu
4	Comissões	Coss
5	Outros valores variáveis	OV
<b>Outras Remunerações</b>		
1	Pós-emprego	Pos
2	Cessação do cargo	Ces
3	Baseada em ações	BA

**Fonte:** Elaboração Própria

Além das tabelas com as estatísticas descritivas das variáveis, foram feitos gráficos da composição da remuneração. Esses gráficos auxiliam a percepção de discrepâncias ou de homogeneidades existentes quanto aos aspectos analisados. O último instrumento utilizado na análise descritiva dos dados foi a matriz de correlação de Pearson.

Diversos estudos analisam o impacto de empresas específicas inseridas em amostra com empresas de diferentes setores. Esse procedimento tem como objetivo verificar se as empresas de determinado setor específico possuem o mesmo comportamento se analisadas separadamente da amostra (WINK; SILVA; LIBONATI, 2011; MARCON; GODOI, 2004; LEHN, 2002; ANTLE; SMITH, 1986). Os setores das empresas da amostra do presente estudo são discriminados no Quadro 7 a seguir.

**Quadro 7:** Quantidade de Empresas da Amostra por Setor Econômico

	<b>Setor</b>	<b>Quantidade</b>
1	Agro e Pesca	1
2	Alimentos e Bebidas	9
3	Comércio	6
4	Construção	10
5	Eletroeletrônicos	1
6	Energia Elétrica	13
7	Finanças e Seguros	11
8	Máquinas Industria	1
9	Mineração	3
10	Papel e Celulose	3
11	Petróleo e Gás	3
12	Química	3
13	Siderurgia&Metalurgia	9
14	Software e Dados	3
15	Telecomunicações	5
16	Têxtil	2
17	Transporte Serviços	5
18	Veículos e Peças	5
19	Outros	26
	<b>Total</b>	<b>119</b>

**Fonte:** Elaboração própria - Dados extraídos da base de dados Econômica.

Tendo em vista a existência de 19 setores diferentes das empresas da amostra, escolheram-se 5 setores distintos, representados no Quadro 8, mas que por suas características singulares, justifica-se sua separação da amostra total com o fim de verificar sua relevância, tendo em vista a heterogeneidade das áreas de atuação.

**Quadro 8:** Conjunto de setores selecionados

<b>Característica do Setor</b>	<b>Setor</b>	<b>Justificativa</b>
Regulado	Energia Elétrica	Receita regulada, via tarifas reguladas
Financeiro	Finanças e Seguros	Maior remuneração variável, maior complexidade, maior exigência de metas, setor altamente regulado.
Indústria de Transformação	Veículos e peças	Alto valor agregado
Primário	Mineração	Menor valor agregado, menor processo de transformação
Construção	Construção	Em função da relevância desse setor nos últimos anos no Brasil, ocasionada principalmente pelas obras governamentais para as Olimpíadas e Copa do Mundo.

**Fonte:** Elaboração Própria



Assim, escolhendo-se um setor de cada ramo ou atividade, pretende-se verificar se há diferença significativa no estudo desses setores em comparação às empresas da amostra final. Embora o setor Finanças e Seguros apresente normas diferentes, o que se pretende verificar é a relação desses setores com base na amostra final. O total de empresas dos 5 setores escolhidos é de 42 empresas, o que representa 84 observações nos anos de 2010 e 2011, analisado somente para fins descritivos.

Por fim, analisou-se isoladamente, também para fins descritivos, o setor de Finanças e seguros como forma de analisar a homogeneidade de empresas de somente um setor, que é representado por 11 empresas. Essa análise objetiva verificar esse setor relevante no mercado, que além de ser altamente regulado, é foco de atenção dos *stakeholders*. Ressalta-se que no modelo econométrico foram utilizadas 119 empresas, conforme se verifica no tópico 3.5 a seguir.

### 3.5 Modelo Econométrico

Com o objetivo de extrair características da remuneração de executivos, analisou-se a relação da remuneração de executivos com o tamanho das empresas, conforme foi pesquisado por vários autores descritos no tópico 2.1 (FRYDMAN; SAKS, 2010; TERVIO, 2008; GABAIX; LANDIER, 2008; ROSEN, 1992, 1982, 1981; LUCAS JÚNIOR, 1978). A equação (3) considerou como variável independente o tamanho das empresas (TAM), representado pelo total dos ativos de cada uma delas. A variável dependente foi a remuneração total (RT), que tem como componentes, de acordo com o Quadro 2, remuneração fixa – RF, remuneração variável – RV e outras formas de remuneração – Rout, consideradas as 119 empresas da amostra ( $i = 1, \dots, 119$ ), no período de 2 anos ( $t = 2010, 2011$ ).

Estudos anteriores, realizados em outros países, encontraram associação significativa nesse tipo de relação e, por isso, o resultado esperado é que o coeficiente de resposta  $\beta_1$  dessa equação seja positivo e estatisticamente significativa.

$$RT_i = \beta_0 + \beta_1 * TAM_i + \omega_i \quad (3)$$

Em que:

$RT_i$  = variável dependente, representando a diferença da remuneração total da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ) entre os anos de 2010 e 2011 ( $RT_{2011} - RT_{2010}$ ). De acordo com o Quadro 2, é a soma da remuneração fixa (RF), remuneração variável (RV) e outras formas de remuneração (Rout).

$TAM_i$  = variável independente, representando a diferença do Ativo Total ( $AT$ ) empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ) entre os anos de 2010 e 2011 ( $AT_{2011} - AT_{2010}$ ).

$\omega_i$  = erro da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 120$ ).

Ressalta-se que essa equação foi realizada para corroborar os estudos anteriores que concluíram que há relação do tamanho das empresas com a remuneração de executivos. Com o fim de verificar existência de associação entre as variáveis da equação (3) relativizadas em relação ao ano anterior, elaborou-se a equação (4), com as mesmas variáveis, porém divididas pelos seus valores em 2010, conforme demonstrado a seguir:

$$RT_i = \beta_0 + \beta_1 * TAM_i + \omega_i \quad (4)$$

Em que:

$RT_i$  = variável dependente, representando a diferenciada remuneração total da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ) entre os anos de 2010 e 2011 dividido pela remuneração total em 2010 ( $\frac{RT_{2011} - RT_{2010}}{RT_{2010}}$ ). De acordo com o Quadro 2, é a soma da remuneração fixa ( $RF$ ), remuneração variável ( $RV$ ) e outras formas de remuneração ( $Rout$ ).

$TAM_i$  = variável independente, representando a diferença do Ativo Total ( $AT$ ) empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ) entre os anos de 2010 e 2011 dividido pelo ativo total em 2010 ( $\frac{AT_{2011} - AT_{2010}}{AT_{2010}}$ ).

$\omega_i$  = erro da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ).

Essa técnica é útil para verificar a variação percentual da variável (representada pela diferença do ano seguinte pelo ano anterior) em relação ao ano anterior (dividido pelo ano anterior). Além de ser conceitualmente mais relevante, esse tipo de procedimento contribui para possíveis problemas de heterocedasticidade, que ocorrem quando os termos de erro  $u_i$  da função de regressão populacional não são homocedásticos, ou seja, não possuem a mesma variância (GUJARATI, 2006).

### 3.6 Testes de Robustez

#### 3.6.1 Teste de Durbin-Watson

A autocorrelação é a correlação entre integrantes de séries de observações ordenadas no tempo ou no espaço. Se na presença de autocorrelação forem utilizados os estimadores de

mínimos quadrados ordinários – MQO, eles ainda são não lineares e não tendenciosos, bem como consistentes e com distribuição normal assintótica, mas deixam de ser eficientes, ou seja, ter variância mínima (GUJARATI, 2006).

O teste de Durbin-Watson -  $d_w$  é um dos testes utilizados para detectar a autocorrelação dos resíduos (BROOKS, 2008). Esse teste, no entanto, possui algumas premissas para embasar a utilização da estatística  $d_w$ . O modelo de regressão deve ter o intercepto; as variáveis explanatórias devem ser não estocásticas; os termos de erro devem ser gerados pelo esquema auto-regressivo de primeira ordem, bem como ser normalmente distribuídos; o modelo de regressão não deve incluir os valores defasados da variável dependente como uma das variáveis explanatórias; e não pode ocorrer descontinuidade de observações, ou seja, falta de observações no conjunto de dados (GUJARATI, 2006).

A autocorrelação dos resíduos pode impactar a veracidade dos testes  $t$  e  $F$ , pois os erros-padrão estimados são tendenciosos e, em consequência, tanto os valores encontrados da estatística  $t$  e  $F$  tornam-se não confiáveis (GUJARATI, 2006). Com o fim de facilitar a visualização do teste, os resultados foram apresentados por meio gráfico, destacando-se a localização do teste na respectiva área de conclusão quanto às evidências de autocorrelação.

### 3.6.2 Teste de White

A heterocedasticidade simboliza variâncias do erro que se modificam de acordo com os valores diferentes da variável explicativa. O modelo de regressão linear clássico tem como premissa a variância de cada termo de erro, condicionado aos valores selecionados das variáveis explanatórias, ser igual a algum número constante igual à variância (GUJARATI, 2006). Assim, a variância do erro do modelo deve ter distribuição normal  $u \sim N(0, 1)$ , com média igual a zero e variância igual a um.

Caso essa premissa não seja atendida, segundo Gujarati (2006), entre as conseqüências geradas na presença de heterocedasticidade, os testes  $t$  e  $F$  podem gerar resultados inexatos e os coeficientes que parecem ser estatisticamente insignificantes, podem ser na verdade significantes nos métodos dos mínimos quadrados generalizados (MQG). Assim, o não atendimento dessa premissa não causa viés dos estimadores, mas torna o intervalo de confiança insignificante, pois a variância do erro não é constante (BROOKS, 2008).

Entre os diversos métodos existentes, como teste de Park, teste de Glejser e teste de Goldfeld-Quandt, o presente estudo utilizou o teste geral de heterocedasticidade de White

para testar se a variância do erro é constante (BROOKS, 2008), com o auxílio do software Eviews.

### 3.6.3 Teste de Jarque-Bera

O teste de Jarque-Bera é utilizado para verificar a normalidade dos resíduos (GUJARATI, 2006). Esse teste se baseia essencialmente na assimetria e curtose, evidenciando se a distribuição dos resíduos é de forma normal ou não. No entanto, por ser um teste assintótico, ele é mais indicado para amostras grandes, o que não é o caso do presente estudo.

Logo, mesmo diante de evidências de anormalidade dos resíduos, os estimadores podem ser utilizados (BROOKS, 2008).

Assim, os testes de robustez realizados são descritos no Quadro 9 a seguir:

**Quadro 9:** Testes de Robustez

Teste	Objeto do Teste	H <sub>0</sub>	Não rejeita H <sub>0</sub>	Resultado Esperado
Durbin-watson	Autocorrelação dos resíduos	Ausência de autocorrelação, positiva ou negativa	$d_s < d < 4 - d_s$ ( $d_s$ : Durbin-Watson)	Não rejeição de H <sub>0</sub>
White	Heterocedasticidade	Homocedasticidade	$p\text{-value} > 5\%$	Não rejeição de H <sub>0</sub>
Jarque-Bera	Distribuição normal dos resíduos	Resíduos normalmente distribuídos	$p\text{-value} > 5\%$	Não rejeição de H <sub>0</sub>

**Fonte:** Adaptado de Barbosa (2011), baseado em Dantas (2012), Gujarati (2006), Brooks (2008), Greene (2008)

Os testes foram realizados com o fim de atender aos pressupostos básicos do método dos mínimos quadrados (GUJARATI, 2006). De qualquer forma, o melhor estimador linear não tendencioso – BLUE é normalmente o mais indicado (GUJARATI, 2006), mesmo que as premissas do método dos mínimos quadrados não sejam atendidas (BROOKS, 2008).

O não atendimento das premissas pode levar a testes de significância t e F viesados e ocasionar interpretação errônea quanto às variáveis analisadas. Mas, como o objetivo das equações apresentadas é basicamente fazer associações, e não previsões, é permitida a utilização dos resultados da regressão das equações mesmo que eles não atendam aos pressupostos básicos.

Os dados restritos de somente 2 anos de observação (2010 e 2011) e poucas empresas (119) são justificados pela recente adoção das normas pela CVM no Brasil. Com o passar dos anos e a consequente publicação dos dados pelas empresas, estudos futuros podem expandir a amostra e a série temporal.

Finalmente, foram realizados os testes de significância t e F. Segundo Gujarati (2006), um teste de significância é um procedimento em que os resultados amostrais são usados para verificar a veracidade ou a falsidade de uma hipótese nula. Assim, o teste t é significativo quando o valor do teste estatístico encontra-se na região crítica, pois dessa forma é possível rejeitar a hipótese nula. Cada variável individualmente terá um valor para o teste t (BROOKS, 2008), que possibilita verificar se essa variável é significativa ou não. O teste F, por sua vez, avalia a significância geral da regressão (GUJARATI, 2006).

## 4. RESULTADOS E ANÁLISES

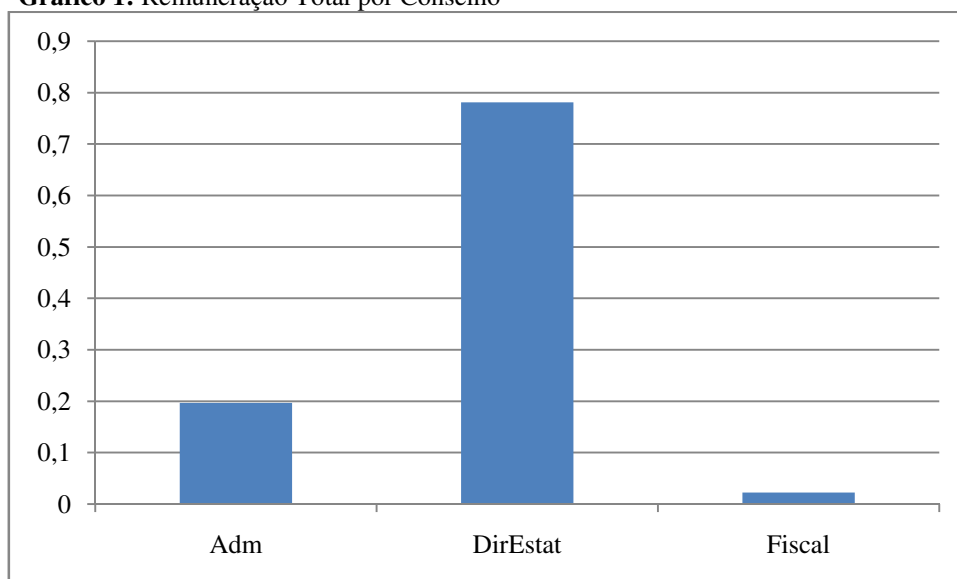
### 4.1 Análise Descritiva

A descrição dos dados possibilita analisar a composição da remuneração de executivos das empresas da amostra, bem como das variáveis que compõem as equações do modelo econométrico estimado.

A análise dos dois anos de observação das empresas da amostra, considerando conjuntamente todos os 3 conselhos (Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal), não é útil para identificar a característica da remuneração dessas empresas, pois não são todos os conselhos que representam o “órgão de diretores” da empresa.

Nesse sentido, a análise doravante focará no órgão que abriga a “diretoria executiva” da empresa. O Gráfico 1 a seguir foi utilizado para verificar a representatividade da remuneração total paga pela empresa por cada um dos seus conselhos:

**Gráfico 1:** Remuneração Total por Conselho



**Fonte:** Elaboração Própria

Em que: Adm: Conselho de Administração; DirEstat: Diretoria estatutária; Fiscal: Conselho Fiscal. Os dados estão representados em porcentagem do montante em média da remuneração total (RT) de cada empresa distribuída a cada um dos conselhos.

Esses resultados sugerem que entre os 3 órgãos, a remuneração de executivos é destinada em média principalmente aos executivos da Diretoria Estatutária (78,09% de RT), caracterizando-a efetivamente como “órgão de diretores” da empresa e corroborando os resultados da pesquisa de Wink, Silva e Libonati (2011). Ao Conselho de Administração é

destinado em média 19,64% do total de remuneração aos executivos, e ao Conselho Fiscal, 2,27%.

Outra característica relativa aos órgãos é a quantidade de membros de cada um deles. Enquanto a Diretoria Estatutária possui em média 7,60 membros, o Conselho de Administração possui 7,68 e o Conselho Fiscal, 2,58 membros em média. Embora seja comum a existência de aproximadamente 7 membros compondo a Diretoria Estatutária, algumas empresas possuem números significantes de membros, como o Santander BR com 47,17 membros em 2011 e o Bradesco com 97,58 membros em 2010.

Embora as empresas evidenciem dados relativos aos 3 conselhos, o que mais se assemelha à característica de “órgão de diretores” da empresa é a Diretoria Estatutária e com base nisso, o estudo foca na análise dessa diretoria com o fim de absorver suas características.

Analisaram-se todas as empresas da amostra na Tabela 1. As variáveis analisadas foram: RT, RF, RV, Rout, MaiorR, MenorR, Rm, n, TAM, Sal, Ben, OF, Bn, Res, Reu, OV, Pos, Cess e BA. Os dados são relativos aos 2 anos de observação (2010 e 2011) e as medidas de dispersão (média, mediana, desvio padrão, máximo, mínimo, assimetria e número de observações) foram calculados com base especificamente nos dados divulgados pelas empresas, conforme Tabela 1 a seguir:

**Tabela 1:** Estatística Descritiva da Diretoria Estatutária no período 2010-2011 (R\$ em milhares)

	<b>RT</b>	<b>RF</b>	<b>RV</b>	<b>Rout</b>	<b>MaiorR</b>	<b>MenorR</b>	<b>Rm</b>	<b>n</b>	<b>TAM (R\$ em milhões)</b>	
Média	18.921,63	7.202,67	6.432,23	5.286,74	2.846,73	833,06	2.087,33	7,62	43.934,12	
Mediana	8.328,45	4.075,05	2.191,46	276,65	1.730,03	635,83	1.517,25	6,00	7.443,11	
Desvio Padrão	44.342,99	20.126,07	16.473,40	18.704,49	3.275,29	834,40	2.404,61	9,34	138.262,39	
Máximo	451.807,53	249.198,76	166.146,67	202.608,77	19.703,59	5.403,59	25.312,05	87,75	966.823,07	
Mínimo	12,24	12,24	0,00	-1,80	6,12	6,12	6,12	2,00	0,44	
Assimetria	6,53	9,79	6,88	7,56	2,47	2,79	4,86	5,95	4,65	
N (em unid.)	238	238	238	238	170	170	238	238	238	
	<b>Sal</b>	<b>Ben</b>	<b>OF</b>	<b>Bn</b>	<b>Res</b>	<b>Reu</b>	<b>OV</b>	<b>Pos</b>	<b>Cess</b>	<b>BA</b>
Média	5.142,45	494,27	1.565,95	2.714,41	2.984,01	0,14	733,66	1.525,93	572,23	3.188,58
Mediana	3.338,06	154,56	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Desvio Padrão	8.844,58	1.057,73	11.847,93	11.164,53	10.309,11	1,39	3.746,00	15.855,26	6.437,58	7.374,18
Máximo	87.004,80	8.985,72	162.193,96	161.884,83	129.761,44	16,00	37.713,82	202.608,77	98.741,01	44.242,28
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-1,80
Assimetria	7,24	4,59	11,97	12,47	8,75	10,60	7,74	11,39	15,10	3,16
N (em unid.)	238	238	238	238	238	238	238	238	238	238

**Fonte:** Elaboração Própria

Os dados da tabela se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011) e considerando somente a Diretoria Estatutária das empresas da amostra. **RT:** remuneração total paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), pela soma da remuneração fixa (RF), remuneração variável (RV) e outras formas de remuneração (Rout); **RF:** remuneração fixa paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), formada por Salário ou pró-labore, Benefícios diretos e indiretos, Participações em comitês e Outros valores fixos; **RV:** remuneração variável paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ); formada por Bônus, Participação de resultados, Participação em reuniões e Comissões; **Rout:** outras formas de remuneração paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), formada por Benefícios pós-emprego, Benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo e Remuneração baseada em ações; **MaiorR:** maior remuneração; **MenorR:** menor remuneração; **Rm:** remuneração média; **TAM** = variável do tamanho da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), representada pelo Ativo Total das empresas; **n:** número de membros em unidades por órgão (Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal); **n:** números não inteiros (e não naturais) por representarem o número de membros correspondente à média anual do número de membros de cada órgão apurado mensalmente; **N:** número de observações em unidades; **Sal:** Salário ou pró-labore, **Ben:** Benefícios diretos e indiretos, **Cte:** Participações em comitês, **OF:** Outros valores fixos, **Bn:** Bônus, **Res:** Participação de resultados, **Reu:** Participação em reuniões, **Coss:** Comissões, **OV:** Outros valores variáveis, **Pos:** Pós-emprego, **Cess:** Cessação do cargo, **BA:** Baseada em ações.



A média anual de RT da Diretoria Estatutária nos 2 anos de observação foi de R\$ 18,9 milhões de reais por ano, o que evidencia que as empresas da amostra desembolsam em média esse montante por ano com remuneração de seus executivos.

A empresa que pagou a maior quantia de remuneração total foi a empresa Bradesco (R\$ 451,8 milhões) no ano de 2011, enquanto a empresa que pagou menos foi a Inepar Tel (R\$ 12,24 mil) em 2010. No entanto, ressalta-se que a Inepar Tel possui somente 2 membros na Diretoria Estatutária, o que resulta em média em R\$ 6,12 mil de remuneração anual a cada um dos seus executivos. No entanto, questiona-se quanto à consistência desse dado evidenciado pela empresa em virtude do baixo valor anual pago aos dois executivos.

O total de remuneração pago pelo Bradesco em 2011 representa 0,06% do ativo total da empresa. O valor de R\$ 8,33 milhões (mediana) corresponde à média das empresas de posições 119 e 120 na ordem crescente de distribuição e por ser menor que a média, representa distribuição de frequência assimétrica positiva.

Adicionalmente, a curva de distribuição de todas as variáveis analisadas é assimétrica positiva, com assimetria variando de 2,47 a 12,47 e média maior que a mediana, além de todos os valores de desvio padrão serem maior que o valor da média. A média anual de RF foi de R\$ 7,2 milhões, com mediana de R\$ 4,01 milhões e desvio padrão de R\$ 20,13 milhões, o que representa também distribuição de frequência assimétrica positiva.

Todas as empresas da amostra remuneraram seus executivos por meio de remuneração fixa e a empresa que pagou o maior valor de RF também foi o Bradesco (R\$ 249,2 milhões) em 2011. A empresa que pagou menos RF foi a Inepar Tel (R\$ 12,24 mil) em 2010 e a remuneração de seus executivos é paga somente sob a forma de remuneração fixa, o que justifica sua RT ter se igualado à RF nos 2 anos. A RF representou em média 55,51% da remuneração total das empresas.

A remuneração variável foi paga por 91 (76%) empresas e o valor médio de RV foi de R\$ 6,4 milhões, menor que a média de RF (R\$ 7,2 milhões). A RV representou em média 28,53% da remuneração total das empresas. A empresa que pagou o maior valor de remuneração variável foi a empresa Santander BR (R\$ 166,67 milhões) em 2011 e 28 empresas não remuneraram seus executivos sob a forma de remuneração variável, como as empresas Laep, OGX Petróleo e Bradesco.

Sessenta e cinco (55%) empresas da amostra publicaram valor referente a outras formas de remuneração, que representou em média 15,11% da remuneração total das empresas. O maior valor de Rout foi pago pelo Bradesco (R\$ 202,6 milhões) em 2011 e a empresa Marcopolo evidenciou Rout negativa no valor de R\$ -1,8 mil, referente à

remuneração baseada em ações. A empresa não informou o motivo do valor negativo e nem esclareceu nos outros itens do FR a razão da ocorrência de valor negativo nesse tipo de remuneração.

Essa primeira análise dos dados de remuneração de executivos simboliza o alto grau de dispersão do valor pago pelas empresas da amostra. Enquanto uma empresa desembolsa R\$ 451,80 milhões (Bradesco), outra empresa desembolsa R\$ 12,24 mil (Inepar Tel) como remuneração total aos seus executivos. As evidências da dispersão são reforçadas pelos valores da mediana, do desvio padrão e da assimetria.

A característica da amostra contribui para essa característica, pois o tamanho das empresas (TAM) também não é homogêneo. Existem empresas com ativos totais no valor de R\$ 966 bilhões (Bco Brasil); e empresas com ativos totais de R\$ 440 mil (Inepar Tel).

Nem todas as empresas evidenciaram informação sobre a maior remuneração paga (MaiorR). Do total de 119 empresas, somente 85 delas publicaram essa informação, representando 170 observações (Tabela 1). A maior remuneração da amostra foi de R\$ 19,7 milhões, relativa à empresa OGX Petroleo, enquanto o menor valor para essa variável foi de R\$ 6,12 mil, relativo à Inepar Tel.

Algumas empresas divulgaram a menor remuneração como zero. No entanto, considerando que os executivos devem ser remunerados pela sua atividade, considerou-se somente as empresas que publicaram algum valor diferente de zero nessa variável, que também totalizaram 85 empresas (170 observações). A menor remuneração foi da empresa Sul America no valor de R\$ 1,00 mil e a maior das menores remunerações evidenciadas foi de R\$ 819,07 mil da empresa BR Brokers, ambas no ano de 2010.

A divulgação de menor remuneração igual a 0 (zero) na Diretoria Estatutária é uma provável inconsistência, pois não há a possibilidade do administrador não ser remunerado por exercer essa função. No Conselho de Administração e no Conselho fiscal esse fato até pode ocorrer, mas pesquisas futuras são necessárias para verificar essa possibilidade.

A remuneração média dos dois anos foi calculada com base na equação (1). A empresa Vale apresentou a maior remuneração média (R\$ 25,3 milhões), relativa ao ano de 2011, e a empresa Inepar Tel, a menor (R\$ 6,12 mil), relativa ao ano de 2010. A média de Rm foi de R\$ 2,08 milhões, o que significa que os executivos das empresas da amostra ganham em média esse montante por ano de atividade desempenhada.

A empresa com o maior número de membros do conselho foi a empresa Bradesco (n=87,75), e com o menor número foram as empresas Bradespar (n=2), Pet Manguinhos (n=2), Inepar Tel (n=2), Unipar (n=2), Iochp-Maxion (n=2) e Estrela (n=2). O número de

membros médio da Diretoria Estatutária é de 7,62 membros e, como ela representa o órgão executivo das empresas, considera-se que a remuneração média por executivos das empresas da amostra é de R\$ 2,08 milhões por ano.

O número médio de membros de todos os conselhos foi de 17,82, um número razoável, pois são considerados todos os 3 conselhos de cada empresa: Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal. Mas como esse valor representa a soma de membros dos conselhos, ele pode não representar a realidade, pois um mesmo membro pode fazer parte de mais de um conselho ou até mesmo de todos eles. Essa característica não foi analisada no trabalho, pois para verificar a fidedignidade desse número, é necessário analisar todos os relatórios de auditoria ou entrar em contato com todas as empresas. A solução quanto à provável duplicidade membros do n publicado pelas empresas é considerar o n de somente um dos 3 conselhos, que nesse estudo foi a Diretoria Estatutária.

A quantidade de membros dos conselhos torna relevante a análise relativa da remuneração, pois o Bradesco tem a maior remuneração total (\$ 451,80 milhões, conforme demonstrado acima) e o maior número de membros dos conselhos (n=87,75), o que resulta em cerca de R\$ 5,15 milhões por membro, se considerado o número de membros como forma de analisar relativamente a remuneração total. Esse valor representa mais que o dobro da média da remuneração de todas as empresas (R\$ 2 milhões), se analisado o valor da remuneração total isoladamente. Por isso é importante considerar não somente a remuneração total, mas a quantidade de membros que a empresa possui.

Em média o total dos ativos das empresas foi de R\$ 43,9 bilhões, sendo o Banco do Brasil a empresa que possui o maior ativo total (R\$ 966,82 bilhões) e a Telef Brasil, o menor deles (R\$ 437,00 mil). A discrepância do ativo total das empresas é relevante, justificando desvio padrão de R\$ 137,70 bilhões, bastante superior à média, e assimetria de 4,67.

Com base nos elementos que compõe a remuneração, nenhum deles foi pago por todas as empresas da amostra, nem mesmo a forma Salário ou Pró-labore, o que justifica o valor zero na linha Mínimo da Tabela 1. A forma de remuneração baseada em ações (BA) possui o valor mínimo negativo de R\$ 1,8 mil, referente à empresa Marcopolo, mas não houve explicações pela empresa sobre o motivo do valor negativo nessa classe de remuneração. Nenhuma das empresas da amostra remunerou seus executivos sob a forma de Cte e Coss.

A média anual de Salário ou Pró-Labore (Sal) da Diretoria Estatutária nos 2 anos de observação foi de R\$ 5,14 milhões de reais por ano e somente a empresa Usiminas não remunerou seus executivos por meio dessa forma de remuneração. A empresa que pagou a

maior quantia de Salário foi a empresa Bradesco (R\$ 87 milhões) no ano de 2011, enquanto a empresa que pagou menos foi a Inepar Tel (R\$ 12,24 mil) em 2010.

Os Benefícios diretos e indiretos (Ben) foram em média de R\$ 494,27 mil por ano e várias empresas não utilizaram essa forma de remuneração. O maior valor pago de Ben foi pela empresa Santander BR (R\$ 8,9 milhões) no ano de 2011, enquanto a empresa que pagou menos foi a empresa Weg S.A. (R\$ 1 mil) em 2011.

Os outros valores fixos (OF) foram pagos em média no valor de R\$ 1,56 milhão por ano e o maior valor pago dessa forma de remuneração foi pela empresa Bradesco (R\$ 162,2 milhões) no ano de 2011. A empresa que pagou menos foi a empresa Sul America (R\$ 5 mil) em 2010. Essas 3 variáveis (Sal, Ben e OF) completam a classe de remuneração fixa das empresas da amostra.

Na classe de remuneração variável, a remuneração decorrente de Bônus (Bn) foi paga em média no valor de R\$ 2,7 milhões, com maior valor pago pelo Santander BR (R\$ 161,88 milhões) e menor valor pago pela Gerdau Met (R\$ 28,1 mil). A média da Participação de resultados (Res) foi de R\$ 2,9 milhões, em que o Santander BR foi a empresa que utilizou o maior montante dessa forma de remuneração (R\$ 129,7 milhões) e a empresa Copasa (R\$ 13,88 mil), a menor.

A forma de Participação em reuniões (Reu) foi paga por somente 3 empresas (Fibria, Copasa, Telemar NL), o que resulta em R\$ 144 reais na média com todas as outras empresas que não utilizaram essa forma de remuneração. A empresa Fibria pagou a maior dessa forma de remuneração (R\$ 16 mil) e a empresa Copasa evidenciou a menor (R\$ 2,1 mil).

Os outros valores variáveis (OV) resultaram em média de R\$ 733 mil, sendo o ItauUnibanco o responsável pelo maior valor (R\$ 37 milhões), e a empresa Cesp a responsável pelo menor valor pago em OV (R\$ 39 mil).

As outras formas de Remuneração (Rout) finalizam as formas exigidas pela CVM para publicação pelas empresas. A remuneração Pós-emprego (Pos) foi paga em média no valor de R\$ 1,5 milhão por ano e o maior valor pago por essa forma de remuneração foi pela empresa Bradesco (R\$ 202,6 milhões) no ano de 2011. A empresa que pagou menos foi a empresa Fibria (R\$ 6,1 mil) em 2011.

A forma de remuneração Cessação do cargo (Cess) foi evidenciada por somente 15 empresas, o que resultou em média de R\$ 572 mil. A empresa Vale evidenciou o maior valor nessa classe (R\$ 98,7 milhões), e a empresa Copasa evidenciou o menor valor (R\$ 28 mil).

Por fim, o valor médio da remuneração baseada em ações (BA) foi de R\$ 3,19 milhões e a empresa que pagou o maior valor dessa remuneração foi a empresa OGX Petróleo (R\$

44,24 milhões) em 2010. A empresa que pagou o menor valor de BA foi a empresa Marcopolo (R\$ - 1,8 mil), que evidenciou valor negativo e não publicou explicações sobre o valor.

As medianas das variáveis OF, Bn, Res, Reu, OV, Pos, Cess e BA foram iguais a zero porque foram várias as empresas que não utilizaram essas formas de remuneração, mas mesmo assim, essas empresas integraram o cálculo das medidas de dispersão. Assim, várias empresas não utilizaram essas formas de remuneração, pois a mediana é uma medida de tendência central que separa a metade inferior da metade superior da distribuição colocada em ordem crescente.

Por meio da análise da Tabela 1, é evidente: assimetria e desvio padrão altos, discrepância entre as variáveis analisadas (inclusive tamanho das empresas - TAM), falta de evidenciação de algumas variáveis (MaiorR e MenorR) e não utilização pelas empresas de várias formas de remuneração, com base na IN 480 da CVM.

Conforme descrito pelo Quadro 8, selecionou-se as empresas pertencentes aos 5 setores específicos para analisá-las separadamente. Os valores da estatística descritiva são apresentados na Tabela 2 a seguir:

**Tabela 2:** Estatística Descritiva – 5 Setores (R\$ em milhares)

	<b>RT</b>	<b>RF</b>	<b>RV</b>	<b>Rout</b>	<b>MaiorR</b>	<b>MenorR</b>	<b>Rm</b>	<b>n</b>	<b>TAM (R\$ em milhões)</b>
Média	32.361,19	11.522,95	10.665,84	10.172,39	2.262,08	827,00	2.537,58	10,33	82.887,93
Mediana	8.817,05	3.872,46	2.895,01	502,34	1.205,58	579,86	1.550,31	6,04	10.873,82
Desvio Padrão	71.396,91	33.210,00	26.352,73	29.941,41	2.755,82	1.048,34	3.442,50	14,50	206.885,00
Máximo	451.807,53	249.198,76	166.146,67	202.608,77	10.805,97	5.403,59	25.312,05	87,75	966.823,07
Mínimo	247,19	29,00	0,00	-1,80	5.403,58	47,22	82,40	2,00	906,11
Assimetria	3,96	5,92	4,37	4,80	1,78	2,64	4,20	3,93	3,02
N (em unid.)	84	84	84	84	67	67	84	84	84
	<b>Sal</b>	<b>Ben</b>	<b>OF</b>	<b>Bn</b>	<b>Res</b>	<b>OV</b>	<b>Pos</b>	<b>Cess</b>	<b>BA</b>
Média	7.146,40	628,93	3.747,62	3.962,40	5.095,92	1.607,52	4.167,84	1.356,47	4.648,08
Mediana	3.342,50	173,73	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Desvio Padrão	14.127,08	1.443,11	19.786,44	18.134,94	16.178,72	6.104,36	26.582,50	10.773,80	9.343,18
Máximo	87.004,80	8.985,72	162.193,96	161.884,83	129.761,44	37.713,82	202.608,77	98.741,01	35.780,05
Mínimo	24,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-1,80
Assimetria	4,71	4,07	7,12	8,20	6,08	4,72	6,71	9,11	2,24
N (em unid.)	84	84	84	84	84	84	84	84	84

**Fonte:** Elaboração Própria

Os dados da tabela se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011) e considerando somente a Diretoria Estatutária das empresas que pertencem aos 5 setores escolhidos conforme metodologia do trabalho. **RT:** remuneração total paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), pela soma da remuneração fixa (RF), remuneração variável (RV) e outras formas de remuneração (Rout); **RF:** remuneração fixa paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), formada por Salário ou pró-labore, Benefícios diretos e indiretos, Participações em comitês e Outros valores fixos; **RV:** remuneração variável paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ); formada por Bônus, Participação de resultados, Participação em reuniões e Comissões; **Rout:** outras formas de remuneração paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), formada por Benefícios pós-emprego, Benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo e Remuneração baseada em ações; **MaiorR:** maior remuneração; **MenorR:** menor remuneração; **Rm:** remuneração média; **TAM** = variável do tamanho da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), representada pelo Ativo Total das empresas;  $n$ : número de membros em unidades por órgão (Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal); **n:** números não inteiros (e não naturais) por representarem o número de membros correspondente à média anual do número de membros de cada órgão apurado mensalmente; **N:** número de observações em unidades; **Sal:** Salário ou pró-labore, **Ben:** Benefícios diretos e indiretos, **Cte:** Participações em comitês, **OF:** Outros valores fixos, **Bn:** Bônus, **Res:** Participação de resultados, **Reu:** Participação em reuniões, **Coss:** Comissões, **OV:** Outros valores variáveis, **Pos:** Pós-emprego, **Cess:** Cessação do cargo, **BA:** Baseada em ações.

A média da remuneração total das 42 empresas dos 5 setores selecionados (R\$ 32,36 milhões) é maior que a média de todas as empresas da amostra (R\$ 18,9 milhões). A média de todas as formas de remuneração foi maior ao se analisar esses setores separadamente, tanto das classes RF, RV e Rout, quanto dos componentes das classes (Sal, Ben, OF, Bn, Res, Reu, OV, Pos, Cess e BA). Esse resultado sugere que as empresas selecionadas pagam em média montante maior aos seus executivos se comparadas com todas as empresas da amostra.

O valor máximo de RT permaneceu inalterado (R\$ 451,8 milhões), pois a empresa Bradesco pertence a um dos cinco setores selecionados (Finanças e Seguros). No entanto, o valor mínimo foi de R\$ 247,19 mil (Plascar Part.), pois a empresa da amostra total que paga o menor valor (Inepar Tel - R\$ 12,24 mil) pertence ao setor Telecomunicações, que não foi um dos setores selecionados.

A média de RF foi de R\$ 11,52 milhões, também maior do que a média de RF de todas as empresas (R\$ 7,2 milhões). A remuneração variável (RV) foi paga por 34 (81%) empresas dos 5 setores contra 91 (76%) empresas da amostra total. As outras formas de remuneração (Rout) foram pagas por 26 (62%) empresas dos 5 setores contra 65 (55%) empresas da amostra total. Logo, os cinco setores utilizam proporcionalmente mais RV e Rout que as empresas da amostra e também desembolsam em média valor maior dessas variáveis.

A média de remuneração por membro (Rm) foi de R\$ 2,53 milhões, bem próximo da média da amostra (R\$ 2,08 milhões), o que não permite fazer inferências dessas variáveis em comparação às empresas da amostra.

O número de membros da Diretoria Estatuária dessas empresas é maior ( $n=10,33$ ) que a média da amostra ( $n=7,62$ ). Várias empresas que possuem poucos membros (Bradespar, Pet Manguinhos, Inepar Tel, Unipar, Estrela, todas com  $n=2$ ) não fazem parte dos 5 setores, o que elevou a média de  $n$ .

As empresas desses 5 setores são também maiores (Ativo Total), pois a média da variável TAM desses setores foi de R\$ 82,88 bilhões, enquanto a média de todas as empresas da amostra foi de R\$ 43,9 bilhões. O desvio padrão desses setores foi maior que a média em todas as variáveis.

A distribuição das variáveis dos 5 setores possui as mesmas características da amostra total, com desvio padrão maior que a média para todas as variáveis e discrepância considerável entre as empresas. Logo, a seleção desses 5 setores ainda não é homogênea, nem quanto ao tamanho das empresas (TAM), nem de remuneração paga aos executivos.

A empresa com a MaiorR não pertence a esses setores, fazendo com que o valor máximo dessa variável diminua de R\$ 19,7 milhões (toda a amostra) para R\$ 10,8 milhões (5

setores). Quanto à MenorR, a empresa Banrisul foi responsável pelo menor valor evidenciado nessa variável (R\$ 47,22 mil). Do total de 42 empresas, 10 delas não evidenciaram as variáveis MaiorR e MenorR, sendo que 7 delas não evidenciaram nenhum dos dois anos de observação e 3 não evidenciaram somente um dos anos, o que resultou em número ímpar de observações (n=67).

A estatística descritiva das variáveis Sal, Ben, OF, Bn, Res, OV, Pos, Cess e BA não foi substancialmente diferente da amostra total, inclusive com valores máximos e mínimos idênticos à amostra total. A única exceção foi a variável Sal, que teve valor mínimo de R\$ 24 mil (Sul America), o que significa que todas essas empresas selecionadas remuneraram seus executivos sob a forma de salários, diferentemente da amostra total, que a empresa Usiminas não utilizou essa forma de remuneração.

O Bradesco é do setor de Finanças e Seguros, compondo a amostra dos 5 setores selecionados, e evidenciou os maiores valores de RT, RF, RV e Rout, o que fez com que o maior valor dessas variáveis não mudasse em comparação às empresas da amostra.

Assim, conclui-se que as empresas desses setores são representativas, tanto em tamanho, quanto em média de remuneração paga aos executivos. Elas também utilizam em média mais remuneração variável como forma de pagamento, pois enquanto 76% das empresas da amostra total utilizam RV, 81% das empresas dos 5 setores selecionados utilizam essa forma para remunerar seus executivos; e 55% das empresas da amostra total utilizam Rout, contra 62% das empresas dos 5 setores. Nenhuma das empresas desses setores remunerou seus executivos por meio das variáveis Cte, Reu e Coss.

De forma complementar, analisou-se separadamente o setor Finanças e Seguros para verificar se as características dos executivos desse setor diferem substancialmente das empresas pertencentes a outros setores, em virtude principalmente da sua relevância no mercado, conforme Tabela 3 a seguir:



**Tabela 3:** Estatística Descritiva da Diretoria Estatutária do setor Finanças e Seguros no período 2010-2011 (R\$ em milhares)

	<b>RT</b>	<b>RF</b>	<b>RV</b>	<b>Rout</b>	<b>MaiorR</b>	<b>MenorR</b>	<b>Rm</b>	<b>n</b>	<b>TAM (R\$ em milhões)</b>
Média	81.079,16	30.426,78	27.970,58	22.681,80	4.592,26	1.400,11	3.133,79	22,06	256.782,70
Mediana	28.302,75	6.747,80	9.342,56	2.123,05	5.052,52	964,57	3.411,13	8,17	23.111,95
Desvio Padrão	120.455,44	61.493,56	46.061,81	50.070,16	4.011,20	1.311,91	2.375,23	24,81	346.252,92
Máximo	451.807,53	249.198,76	166.146,67	202.608,77	10.805,97	4.003,53	8.150,61	87,75	966.823,07
Mínimo	1.551,00	29,00	0,00	0,00	255,54	47,22	277,49	3,66	2.571,02
Assimetria	1,98	2,91	2,15	3,01	0,31	0,96	0,44	1,68	0,95
N (em unid.)	22	22	22	22	16	16	22	22	22

	<b>Sal</b>	<b>Ben</b>	<b>OF</b>	<b>Bn</b>	<b>Res</b>	<b>OV</b>	<b>Pos</b>	<b>Cess</b>	<b>BA</b>
Média	16.604,62	1.026,26	12.795,91	9.335,56	14.920,78	3.714,23	15.696,12	221,67	6.764,01
Mediana	6.635,79	411,32	0,00	0,00	3.203,27	0,00	0,00	0,00	0,00
Desvio Padrão	25.135,83	2.138,81	37.786,69	34.590,80	29.374,90	9.881,94	51.030,88	681,67	10.822,91
Máximo	87.004,80	8.985,72	162.193,96	161.884,83	129.761,44	37.713,82	202.608,77	2.724,10	32.310,61
Mínimo	24,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Assimetria	2,26	3,10	3,53	4,48	3,17	2,95	3,27	3,24	1,44
N (em unid.)	22	22	22	22	22	22	22	22	22

**Fonte:** Elaboração Própria

Os dados da tabela se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011) e considerando somente a Diretoria Estatutária das empresas da amostra que pertencem ao setor Finanças e Seguros. **RT:** remuneração total paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), pela soma da remuneração fixa (RF), remuneração variável (RV) e outras formas de remuneração (Rout); **RF:** remuneração fixa paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), formada por Salário ou pró-labore, Benefícios diretos e indiretos, Participações em comitês e Outros valores fixos; **RV:** remuneração variável paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ); formada por Bônus, Participação de resultados, Participação em reuniões e Comissões; **Rout:** outras formas de remuneração paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), formada por Benefícios pós-emprego, Benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo e Remuneração baseada em ações; **MaiorR:** maior remuneração; **MenorR:** menor remuneração; **Rm:** remuneração média; **TAM** = variável do tamanho da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), representada pelo Ativo Total das empresas; **n:** número de membros em unidades por órgão (Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal); **n:** números não inteiros (e não naturais) por representarem o número de membros correspondente à média anual do número de membros de cada órgão apurado mensalmente; **N:** número de observações em unidades; **Sal:** Salário ou pró-labore, **Ben:** Benefícios diretos e indiretos, **Cte:** Participações em comitês, **OF:** Outros valores fixos, **Bn:** Bônus, **Res:** Participação de resultados, **Reu:** Participação em reuniões, **Coss:** Comissões, **OV:** Outros valores variáveis, **Pos:** Pós-emprego, **Cess:** Cessação do cargo, **BA:** Baseada em ações.

Analisando-se somente o setor Finanças e Seguros, a discrepância do tamanho das empresas ainda permaneceu, porque a empresa com o maior ativo (Banco do Brasil - R\$ 966,82 bilhões) é mais de trezentas vezes maior do que a menor empresa (Cetip – R\$ 2,57 bilhões). Assim, a discrepância entre o tamanho das empresas permanece mesmo analisando-se somente um setor específico. As empresas desse setor são em média bem maiores que as demais empresas da amostra, pois a média da variável TAM foi de R\$ 256 bilhões, enquanto a média da amostra foi de R\$ 43,9 bilhões.

Em função da característica das empresas, que foram selecionadas segundo o critério de liquidez, a remuneração dos seus executivos também é muito discrepante, pois o desvio padrão é maior que a média de todas as variáveis (com exceção das variáveis MenorR e MaiorR), acompanhando a característica da amostra.

A média da remuneração total das 11 empresas desse setor (R\$ 81,08 milhões) é maior que a média de todas as empresas da amostra (R\$ 18,9 milhões). A média de todas as formas de remuneração foi maior ao se analisar esse setor separadamente, tanto das classes RF, RV e Rout, quanto dos componentes das classes (Sal, Ben, OF, Bn, Res, Reu, OV, Pos, Cess e BA), com exceção de Cess, que foi de R\$ 221 mil, enquanto da amostra foi de R\$ 572 mil. Esse resultado sugere que essas 11 empresas pagam em média montante maior aos seus executivos em comparação a todas as empresas da amostra.

O valor máximo de RT permaneceu inalterado (R\$ 451,8 milhões), pois a empresa Bradesco pertence ao setor Finanças e Seguros. No entanto, o valor mínimo foi de R\$ 1,55 milhão (Sul America), pois a empresa da amostra total que paga o menor valor (Inepar Tel - R\$ 12,24 mil) não pertence ao setor selecionado.

A média de RF foi de R\$ 30,42 milhões, também maior do que RF de todas as empresas (R\$ 7,2 milhões). A remuneração variável (RV) foi paga por 8 (72%) empresas do setor contra 91 (76%) empresas da amostra total. As outras formas de remuneração (Rout) foram pagas por 7 (63,6%) empresas do setor contra 65 (55%) empresas da amostra total. Logo, os cinco setores utilizam proporcionalmente mais Rout e menos RV do que as empresas da amostra.

A média remuneração por membro (Rm) foi de R\$ 3,13 milhões, um pouco maior que a média da amostra (R\$ 2,08 milhões) e o número de membros da Diretoria Estatutária dessas empresas foi maior (n=22,06) que a média da amostra (n=7,62), pois há várias empresas desse setor que possuem números altos de membros, como Bradesco (n=87,75), Santander BR (n=48,08) e Banco do Brasil (n=36,5).

As empresas desse setor são também maiores (Ativos Totais), pois a média da variável TAM desses setores foi de R\$ 256 bilhões, enquanto a média de todas as empresas da amostra foi de R\$ 43,9 bilhões.

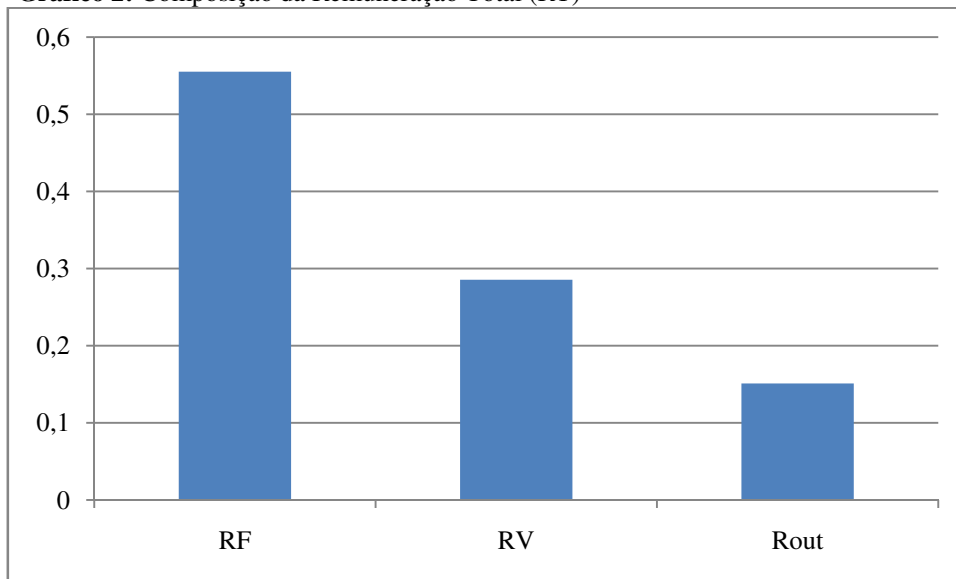
A distribuição das variáveis possui as mesmas características da amostra total, com desvio padrão maior que a média para todas as variáveis, com exceção das variáveis MenorR, MaiorR e Rm. Logo, a seleção desse setor ainda não é homogênea.

O valor máximo da variável MaiorR foi de R\$ 10,8 milhões (BMF Bovespa) e o menor valor dessa variável foi de R\$ 255 mil (Banrisul). Quanto à MenorR, a empresa Banrisul foi responsável pelo menor valor evidenciado nessa variável (R\$ 47,22 mil). Do total de 11 empresas, 4 delas não evidenciaram as variáveis MaiorR e MenorR, sendo que 2 delas não evidenciaram nenhum dos dois anos de observação e 2 não evidenciaram somente um dos anos, o que resultou em 16 observações.

A estatística descritiva das variáveis Sal, Ben, OF, Bn, Res, OV, Pos, Cess e BA não foi substancialmente diferente da amostra total, sendo somente maior na média e inclusive com valores máximos e mínimos idênticos à amostra total, com exceção das variáveis Cess e BA. O valor máximo de Cess foi de R\$ 2,7 milhões (Bco Brasil) e de BA foi de R\$ 32,3 milhões (ItauUnibanco).

Assim, conclui-se que as empresas desse setor são representativas, tanto em tamanho, quanto em média de remuneração paga aos executivos. Elas utilizam em média mais Rout como forma de pagamento do que as outras empresas da amostra, mas não utilizam mais RV do que as demais empresas. Nenhuma das empresas desse setor remunerou seus executivos por meio das variáveis Cte, Reu e Coss.

Analisando-se especificamente a Diretoria Estatutária, percebe-se que a sua composição de RF, RV e Rout é semelhante à observada por todos os conselhos consolidados, conforme Gráfico 2.

**Gráfico 2:** Composição da Remuneração Total (RT)

**Fonte:** Elaboração Própria

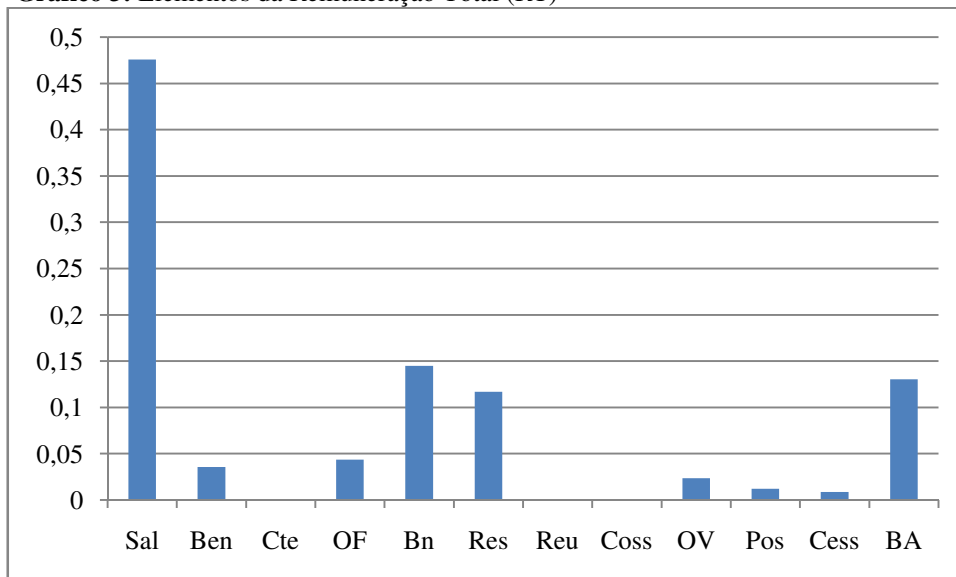
Em que: RF: remuneração fixa; RV: remuneração variável; Rout: outras formas de remuneração. Os dados estão representados em porcentagem do montante em média da remuneração total (RT) distribuída a cada uma das formas de remuneração referente somente à Diretoria Estatutária de cada empresa. Os dados se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011).

A remuneração da Diretoria Estatutária é composta em média por 55,51% de RF, 28,53% de RV e 15,11% de Rout, enquanto a composição da remuneração de todos os conselhos consolidados é de 59,26% de RF, 26,76% de RV e 13,95% de Rout. A diferença é marginal se analisada na média, o que reforça que os padrões da Diretoria Estatutária predominam sobre os padrões dos outros conselhos das empresas.

A remuneração fixa é a forma de remuneração que predomina na Diretoria Estatutária e é utilizada por todas as empresas da amostra. A remuneração variável, além de ser menos representativa, é utilizada por somente 91 empresas (76%) no período de 2 anos. As outras formas de remuneração são utilizadas por 65 empresas (55%).

Essa característica difere dos países estrangeiros (América do Norte e Europa), porque a forma de remuneração é essencialmente baseada em remuneração variável, o que foi um dos motivos que levaram às fraudes nas empresas *Enron* e *WorldCom* (BIERMAN, 2008). Nesse contexto, os países que possuem predominantemente remuneração variável são mais suscetíveis à fraude do que os baseados em remuneração fixa, como o Brasil.

Analisando-se a composição da remuneração conforme classificação do Quadro 6, percebe-se a predominância do elemento Salários, que justifica a representatividade da remuneração fixa sobre as demais, conforme Gráfico 3:

**Gráfico 3:** Elementos da Remuneração Total (RT)

**Fonte:** Elaboração Própria

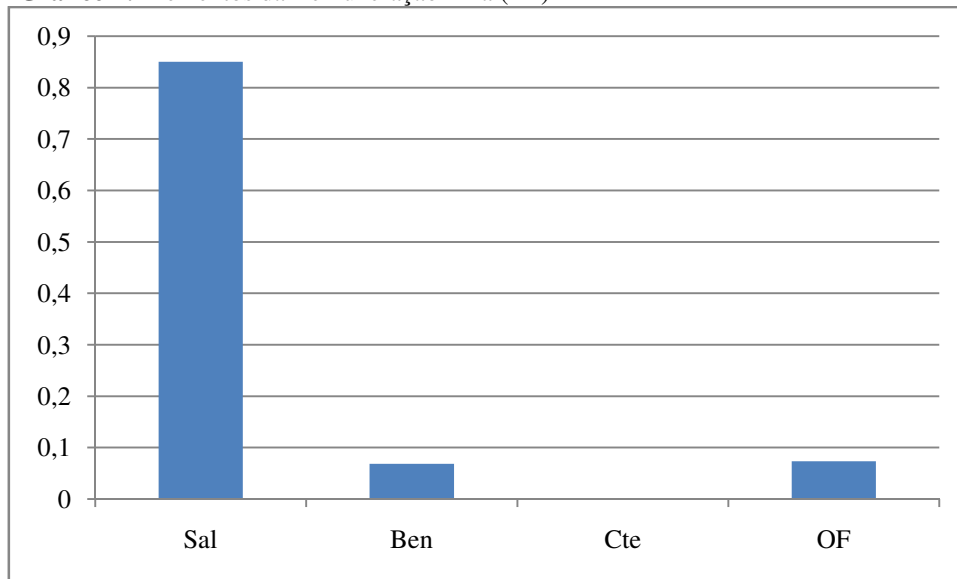
Em que: Sal: Salário ou pró-labore, Ben: Benefícios diretos e indiretos, Cte: Participações em comitês, OF: Outros valores fixos, Bn: Bônus, Res: Participação de resultados, Reu: Participação em reuniões, Coss: Comissões, OV: Outros valores variáveis, Pos: Pós-emprego, Cess: Cessação do cargo, BA: Baseada em ações. Os dados estão representados em porcentagem do montante em média da remuneração total (RT) distribuída a cada um dos elementos da remuneração referente somente à Diretoria Estatutária de cada empresa. Os dados se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011).

Considerando todos os componentes do total de remuneração pago pelas empresas, o item em destaque é Salário ou pró-labore, representando 47,57% da remuneração total em média. Por ser componente representativo da classe de remuneração fixa, percebe-se que além de a remuneração fixa ser predominante nas empresas brasileiras, ela é principalmente representada por salário ou pró-labore. Na média, os outros itens são seguidos pelo Bn (13,42%), BA (12,06%) e Res (10,91%).

As formas de pagamento de remuneração variável, bem como os instrumentos contratuais com base em desempenho (remuneração baseada em ações, no lucro, em metas atingidas) são novas no Brasil. Essa característica é nítida ao verificar que enquanto 119 empresas remuneraram por meio de remuneração fixa, somente 91 empresas remuneraram por meio por alguma forma variável.

Mesmo considerando a remuneração baseada em ações como remuneração variável pela essência do conceito, somente 71 (59%) empresas da amostra utilizam BA. Logo, é nítida a prevalência da remuneração fixa como forma de remuneração dos executivos das empresas brasileiras.

Analisando-se somente a remuneração fixa, a representação dos salários é ainda maior (86,52%), como se observa no Gráfico 4 a seguir:

**Gráfico 4:** Elementos da Remuneração Fixa (RF)

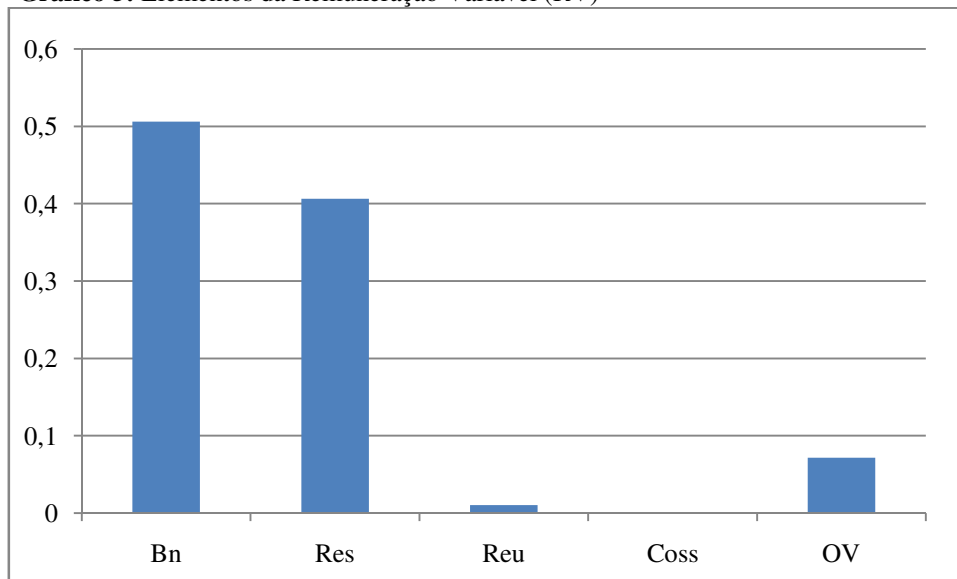
**Fonte:** Elaboração própria

Em que: Sal: Salário ou pró-labore, Ben: Benefícios diretos e indiretos, Cte: Participações em comitês, OF: outros valores fixos. Os dados estão representados em porcentagem do montante em média da remuneração fixa (RF) distribuída a cada um dos elementos de remuneração referente somente à Diretoria Estatutária de cada empresa. Os dados se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011) e considerando somente a Diretoria Estatutária das empresas da amostra.

Nenhuma das empresas publicaram valores referentes a participações em comitês como forma de remuneração dos membros da Diretoria Estatutária. Somente a empresa Usiminas não paga os executivos sob a forma de salários ou pró-labore, representando 0,84% das empresas da amostra. Logo, 99% das empresas utilizam essa forma de remuneração, caracterizando fortemente a estrutura da remuneração no Brasil. Além de o valor de salários e pró-labore ser mais representativo no montante de remuneração total (47,57%), conforme Gráfico 2, é ainda mais representativo quando analisado somente a remuneração fixa (85%). O pagamento por meio desse primeiro elemento é a forma mais utilizada pelas empresas da amostra.

Do total de 119 empresas, 83 delas (69,7% das empresas da amostra) utilizaram a forma de benefícios diretos e indiretos como remuneração e o montante pago não foi representativo, mas de somente 6,85%. As outras formas de remuneração fixa foram utilizadas por 41 (34%) empresas e o montante representou 7,31% da remuneração fixa.

O valor pago por remuneração variável, embora não seja tão representativo quanto a remuneração fixa, é distribuída conforme Gráfico 5:

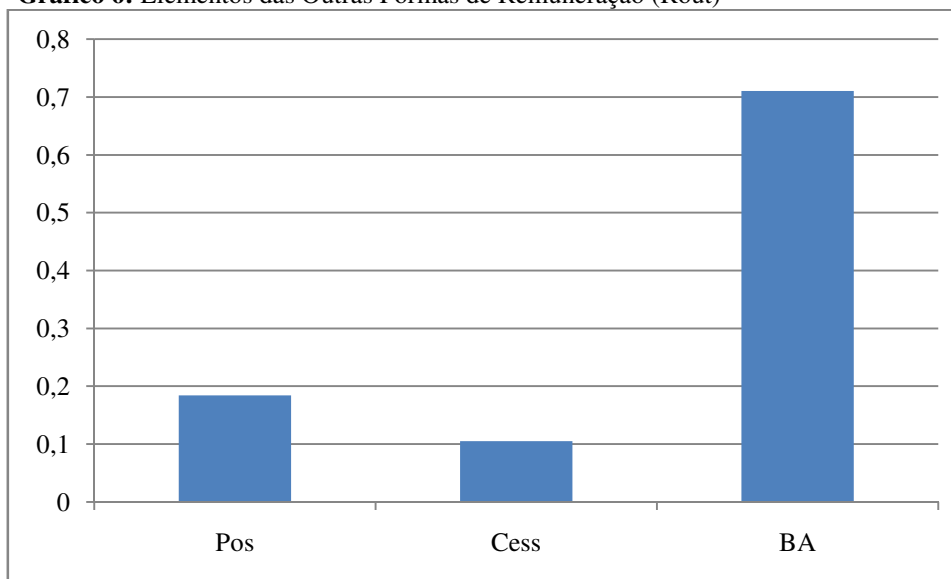
**Gráfico 5:** Elementos da Remuneração Variável (RV)

**Fonte:** Elaboração Própria

Em que: Bn: Bônus, Res: Participação de resultados, Reu: Participação em reuniões, Coss: Comissões, OV: outros valores variáveis. Os dados estão representados em porcentagem do montante em média da remuneração variável (RV) distribuída a cada um dos elementos de remuneração referente somente à Diretoria Estatutária de cada empresa. Os dados se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011).

O elemento Coss não foi pago por nenhuma das empresas à Diretoria Estatutária e a remuneração paga por Bônus foi o elemento predominante, representando 50,61% da remuneração variável, seguido pela participação de resultados (40,63%) e outras formas de remuneração (7,17%). Remuneração em função de participação em reuniões foi paga somente por 3 empresas: Fibria, Copasa e Telemar NL. Com base ainda em RV, 60 empresas (50,4%) remuneraram por meio de Bn, 70 delas (58,8%) por meio de Res e 26 (21,8%) através de OV.

Por fim, as outras formas de remuneração foram distribuídas conforme Gráfico 6 a seguir:

**Gráfico 6:** Elementos das Outras Formas de Remuneração (Rout)

**Fonte:** Elaboração Própria

Em que: Pos: Pós-emprego, Cess: Cessação do cargo, BA: Baseada em ações. Os dados estão representados em porcentagem do montante em média das Outras Formas de Remuneração (Rout) distribuídas a cada um dos elementos de remuneração referente somente à Diretoria Estatutária de cada empresa. Os dados se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011).

A remuneração baseada em ações é na média a mais representativa (71,06%) das outras formas de remuneração, seguida da Pos (18,4%) e da Cess (10,53%). Além disso, 58 empresas utilizam remuneração baseada em ações, 22 empresas utilizam Pos e 15 empresas utilizam Cess.

Com base no referencial teórico abordado, discute-se quanto ao conceito de remuneração baseada em ações, pois embora a classificação da CVM a considere como outras formas de remuneração (Rout), com base em estudos internacionais e nacionais, têm-se considerado esse tipo de remuneração como variável (RV). Assim, o presente estudo realocou esse elemento à remuneração variável e os gráficos e tabelas estão dispostos no Apêndice C.

A realocação da remuneração baseada em ações à classe de remuneração variável causou mudança nas classes (Apêndice C – Gráfico 9), pois a remuneração variável que era de 28,53% passou para 39,93% e as outras formas de remuneração, que eram de 15,11%, passaram para 4,56%.

Embora ocorra mudança nos gráficos do Apêndice C após a realocação realizada, a característica básica da remuneração paga à Diretoria Estatutária das empresas não é diferente, mesmo considerando remuneração baseada em ações como remuneração variável, pois a remuneração fixa permaneceu constante representando na média 55,51% da remuneração total. Assim, as conclusões permanecem, pois essencialmente a forma



representativa de remunerar os executivos é por meio de remuneração fixa, especificamente por meio de salário.

Não há necessidade de descrever detalhadamente o conselho fiscal das empresas, mas alguns comentários se fazem necessários. Do total de 155 empresas que pagaram remuneração ao conselho fiscal, a média da remuneração paga foi de R\$ 222,74 mil, em que a maior remuneração paga a esse conselho foi de R\$ 1,7 milhões pela empresa Klabin S/A. A empresa Lojas Marisa foi a única que não pagou aos membros desse conselho sob a forma de remuneração fixa, mas integralmente sob a forma de remuneração variável, especificamente por meio de participações em reuniões e outros valores variáveis no ano de 2010. A outra empresa que pagou através de remuneração variável foi a Cesp nos anos de 2010 e 2011, totalizando assim 3 observações na variável RV desse conselho.

A única empresa que utilizou outras formas de remuneração foi a empresa Iguatemi nos 2 anos de observação. A empresa Abc Brasil publicou remuneração média de R\$ 46,90 mil, mas não publicou nenhum valor para Maior e Menor remuneração.

Analisando-se os valores divulgados pelo Conselho Fiscal das empresas, percebe-se que a quantia paga aos membros desse conselho são muito baixas, na média (R\$ 222,74 mil) se comparadas com os dados considerando todos os conselhos (R\$ 22,18 milhões – Tabela 1).

Com base na representatividade da remuneração total dos 3 órgãos em relação à remuneração total paga em média pela empresa, somente 2,26% da remuneração total paga é relacionada ao conselho fiscal (Gráfico 1), o que destoa das características de executivos propriamente ditos, ou seja, um diretor do alto escalão da empresa.

A matriz de correlação de Pearson foi feita com as variáveis apresentadas na análise descritiva incluindo o lucro líquido das empresas e excluindo o número de membros dos conselhos, conforme Tabela 4 a seguir:

**Tabela 4:** Matriz de Correlação de Pearson

	RT	RF	RV	Rout	TAM
RT	1				
RF	0,907* (0,000)	1			
RV	0,571* (0,000)	0,244* (0,001)	1		
Rout	0,890* (0,000)	0,859* (0,000)	0,212* (0,001)	1	
TAM	0,587* (0,000)	0,515* (0,000)	0,411* (0,000)	0,475* (0,000)	1

**Fonte:** Elaboração Própria

\* A correlação é significante ao nível 0,01 (bicaudal)

Os dados da tabela se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011) e considerando somente a Diretoria Estatutária das empresas da amostra. **RT:** remuneração total paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), pela soma da remuneração fixa (RF), remuneração variável (RV) e outras formas de remuneração (Rout); **RF:** remuneração fixa paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), formada por Salário ou pró-labore, Benefícios diretos e indiretos, Participações em comitês e Outros valores fixos; **RV:** remuneração variável paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ); formada por Bônus, Participação de resultados, Participação em reuniões e Comissões; **Rout:** outras formas de remuneração paga pela empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), formada por Benefícios pós-emprego, Benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo e Remuneração baseada em ações; **TAM** = variável do tamanho da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ), no ano  $t$  ( $t = 2010, 2011$ ), representada pelo Ativo Total das empresas;  $n$ : número de membros em unidades por órgão (Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal).

Considerando o coeficiente de correlação de Pearson como fraco até o valor de 0,3, forte para os valores acima de 0,7 e moderado entre esses valores, os resultados indicaram a correlação positiva moderada entre a variável TAM e as demais variáveis de remuneração de executivos (RT = 0,587; RF = 0,515; RV = 0,411; Rout = 0,475; todos a um nível significativo de 1%). A variável TAM possui maior correlação com RF do que RV.

Isso sugere que RF é determinado principalmente pelo tamanho da empresa e RV, pelo lucro líquido. No entanto, essa interpretação difere ao se realocar BA à remuneração variável, conforme Apêndice C. Os coeficientes de correlação entre TAM passam a ser de 0,400 com RV e 0,431 com Rout.

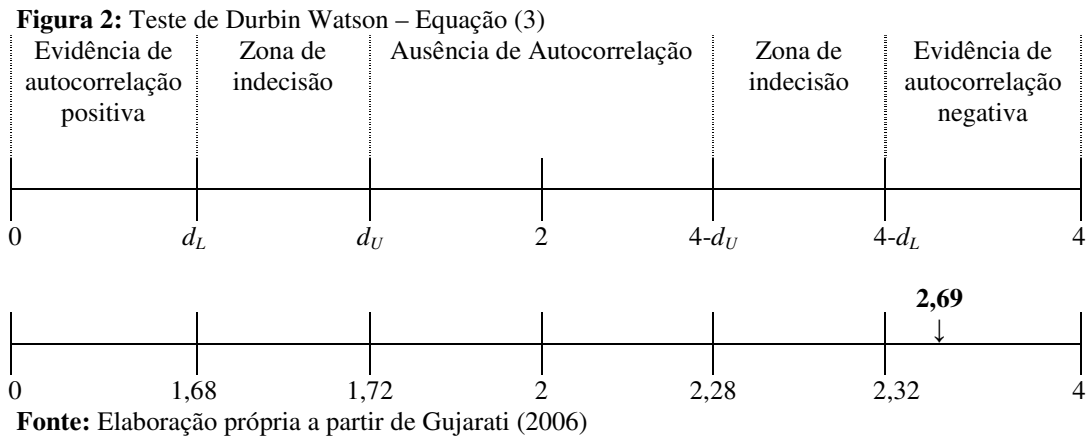
## 4.2 Análise Econométrica

### 4.2.1 Testes de Robustez – Equação (3)

#### 4.2.1.1 Teste Durbin-Watson – Equação (3)

O resultado do teste de dw para a equação (3) evidenciou existência de autorrelação, na tabela de dw, para 119 observações e apenas uma variável explanatória,  $d_L = 1,68394$  e  $d_U$

= 1,71780, ao nível de 5%. Considerando que o dw calculado na equação (3) foi de 2,69 (Tabela 5), a interpretação desse teste consta da Figura 2:

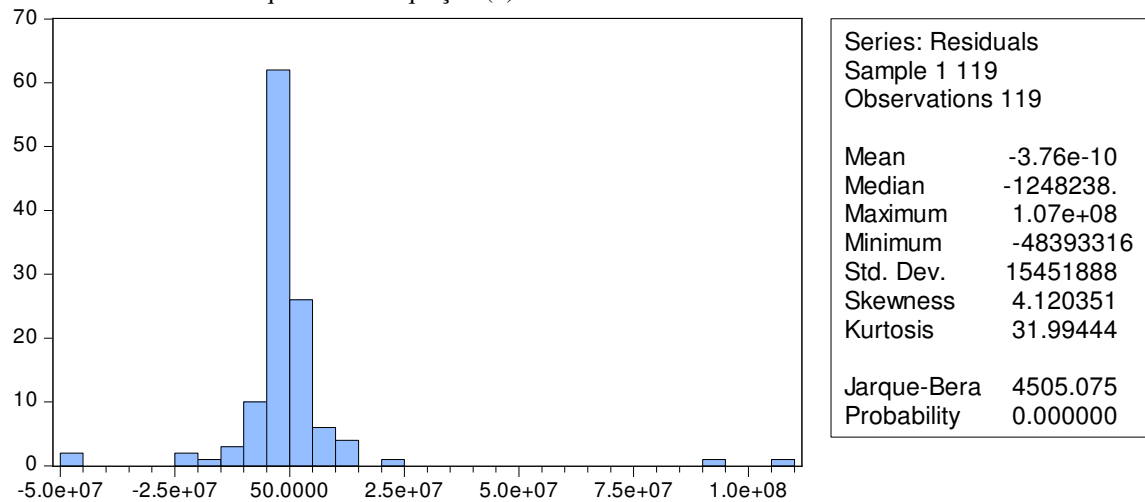


Como o dw calculado está posicionado na zona com evidência de autocorrelação negativa, conclui-se que os resíduos do modelo são autocorrelacionados, o que por este teste invalida a análise de seus coeficientes e grau de determinação ( $R^2$ ).

Assim sendo, utilizou-se o método de Newey-West para obter erros-padrão dos estimadores em que a autocorrelação esteja corrigida (GUJARATI, 2006). Esse método é indicado para observações maiores que 50, pois para amostras pequenas, menores que 20 observações, esse método pode ser pior que os estimadores de MQO. Essa característica foi testada empiricamente por Griliches e Rao (1969).

#### 4.2.1.2 Teste Jaque-Bera – Equação (3)

O teste de normalidade de Jarque-Bera indica que a distribuição dos resíduos não é distribuída de forma normal, conforme Gráfico 7 a seguir.

**Gráfico 7:** Teste de Jarque-Bera – Equação (3)

**Fonte:** Elaborado a partir do Eviews

Embora a probabilidade do teste de Jarque-Bera seja muito baixa (*p-value*: 0,0000), Gujarati (2006) ressalta a importância de esse teste ser realizado em amostras grandes, pois se feito em amostras pequenas, seu valor pode não representar a realidade. Para esse tipo de teste, 119 observações são consideradas como amostra pequena. Contudo, com base no objetivo do estudo, que é somente de fazer associações, e não previsões, mesmo diante da inexistência de normalidade dos resíduos, a estatística dos testes *t* e *F* são úteis para o fim que se deseja.

#### 4.2.1.3 Teste de White – Equação (3)

O teste de heterocedasticidade de White foi realizado e a hipótese nula  $H_0$  (resíduos homocedásticos) foi rejeitada. A tabela do Qui-Quadrado com 2 graus de liberdade e 5% de significância indica o valor crítico de 5,9914. Esse valor crítico é menor que o valor calculado ( $nR^2=119*0,383704 = 45,6608$ ). Assim, a probabilidade de erro do tipo I é de 0,0000, evidenciando que há problemas de heterocedasticidade, conforme Tabela 4 a seguir:

**Tabela 5:** Teste de White – Equação (3)

Estatística F	36,11060	Prob. F(2,117)	0,0000
Obs* R <sup>2</sup>	45,66076	Prob. Qui-Square (2)	0,0000
Scaled explained SS	684,0293	Prob. Qui-Square (2)	0,0000

Equação Teste:

Variável Dependente: RESID<sup>2</sup>

Método: Mínimos Quadrados

Amostra: 1 119

Observations incluídas: 119

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
C	-4,65E+13	1,04E+14	-0,447882	0,6551
TAM	62571,75	13646,56	4,585166	0,0000
TAM <sup>2</sup>	-2,08E-07	1,02E-07	-2,030213	0,0446
R <sup>2</sup>	0,383704			
R <sup>2</sup> Ajustado	0,373078			
Estatística F	36,11060			
Prob (Estatística F)	0,000000			
Durbin-Watson	2,498798			

**Fonte:** Elaboração própria a partir de tabelas do Eviews

Considerando que o Teste de White também indicou presença de heterocedasticidade, a utilização do método de Newey-West foi mais indicada que o método da matriz de White, pois em caso de existência também de evidências de correlação, esse teste apresenta parâmetros mais robustos do que a simples correção da heterocedasticidade.

#### 4.2.2 Teste de Associação Remuneração x Tamanho – Equação (3)

Os valores dos testes  $t$  e  $F$  a partir da utilização do método Newey-West são apresentados na Tabela 5 a seguir:

**Tabela 6:** Estimação pelo método Newey-West – Equação (3)  
Modelo Econométrico:

$$RT_i = \beta_0 + \beta_1 * TAM_i + \omega_i$$

Amostra: 1 119

Observações incluídas: 119

Cross-sections incluídas: 119

Erro-Padrão e covariância HAC (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 5.0000)

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
C	1596064,00	740673,30	2,154883	0,0332
TAM	0,000305	0,000144	2,120569	0,0361
R <sup>2</sup>	0,157724			
R <sup>2</sup> Ajustado	0,150525			
Estatística F	21,90940			
Prob (EstatísticaF)	0,000008			
Durbin-Watson	2,690381			

**Fonte:** Elaboração própria a partir de tabelas do Eviews

Obs.:  $RT_i$  = variável dependente, representando a diferenciada remuneração total da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ) entre os anos de 2010 e 2011 ( $RT_{2011} - RT_{2010}$ ). De acordo com o Quadro 2, é a soma da remuneração fixa ( $RF$ ), remuneração variável ( $RV$ ) e outras formas de remuneração ( $Rout$ );  $TAM_i$  = variável independente, representando a diferença do Ativo Total ( $AT$ ) empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ) entre os anos de 2010 e 2011 ( $AT_{2011} - AT_{2010}$ );  $\omega_i$  = erro.

O valor do teste t para a variável TAM foi significativo (2,12) com *p-value* de 0,0361. Para a constante, o valor do teste t (2,15) também foi significativo. Considerando que não é possível utilizar o teste t para verificar a hipótese conjunta de que os verdadeiros coeficientes parciais angulares são simultaneamente iguais a zero (GUJARATI, 2006), o teste utilizado para verificar a significância de todos os coeficientes em uma regressão múltipla é o teste F (BROOKS, 2008). Logo, o teste F é uma medida da significância geral da regressão estimada (GUJARATI, 2006).

Os dados do teste F (*p-value* = 0,0000) são significantes, demonstrando que o modelo econométrico é válido. Logo, a variável RT é explicada pela variável TAM ( $R^2=0,15$ ), corroborando os resultados de estudos anteriores (FRYDMAN; SAKS, 2010; GREGG; JEWELL; TONKS, 2010; FIRTH; ROPSTAD; SJO, 1996), bem como com as teorias que a remuneração dos executivos é determinada pelo tamanho da empresa (TERVIO, 2008; GABAIX; LANDIER, 2008, ROSEN 1981, LUCAS JÚNIOR, 1978).

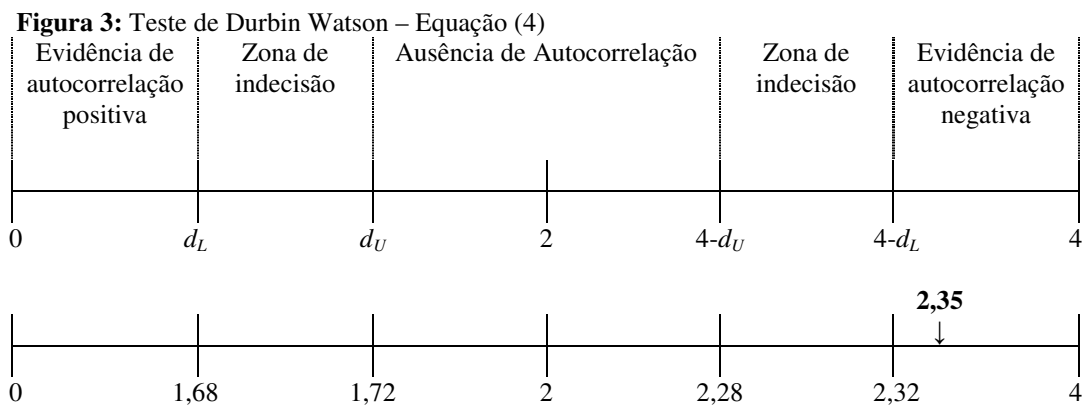
No entanto, como algumas premissas não foram atendidas no modelo de regressão da equação (3), realizou-se a equação (4) com a aplicação de ações corretivas dessas premissas apontadas.

### 4.2.3 Testes de Robustez – Equação (4)

#### 4.2.3.1 Teste Durbin-Watson – Equação (4)

A relativização das variáveis contribuiu para a não ocorrência de heterocedasticidade, além da utilização do método de correção por meio da matriz de White.

Com os mesmos valores adotados do teste dw para a equação (3) ao nível de 5%, o resultado do teste de dw para a equação (4) evidenciou inexistência de autocorrelação, conforme Figura 3 a seguir:

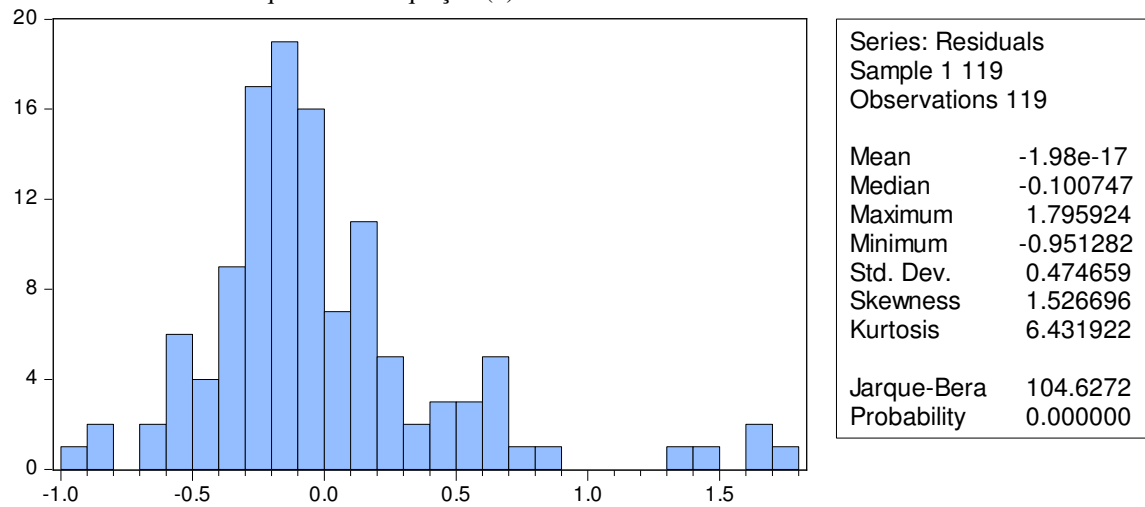


Fonte: Elaboração própria a partir de Gujarati (2006)

O dw calculado conforme Tabela 7 foi de 2,35, posicionando-se na zona de evidência de autocorrelação negativa, o que não permite rejeitar a hipótese de existência de autocorrelação, nem considerar válidos os coeficientes de análise da equação (4).

#### 4.2.3.2 Teste Jaque-Bera – Equação (4)

Além da presença de autocorrelação dos resíduos, o teste de normalidade de Jarque-Bera indicou que a distribuição dos resíduos não é distribuída de forma normal (Gráfico 8).

**Gráfico 8:** Teste de Jarque-Bera – Equação (4)

**Fonte:** Elaborado a partir do Eviews

Essa premissa não desqualifica os resultados da regressão da equação (4), pois mesmo diante de anormalidade dos resíduos os estimadores do MQO são válidos e robustos para esse tipo de regressão (GUJARATI, 2006). Além disso, o estimador de White é robusto em casos de heterocedasticidade, não dependendo da premissa de normalidade dos resíduos, e a pequena amostra de 119 observações pode justificar o não atendimento dessa premissa.

#### 4.2.3.3 Teste de White – Equação (4)

O teste de heterocedasticidade de White foi realizado e não se rejeitou  $H_0$  (resíduos homocedásticos). A tabela do Qui-Quadrado com 2 graus de liberdade e 5% de significância, o valor crítico é de 5,9914. Assim, como o valor crítico de 5,9914 é maior que o valor calculado ( $nR^2 = 119 * 0,010951 = 1,30317$ ), a probabilidade de erro do tipo I é de 0,5212, evidenciando que não há problemas de heterocedasticidade, conforme Tabela 6 a seguir:



**Tabela 7:** Teste de White – Equação (4)

Estatística F	0,642183	Prob. F(2,117)	0,5280
Obs* R <sup>2</sup>	1,303155	Prob. Qui-Square (2)	0,5212
Scaled explained SS	3,421348	Prob. Qui-Square (2)	0,1807

Equação Teste:

Variável Dependente: RESID^2

Método: Mínimos Quadrados

Amostra: 1 119

Observations incluídas: 119

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
C	0,175924	0,064305	2,735781	0,0072
TAM	0,355778	0,315757	1,126746	0,2622
TAM^2	-0,170950	0,180797	-0,945534	0,3464
R <sup>2</sup>	0,010951			
R <sup>2</sup> Ajustado	-0,006102			
Estatística F	0,642183			
Prob (Estatística F)	0,528002			
Durbin-Watson	2,004661			

**Fonte:** Elaboração própria a partir de tabelas do Eviews

#### 4.2.4 Teste de Associação Remuneração x Tamanho – Equação (4)

Os resultados da equação (4) são apresentados na Tabela 7 a seguir:

**Tabela 8:** Estimação pelo método de White – Equação (4)

Modelo Econométrico:

$$RT_i = \beta_0 + \beta_1 * TAM_i + \omega_i$$

Amostra: 1 119

Observações incluídas: 119

Cross-sections incluídas: 119

Erro-padrão e covariância cross-section de White

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
C	0,228534	0,048056	4,755546	0,0000
TAM	-0,014673	0,129597	-0,113223	0,9100
R <sup>2</sup>	0,000106			
R <sup>2</sup> Ajustado	-0,008440			
Estatística F	0,012436			
Prob (EstatísticaF)	0,911399			
Durbin-Watson	2,351477			

**Fonte:** Elaboração própria a partir de tabelas do Eviews

Obs.:  $RT_i$  = variável dependente, representando a diferenciada remuneração total da empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ) entre os anos de 2010 e 2011 dividido pela remuneração total em 2010  $\left(\frac{RT_{2011} - RT_{2010}}{RT_{2010}}\right)$ . De acordo com o Quadro 2, é a soma da remuneração fixa (RF), remuneração variável (RV) e outras formas de remuneração ( $Rout$ );  $TAM_i$  = variável independente, representando a diferença do Ativo Total (AT) empresa  $i$  ( $i = 1, \dots, 119$ ) entre os anos de 2010 e 2011 dividido pelo ativo total em 2010  $\left(\frac{AT_{2011} - AT_{2010}}{AT_{2010}}\right)$ ;  $\omega_i$  = erro.

A variável TAM foi insignificante, com teste t de -0,1132 e *p-value* de 0,91. Para a constante o valor do teste t foi significativo de 4,7555 e *p-value* de 0,0000. O teste F também foi insignificante (*p-value* = 0,9113), indicando que o modelo econométrico não é válido. Assim, não se pode concluir que a remuneração dos executivos é explicada pelo tamanho das empresas ( $R^2 = 0,0001$ ).

Diante dos resultados da equação (4), não é possível afirmar que exista associação significativa entre remuneração dos executivos e tamanho das empresas. Esse fato ocorre possivelmente pela característica da remuneração no Brasil de predominância de remuneração fixa, e não variável, bem como da discrepância de valores de remuneração entre as empresas da amostra.

Por fim, outro aspecto que justifica os resultados dos testes estatísticos dos modelos é a inexistência de maior número de dados, o que inviabiliza a realização de outros testes, bem como impossibilita a avaliação das variáveis em linha temporal por meio de análise em painel (GUJARATI, 2006).

Os mesmos testes foram realizados considerando como variável dependente a remuneração total por executivo ou membros dos conselhos, calculada pela divisão da remuneração total média pelo número médio de membros da Diretoria Estatutária. Os valores foram estatisticamente semelhantes e por isso não foram incluídos no trabalho. Essa verificação respalda a utilização de RT como variável dependente, em vez de RT em relação ao número de membros dos conselhos. A razão da semelhança dos resultados estatísticos é que as empresas com maior RT possuem também maior número de membros, como se observou no caso do Bradesco, com o maior valor de RT (R\$ 556,78 milhões), mas também o maior número de membros no conselhos (97,58).

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente estudo é conhecer os padrões e características da remuneração de executivos de empresas de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no período 2010-2011. Considerando que a disponibilidade desses dados é recente e existem somente 2 anos de observação disponíveis, é necessário descrever e analisar a remuneração de executivos no Brasil, identificando seus padrões e características.

Os valores de remuneração de executivos se referem somente aos anos de 2010 e 2011, pois a CVM exige divulgação dessas informações desde 2010. Inicialmente, selecionou-se 125 empresas com alto grau de liquidez com base em quantidade de negociação e em seguida, considerando a indisponibilidade dos dados relacionados à remuneração de executivos, 6 empresas foram retiradas, resultando em amostra final com 119 empresas, totalizando 238 observações do período 2010-2011.

Realizou-se análise descritiva da remuneração de executivos sob suas diversas formas como remuneração total, fixa, variável, outras formas de remuneração, maior e menor remuneração, remuneração média e número de membros dos órgãos da empresa (Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal), bem como 2 modelos econométricos foram realizados com o fim de verificar a existência de associação entre remuneração de executivos com tamanho das empresas.

Entre os resultados está a considerável resistência de publicação desse tipo de informação pelas empresas, pois do total de 119 empresas, 39 não evidenciaram, por questões judiciais, o item 13.11 do FR referente ao número de membros e valores de remuneração por Conselho.

Através das estatísticas descritivas dos dados, percebe-se que a composição da remuneração dos executivos no Brasil é principalmente formada por remuneração fixa. A Diretoria Estatutária é o órgão mais representativo das empresas e com características que a faz representar como órgão de executivos das empresas, diferentemente dos conselhos de administração e fiscal. A remuneração total média por membro da Diretoria Estatutária é de R\$ 2,08 milhões por ano.

A característica de remuneração formada principalmente por remuneração fixa no Brasil sugere que o país é menos suscetível a fraudes relacionadas à remuneração de executivos do que aqueles países que possuem remuneração baseada em remuneração variável, como é o caso de vários outros países da América do Norte e da Europa. Assim, fraudes como das empresas *Enron* e *WorldCom* são mais difíceis de ocorrerem no Brasil, pois

fraudar resultados da empresa gera na média pouco impacto na remuneração dos executivos, que é formada principalmente por remuneração fixa.

A análise das empresas dos 5 setores e do setor Finanças e Seguros permitiu verificar que a distribuição das variáveis possui as mesmas características da amostra total, com desvio padrão maior que a média para todas as variáveis. A análise desses setores específicos evidenciou que as empresas não são homogêneas, com alta dispersão da remuneração total paga (RT) e do tamanho das empresas (TAM).

A regressão das equações apresentadas não permite concluir que há evidências que as maiores empresas pagam mais aos seus executivos. Assim, não é possível corroborar os estudos anteriores, bem como as teorias do tamanho das empresas (ROSEN, 1981; LUCAS JÚNIOR, 1978), da extensão do controle (LUCAS JÚNIOR, 1978), dos *superstars* (ROSEN, 1981), do *managerial rent extraction* e da competição entre CEO de empresas heterogêneas.

O presente estudo apresenta vários aspectos que limitam a pesquisa de remuneração dos executivos. O primeiro deles é a limitação de dados, pois o número de 119 empresas por somente dois anos é muito reduzido se comparado com estudos internacionais. A justificativa do uso desses dados é o pioneirismo do estudo desta área no Brasil, pois o aspecto temporal de dois anos é o que as empresas brasileiras têm disponível. Algumas já divulgavam informações a respeito de remuneração de executivos, no entanto, com caráter de evidenciação voluntária.

Outra limitação é a realização de testes estatísticos, que são restritos em função da limitação temporal de dois anos. Testes como de raiz unitária não fazem sentido serem realizados com dados anuais e variável temporal de dois anos. A pequena quantidade de dados disponíveis impossibilita a realização de previsões, mas tão somente de associações estatísticas.

No entanto, são necessárias pesquisas desse tipo quando os dados são inovadores, ou nunca publicados antes, o que é o caso dos dados analisados neste trabalho. A contribuição consiste principalmente em analisar o perfil da composição da remuneração das empresas brasileiras e iniciar os primeiros testes com os dados disponíveis. Com o decorrer do tempo e da disponibilização dos dados, futuros estudos podem aprofundar a análise desse cenário, acrescentando variáveis, analisando os dados sob diferentes enfoques, contribuindo assim para o conhecimento na área. Além disso, a linha temporal com mais anos possibilita testes estatísticos capazes de não somente relacionar variáveis, mas também fazer previsões.

Considerando que a disponibilização de dados relacionados à remuneração de executivos é recente no Brasil, existem vários campos de estudo para futuros pesquisadores.

Estudos futuros podem considerar outros aspectos constantes do Anexo I da IN 480, analisando inclusive os FRs qualitativamente, por meio de análise de conteúdo e baseados em estudiosos desse ramo, como Bardin (1977). É possível ainda utilizar os diversos dados disponíveis nos FRs e relacioná-los com os indicadores de governança corporativa, ou ainda analisar o aspecto da remuneração dos executivos como um indicador de governança corporativa.

É possível também analisar a norma da CVM quanto aos aspectos conceituais, como é o caso da remuneração baseada em ações, a qual foi objeto de análise nesse estudo quanto à classificação exógena à remuneração variável. O estudo do *disclosure* de remuneração de executivos das empresas também pode ser realizado, verificando se as empresas estão cumprindo a determinação da CVM. A simples edição da norma que exige a publicação dos FRs não significa que todas as empresas estejam cumprindo as determinações estabelecidas. Por fim, é possível também relacionar o retorno não esperado com o salário não esperado para retirar as influências do retorno esperado com base no próprio mercado.

A exigência da CVM é que sejam divulgados dados anuais, o que impossibilita a comparação com dados de mercado de menor periodicidade (preços mensais ou diários) e as consequentes relações com variáveis de mercado. Através do levantamento da data de divulgação dos FRs pelas empresas à CVM (Apêndice C), é possível associar a divulgação da remuneração de executivos com variáveis de mercado, como o preço das ações das empresas, com base na hipótese do mercado eficiente. Os formulários disponibilizados nas datas do Quadro 12 são baseados em previsões de gasto com remuneração das empresas e, por isso, existem datas do ano de 2012, embora o exercício não tenha findado.

O objeto desse estudo permite o conhecimento empírico do tema no Brasil e possibilita a realização de pesquisas futuras mais aprofundadas, com testes estatísticos em amostra de linha temporal e observações maiores. Não foi objeto desse estudo, mas estudos futuros podem analisar se todas as exigências da norma são realmente úteis, considerando que vários itens não foram utilizados nenhuma vez por nenhuma empresa da amostra (a variável *Coss*, por exemplo).

Após essa análise detalhada da remuneração dos executivos no Brasil é possível conhecer a forma como as empresas brasileiras remuneram seus executivos e ao passar do tempo, com a disponibilização de dados de remuneração ao longo dos anos, estudos futuros podem analisar a evolução da remuneração de executivos, conforme vários estudos internacionais como os de Lewellen (1968), Frydman e Saks (2010) e Gabaix e Landier (2008).

## REFERÊNCIAS

- ABELSON, Reed. Business: Enron Board Comes Under a Storm of Criticism. **The New York Times**, December 16, 2001. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2001/12/16/business/business-enron-board-comes-under-a-storm-of-criticism.html?pagewanted=all>>. Acesso em: 7 dez 2012.
- ANDREWS, A.; LINN, S.; YI, H. Corporate governance and executive perquisites: Evidence from the new SEC disclosure rules. **Working paper**, 2009.
- ANTLE, Rick; SMITH, Abbie. An Empirical Evaluation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executives. **Journal of Accounting Research**, v. 24, n. 1, 1986.
- ASHBAUGH-SKAIFE, Hollis; COLLINS, Daniel W.; LaFOND, Ryan. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, p. 203–243, 2006.
- BABER, William R.; KANG, Sok-Hyon; KUMAR, Krishna R. Accounting earnings and executive compensation: The role of earnings persistence. **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, p. 169-193, 1998.
- BÁLKIN, David B.; GÓMEZ-MEJIA, Luis R. Toward a contingency theory of compensation strategy. **Strategic Management Journal**, v. 8, n. 2, p. 169-182, mar/apr. 1987.
- BARBOSA, G. C. **Análise da associação entre os indicadores de gestão das universidades federais e o desempenho discente no Enade**, 2011. 116 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRRN, Universidade de Brasília, Brasília, 2011.
- BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.
- BARKEMA, Harry G.; MEJIA, Luis R. Gomez. Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework. **The Academy of Management Journal**, v. 41, p. 135-145, 1998.
- BARNEY, Jacob. **Corporate Scandals, Executive Compensation, and International Corporate Governance Convergence: A U.S.-Australia Case Study**, 2009. Disponível em: <[http://works.bepress.com/jacob\\_barney/1](http://works.bepress.com/jacob_barney/1)>. Acesso em: 7 dez 2012.
- BARONTINI, Roberto; BOZZI, Stefano. Board Compensation and Ownership Structure: Empirical Evidence for Italian Listed Companies. **Journal of Management and Governance**, v. 15, p. 59-89, 2011.
- BARREVELD, Dirk J. **The Enron Collapse**, Lincoln, NE, 2002.
- BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. Pay Without Performance. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 17, p. 8-23, 2005.
- BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. Executive Compensation as an Agency Problem. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 17, p. 71-92, 2003.

BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse. Power, rent extraction, and executive compensation. **CESifo Forum**, v. 3, 2002.

BEM-AMAR, W; ZEGHAL, D. Board of directors' independence and executive compensation disclosure transparency: Canadian evidence. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 12, n. 1, p. 43-60, 2011.

BERTRAND, M.; MULLAINATHAN, S. Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are. **Quarterly Journal of Economics**, 2001.

BEUREN, Ilse Maria; SILVA, Júlio Oreste da. Remuneração dos executivos nas maiores empresas brasileiras da bovespa: análise da evidenciação à luz do modelo de Ferrarini, Moloney e Ungureanu. **RIGC**, v. X, n. 19, Enero-Junio, 2012.

BIERMAN, Harold Jr. **Accounting/Finance Lessons of Enron. A Case Study**, 2008.

BIZJAK, J.; BRICKLEY, J.; COLES, J. Stock-based incentive compensation and investment behavior. **Journal of Accounting and Economics**, v. 16, p. 349-372, 1993.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO E BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS – **BM&FBOVESPA**, 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 7 dez 2012.

BOYD, B.K. Board control and CEO compensation. **Strategic Management Journal**, v. 15, p. 335-344, 1994.

BRICK, Ivan E.; PALMON, Oded; WALD, John K. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? **Journal of Corporate Finance**, v.12, p. 403-423, 2006.

BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. 2.ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H. Remuneração executiva, desempenho econômico financeiro e a estrutura de governança corporativa de empresas brasileiras. In: ENANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H.; BOAS, A. P. Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. In: ENEGEP, 27., 2007, Foz do Iguaçu. **Anais...** Rio de Janeiro: ABEPRO, 2007.

CARTON, Robert B.; HOFER, Charles W. **Measuring organizational performance: metrics for entrepreneurship and strategic management research**. Northampton: Edward Elgar, 2006.

CHHAOCHHARIA, Vidhi, GRINSTEIN, Yaniv. CEO Compensation and Board Structure. **The Journal of Finance**, v. 64, p. 231-261, 2009.

CHIAVENATO, Idalberto. **Recursos Humanos**. Ed. Compacta. São Paulo: Atlas, 2000.

CHIEN, Alisson Yi. **A remuneração dos executivos tem impacto no valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto?** Dissertação (Mestrado em Finanças e

Economia Empresarial) - Escola de Pós Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012.

CHOI, Frederick D. S.; MEEK, Gary K. **International Accounting**. 6.ed., 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **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. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 7 dez 2012.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **PRONUNCIAMENTO TÉCNICO CPC 33 – Benefícios a empregados**. 2009. Disponível em: <[www.cpc.org.br](http://www.cpc.org.br)>. Acesso em: 7 dez 2012.

CONYON, Martin J., HE, Lerong. **CEO Compensation and Corporate Governance in China, 2012**. Disponível em: <<http://ssrn.com/>>. Acesso em: 7 dez 2012.

CONYON, Martin J.; HE, Lerong. Executive compensation and corporate governance in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, p. 1158-1175, 2011.

CONYON, Martin J; PECK, Simon I. Board control, remuneration committees and top management compensation. **Academy of Management Journal**; p. 146, abr. 1998.

CORE, J.; GUAY, W. The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, p. 151-184, 1999.

CORE, J.; GUAY, W.; LARCKER, D. Executive equity compensation and incentives: A survey. **Economic Policy Review** - Federal Reserve Bank of New York 9:1, p. 27-50, 2003.

CORE, John E.; GUAY, Wayne; LARCKER, David F. The power of the pen and executive compensation. **Journal of Financial Economics**, v.88, p. 1-25, 2008.

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

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; BRESSAN, A. A. O efeito da liquidez sobre a rentabilidade de mercado das ações negociadas no mercado acionário Brasileiro. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos – BASE**, v. 5, n. 2, p. 111-118, 2008.

DANTAS, José Alves. **Auditoria em instituições financeiras: Determinantes de qualidade no mercado brasileiro**, 2009. 172 f. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN, Universidade de Brasília, Brasília, 2012.

DECHOW, P. M.; HUSON, M. R.; SLOAN, R. G. The effect of restructuring charges on executives' cash compensation. **The Accounting Review**, v. 69, n. 1, p. 138-156, 1994.

DIAS, Warley de Oliveira. **Remuneração variável nas empresas brasileiras: estudo de determinantes da utilização de stock options**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2010.



DIAS, Warley de Oliveira; BARBOSA NETO, João Estevão; MÁRIO, Poueri do Carmo. Política de remuneração no contexto organizacional: um estudo da produção científica nos periódicos brasileiros. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS – ANPCONT*, V., 2011, Vitória.

**Anais...** Vitória: 2011.

DUFFHUES, Pieter; KABIR, Rezaul. Is the pay -performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 18, p. 45-60, 2007.

DUTRA, Joel Souza. **Gestão de pessoas**. São Paulo: Atlas, 2002.

EICHHOLTZ, Piet M. A.; KOK, Nils; OTTEN, Roger. Executive Compensation in UK Property Companies. **J Real Estate Finan Econ**, v. 36, p. 405–426, 2008.

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, p. 288-307, abr.1980

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

FELTRAM, G. A.; XIE, J. Performance measure congruity and diversity in Multi-Task Principal/Agent Relations. **The Accounting Review**, p. 429-453, jul. 1994.

FERRARINI, G.; MOLONEY, N.; UNGUREANU, M.C. Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis. **ECGI - Law Working Paper**, n. 126, jun. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1418463>>. Acesso em: 7 dez 2012.

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

FIRTH, Michael, Lohne, Johan Chr., ROPSTAD, Ruth, SJO, Jarle. The Remuneration of CEOs and Corporate Financial Performance in Norway. **Managerial and Decision Economics**, v. 17, p. 291-301, 1996.

FRYDMAN, Carola; SAKS, Raven E. Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936–2005. **The Review of Financial Studies**, v. 23, 2010.

GABAIX, X.; LANDIER A. Why Has CEO Pay Increased So Much? **Quarterly Journal of Economics**, v. 123, n. 1, p. 49-100, 2008.

GAREN, J. E. Executive Compensation and Principal-Agent Theory. **Journal of Political Economy**, v. 102, n. 6, p. 1175-1199, 1994.

GIBBONS, R. Incentives in Organizations. **Journal of Economic Perspectives**, v. 12, n. 4, p. 115-132, 1998.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. 6. ed. Pearson: New Jersey, 2008.

GREGG, Paul; JEWELL, Sarah; TONKS, Ian. Executive Pay and Performance in the UK. **Axa Working Paper Series**, v. 5, 2010.

GRILICHES, Z.; RAO, P. Small properties of several two-stage regression methods in the context of autocorrelated errors. **Journal of the American Statistical Association**, v. 64, p. 253-272, 1969.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GUNDERSON, Morley. Economics of Personnel and Human Resource Management. **Human Resource Management Review**, v. 11, p. 431-452, 2001.

Haidar, Rodrigo. **Liminar desobriga executivos de divulgar salários**. Conjur, out, 2010. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2010-out-09/liminar-desobriga-executivos-divulgar-salarios-internet>>. Acesso em: 7 dez 2012.

HALL, B.; LIEBMAN J. Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? **Quarterly Journal of Economics**, v. 103, p. 653-691, 1998.

HALL, B.J. What You Need to Know About Stock Options. **Harvard Business Review**, p. 121-129, 2000.

HALLOCK, K.F. Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 32, p. 331-344, 1997.

HANASHIRO, Darci M. *et al* (Org.). **Gestão do fator humano: uma visão baseada em stakeholders**. São Paulo: Saraiva, 2007.

HILB, Martin. **New Corporate Governance. Successful Board Management Tools**. Second Edition, Heidelberg, 2006.

HOLMSTROM, B. Moral hazard and observability. **The Bell Journal of Economics**, p. 79-91, primavera, 1979.

HOLMSTROM, B. Moral hazard in Teams. **The Bell Journal of Economics** p. 324-340, outono, 1982.

HOLMSTROM, B.; MILGROM, P. Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 7, p. 24-52, 1991.

HUBBARD, R. Glenn; PALIA, Darius. Executive pay and performance Evidence from the U.S. banking industry. **Journal of Financial Economics**, v. 39, p. 105-130, 1995.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB. **International Accounting Standard 19 - Employee Benefits**, 2012. Disponível em: <[www.ifrs.org](http://www.ifrs.org)>. Acesso em: 7 dez 2012.

JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1. ed. Harvard University Press, 2001.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Rev. adm. empres.**, São Paulo, v. 48, n. 2, June, 2008 . Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-75902008000200013&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902008000200013&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 7 dez 2012.

KALYTA, Paul; MAGNAN, Michel. Executive pensions, disclosure quality, and rent extraction. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 27, p. 133-166, 2008.

KATO, Takao; LONG, Cheryl. Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance in China: Evidence from Firms Listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges. **Economic Development & Cultural Change**, v. 54, n. 4, p. 945-983, jul, 2006.

KRAUTER, E. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro**: um estudo com empresas industriais brasileiras. São Paulo, 2009. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2009.

KUHNEN, C. M.; ZWIEBEL, J. H. Executive Pay, Hidden Compensation and Managerial Entrenchment. Rock Center for Corporate Governance. **Working Paper**, n. 16, 2007a.

KUHNEN, C. M.; ZWIEBEL, J. H. Executive Pay, Hidden Compensation and Managerial Entrenchment. **Rock Center for Corporate Governance Working Paper**, n. 16, 2007b.

KUHNEN, C.; NIESSEN, A. Is executive compensation shaped by public attitudes? **Working Paper**, 2009.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, October, 2000.

LAKSMANA, Indrarini. **Corporate board governance and voluntary disclosure of Executive compensation practices**. nov, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1103717>>. Acesso em: 12 dez 2011.

LAMBERT, R., LARCKER, D., WEIGELT, K. The structure of organizational incentives. **Administrative Science Quarterly**, 38, p. 438-461, 1993.

LAZEAR, E. P. The Future of Personnel Economics. **Economic Journal**, v. 110, p. 611-639, November, 2000.

LAZEAR, E. P.; SHAW, Kathryn L. Personnel Economics: The Economist's View of Human Resources. **Journal of Economic Perspectives**, American Economic Association, v. 21, n. 4, p. 91-114, 2007.

LEHN, Kenneth. Corporate governance in the deregulated telecommunications industry: lessons from the airline industry. **Telecommunications Policy**, v. 26, p. 225–242, 2002.

LEVITT, A. The importance of high quality accounting standards. **Accounting Horizons**, v.12, n. 1, p. 79–82, 1998.

LEWELLEN, W. G. Executive Compensation in Large Industrial Corporations. New York: **National Bureau of Economic Research**, 1968.

LEWELLEN; W. G.; HUNTSMAN, B. Managerial pay and corporate performance. **American Economic Review**, v. 60, n. 4, 1970.

LIU, W. A liquidity-augmented capital asset pricing model. **Journal of Financial Economics**, v.82, p. 631-671, 2006.

LOPES, Bruno de Souza. **Efeitos da adoção de planos de opções de compra de ações sobre o valor das empresas brasileiras no período 2002-2009**. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) - programa de Pós-Graduação em Economia Aplicada da Faculdade de Economia e Administração da Universidade Federal de Juiz de Fora, Juiz de Fora, 2009.

LUCAS JR., R. E. On the Size Distribution of Business Firms. **The Bell Journal of Economics**, v. 9, n. 2, p. 508-23, 1978.

LUO, Yongli; JACKSON, Dave O. Executive Compensation, Ownership Structure and Firm Performance in Chinese Financial Corporation. **Global Business and Finance Review**, p. 56-74, 2012.

MAIN, Brian G. M.; BRUCE, Alistair; BUCK, Trevor. Total Board Remuneration and Company Performance. **The Economic Journal**, v. 106, p. 1627-1644, 1996.

MANO, Cristiane *et al.* O que deu errado com os bônus. **Exame. São Paulo**, Abril, ed. 939, ano 43, n. 5, 2009.

MARCON, R.; GODOI, C. K. Desempenho Financeiro das Empresas e Remuneração Por Stock Options: Um Estudo Multissetorial. **Faces Revista de Administração**, v. 3, n. 1, p. 59-76, 2004.

MARQUART, A.; LUNKES, R. J.; VICENTE, E. F. R. Evidenciação dos sistemas de remuneração variável nos relatórios de companhias abertas. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 8., 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2008.

McCONNELL, J.; SERVAES, H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. **Journal of Financial Economics**, v. 27, p. 595-618, 1990.

MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. **Corporate Governance**. 5 ed., 2011.

MORCK, R., A. SHLEIFER, AND R. VISHNY. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-316, 1988.

MORLEY, M. **Sarbanes-Oxley Simplified**. 2. Ed. Revisada para o Kindle. Toronto: Nixon-Carre, 2011.

MURPHY, K. J. Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, p. 11-42, 1985.

MURPHY, K. J. Executive Compensation. *In* Orley Ashenfelter and David Card (eds.). **Handbook of Labor Economics**3B. p. 2485–518. Amsterdam, New York: North Holland, 1999.

NASCIMENTO, Eduardo Mendes; DIAS, Warley de Oliveira; BARBOSA NETO, João Estevão; CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da. Teoria da Agência e Remuneração de Executivos: influência do uso de *stock options* no desempenho das empresas brasileiras. 11º CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, São Paulo. **Anais...**, São Paulo: 2011.

OFEK, E.; YERMACK, D. Taking stock: Equity-based compensation and the evolution of managerial ownership. **Journal of Finance**, v. 55, p. 1367-1384, 2000.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Principles of Corporate Governance**. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: 7 dez 2012.

OSMA, Beatriz García, GUILLAMÓN-SAORÍN, Encarna. Corporate governance and impression management in annual results press releases. **Accounting, Organizations and Society**, v. 36, p. 187–207, 2011.

OYADOMARI, José Carlos Tiomatsu; DULTRA-DE-LIMA, Ronaldo Gomes; AGUIAR, Andson Braga de; BALDUSSI, Cristian A. Modelo de Remuneração Variável Atrelada ao Balanced Scorecard. **Tecnologias de Administração e Contabilidade**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 1, p. 33-49, Jan./Jun, 2012.

OYER, P. Salary or Benefits? **NBER Working Papers**, n. 11817, 2005.

OYER, P.; SCOTT, S. Personnel Economics: Hiring and Incentives. **Handbook of Labor Economics**, Elsevier, 2011.

PAREDES, T. 2009. **Remarks before the Symposium on The Past, Present, and Future of the SEC**. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch101609tap.htm>>. Acesso em: 7 dez 2012.

PAVLIK, E. L., SCOTT, T. W.; TIESSEN, P. Executive compensation: Issues and Research. **Journal of Accounting Literature**, p. 131-189, 1993.

PERRY, T.; ZENNER, M. Pay for performance? Government regulation and the structure of compensation contracts. **Journal of Financial Economics**, v. 62, p. 453-488, 2001.

PINTO, Marcos Barbosa. Relação entre Dispersão Acionária e Remuneração dos Administradores de Companhias Abertas Brasileiras. Dissertação de Mestrado. Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, 2011.

RADEBAUGH, Lee.; GRAY, Sidney J.; BLACK, Ervin L. **International Accounting and Multinational Enterprises**, John Willey & Sons, 2006.

ROBINSON, John R.; XUE, Yanfeng; YU, Yong. Determinants of Disclosure Noncompliance and the Effect of the SEC Review: Evidence from the 2006 Mandated Compensation Disclosure Regulations. **The Accounting Review American Accounting Association**, v. 86, p. 1415-1444, 2011.

ROSEN, S. Contracts and the Market for Executives. *In: LARS WERIN E HANS WIJKANDER (eds.), Contract Economics*. p. 181-217, 1992, Cambridge, MA: Blackwell Publishers, 1992, Cambridge, 1992.

ROSEN, S. The Economics of Superstars. **American Economic Review**, v. 71, p. 845-858, 1981.

ROSEN, S.. Authority, Control and the Distribution of Earnings. **Bell Journal of Economics**, v. 13, p. 311-323, 1982.

SAMPAIO, Mariana Nádira Lima. **Governança Corporativa e Remuneração de Executivos no Brasil**. 2009. Dissertação (Mestrado em Administração) - Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2009.

SARBANES OXLEY ACT. U.S. House of representatives, Committee on Financial Services. **Public Law N° p. 107-204**, Washington, D.C.: Government Printing Office, 2002.

SCOTT, William R. **Financial Accounting Theory**. Pearson Education Canada, Toronto, 5.ed., 2009.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Final rule: executive compensation and related person disclosure**. Release n. 33-8732a, 2006.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, J.O; BEUREN, I.M. Evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na Bovespa. *In: IV CONGRESSO ANPCONT*, Natal. **Anais...** Natal: 2010.

SILVA, P. C. C. **Transparência de Remuneração de Executivos e Governança Corporativa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial). Fundação Getúlio Vargas - Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

TERVIO, M. The Difference That CEOs Make: An Assignment Model Approach. **American Economic Review**, v. 98, n. 3, p. 642–668, 2008.

THOMPSON, Steve. The impact of corporate governance reforms on the remuneration of executives in the UK. **Corporate Governance: An International Review**, v. 13, n. 1, p. 19-25, 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=645425>>. Acesso em: 7 dez 2012.

TOSI, Henry L., SHEN, Wei; GENTRY, Richard J. Why Outsiders on Boards Can't Solve the Corporate Governance Problem. **Organizational Dynamics**, v. 32, n. 2, p. 180-192, 2003.

VIEIRA, K. M.; MILACH, F. T. Liquidez/Iliquidez no mercado Brasileiro: comportamento no período 1995-2005 e suas relações com o retorno. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos – BASE**, v. 5, n. 1, p. 5-16, 2008.

WATTS, Ross L.; ZIMBERMAN, Jerold L. **Positive Accounting Theory**. New Jersey, 1986.

WEARING, Robert. **Cases in Corporate Governance**. Longres: SAGE, 2005.

WEISS, A. Human Capital vs. Signalling Explanation of Wages. **Journal of Economic Perspectives**, v. 9, n. 4, p. 133-154, 1995.

WILCOX, John C. **Relações com investidores**. n. 141, mar. 2010. Disponível em: <<http://www.revistari.com.br>>. Acesso em: 7 dez 2012.

WINK, Priscila Karla da Silva; SILVA, Sheila Messias da; LIBONATI, Jeronymo José. Remuneração dos conselhos de administração, executivo e fiscal - uma análise nas 10 maiores empresas brasileiras listadas na BM&F, Bovespa. **ReCont : Registro Contábil**, v. 2, n. 1, 2011.

XAVIER, Paulo R. *et al.* **Remuneração variável**. São Paulo: Makron, 1999.

YERMACK, D. Do corporations award CEO stock options effectively? **Journal of Financial Economics**, v. 39, p. 237-269, 1995.

YOUNG, Steven; YANG, Jing. Stock Repurchases and Executive Compensation Contract Design: The Role of Earnings Per Share Performance Conditions. **The Accounting Review**, set. 2008.

## APÊNDICE A: Composição da Amostra

**Quadro 10:** Empresas da amostra por ordem de liquidez

	<b>Razão Social*</b>	<b>Nome do Pregão**</b>	<b>Classe***</b>	<b>Setor Econômica</b>
1	Petroleo Brasileiro S.A. Petrobras	Petrobras	PNC	Petróleo e Gas
2	Vale S.A.	Vale	PNA	Mineração
3	OGX Petróleo e Gás Participações S.A.	OGX Petroleo	ON	Petróleo e Gas
4	BMFBovespa S.A. Bolsa Valores MercFut	BMF Bovespa	ON	Finanças e Seguros
5	Itaú Unibanco Holding S.A.	ItauUnibanco	PN	Finanças e Seguros
6	Gerdau S.A.	Gerdau	PN	Siderur&Metalur
7	BCO Brasil S.A.	Brasil	ON	Finanças e Seguros
8	BCO Bradesco S.A.	Bradesco	PN	Finanças e Seguros
9	PDG Realty S.A. Empreend. e Participações	PDG Realt	ON	Construção
10	Itausa Investimentos Itaú S.A.	Itausa	PN	Outros
11	Usinas Sid de Minas Gerais S.A.- Usiminas	Usiminas	PNA	Siderur&Metalur
12	Cyrela Brasil Realty S.A. Empreend. e Part.	CyrelaRealty	ON	Construção
13	Gafisa S.A.	Gafisa	ON	Construção
14	LaepInvestments LTD.	Laep	A	Alimentos e Beb
15	Cia Sidúrgica Nacional	Sid Nacional	ON	Siderur&Metalur
16	MRV Engenharia e Participações S.A.	MRV	ON	Construção
17	Cielo S.A.	Cielo	ON	Software e Dados
18	JBS S.A.	JBS	ON	Alimentos e Beb
19	MMX Mineração e Metálicos S.A.	MMX Miner	ON	Mineração
20	All América Latina Logística S.A.	AllAmerLat	ON	Transporte Serviç
21	Rossi Residencial S.A.	Rossi Resid	ON	Construção
22	Lojas Americanas S.A.	Lojas Americ	PN	Comércio
23	Redecard S.A.	Redecard	ON	Software e Dados
24	Telec Brasileiras S.A. - Telebrás	Telebras	PN	Telecomunicações
25	BRF – Brasil Foods S.A.	BRF Foods	ON	Alimentos e Beb
26	Fibria Celulose S.A.	Fibria	ON	Papel e Celulose
27	Cia Energética de Minas Gerais - Cemig	Cemig	PN	Energia Elétrica
28	Brookfield Incorporações S.A.	Brookfield	ON	Construção
29	Llx Logística S.A.	Llx Log	ON	Outros
30	Hypermarcas S.A.	Hypermarcas	ON	Outros
31	Bco Santander (Brasil) S.A.	Santander BR	UNT N2	Finanças e Seguros
32	Lojas Renner S.A.	Lojas Renner	ON	Comércio
33	Vanguarda Agro S.A.	V-Agro	ON	Outros
34	Bradespar S.A.	Bradespar	PN	Outros
35	Natura Cosméticos S.A.	Natura	ON	Comércio
36	Marfrig Alimentos S/A	Marfrig	ON	Alimentos e Beb
37	Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	Gol	PN	Transporte Serviç
38	Metalúrgica Gerdau S.A.	Gerdau Met	PN	Siderur&Metalur
39	TamS.A.	Tam S/A	PN	Transporte Serviç
40	Cosan S.A. Indústria e Comércio	Cosan	ON	Alimentos e Beb



41	Klabin S.A.	Klabin S/A	PN	Papel e Celulose
42	Duratex S.A.	Duratex	ON	Outros
43	CCR S.A.	CCR SA	ON	Transporte Serviç
44	Centrais Elet. Bras. S.A. - Eletrobras	Eletrobras	PNB	Energia Elétrica
45	Cia Brasileira de Distribuição	P.Acucar-Cbd	PN	Comércio
46	Embraer S.A.	Embraer	ON	Veiculos e peças
47	Cesp – Cia Energética de São Paulo	Cesp	PNB	Energia Elétrica
48	Suzano Papel e Celulose S.A.	Suzano Papel	PNA	Papel e Celulose
49	EletropauloMetrop. Elet. São Paulo S.A.	Eletropaulo	PN	Energia Elétrica
50	Braskem S.A.	Braskem	PNA	Química
51	Cia Paranaense de Energia - Copel	Copel	PNB	Energia Elétrica
52	B2W – Companhia Global do Varejo	B2W Varejo	ON	Comércio
53	Net Serviços de Comunicação S.A.	Net	PN	Outros
54	BR Malls Participações S.A.	BR Malls Par	ON	Outros
55	Light S.A.	Light S/A	ON	Energia Elétrica
56	Refinaria de Petróleos Manguinhos S.A.	Pet Manguinh	ON	Petróleo e Gas
57	Tractebel Energia S.A.	Tractebel	ON	Energia Elétrica
58	Cia Bebidas das Américas - Ambev	Ambev	PN	Alimentos e Beb
59	CPFL Energia S.A.	CPFL Energia	ON	Energia Elétrica
60	Diagnósticos da América S.A.	Dasa	ON	Outros
61	Kepler Weber S.A.	Kepler Weber	ON	Siderur&Metalur
62	LocalizaRent a Car S.A.	Localiza	ON	Outros
63	AES Tiete S.A.	AES Tiete	PN	Energia Elétrica
64	Bco Estado do Rio Grande do Sul S.A.	Banrisul	PNB	Finanças e Seguros
65	Souza Cruz S.A.	Souza Cruz	ON	Outros
66	Cia Saneamento Básico Est São Paulo	Sabesp	ON	Outros
67	Paranapanema S.A.	Paranapanema	ON	Siderur&Metalur
68	EDP - Energias do Brasil S.A.	Energias BR	ON	Energia Elétrica
69	Even Construtora e Incorporadora S.A.	Even	ON	Construção
70	Randon S.A. Implementos e Participações	Randon Part	PN	Veiculos e peças
71	Cia Hering	Cia Hering	ON	Textil
72	Viver Incorporadora e Construtora S.A.	Viver	ON	Construção
73	Tim Participações S/A	Tim Part S/A	ON	Telecomunicações
74	Marcopolo S.A.	Marcopolo	PN	Veiculos e peças
75	Amil Participações S.A.	Amil	ON	Outros
76	MPX Energia S.A.	MPX Energia	ON	Energia Elétrica
77	Multiplan – Empreend. Imobiliários S.A.	Multiplan	ON	Outros
78	Brasil Brokers Participações S.A.	BR Brokers	ON	Outros
79	CTEEP - Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista	TranPaulist	PN	Energia Elétrica
80	Anhanguera Educacional Participações S.A.	Anhanguera	ON	Outros
81	Weg S.A.	Weg	ON	Máquinas Indust
82	Positivo Informática S.A.	Positivo Inf	ON	Eletroeletrônicos
83	Cia Saneamento de Minas Gerais Copasa MG	Copasa	ON	Outros
84	Telemar Norte Leste S.A.	Telemar N L	PNA	Telecomunicações

85	BcoPanamericano S.A.	Panamericano	PN	Finanças e Seguros
86	Telefônica Brasil S.A.	Telef Brasil	PN	Telecomunicações
87	Inepar Telecomunicações S.A.	Inepar Tel	ON	Telecomunicações
88	Magnesita Refratários S.A.	Magnesita SA	ON	Mineração
89	Odontoprev S.A.	Odontoprev	ON	Outros
90	Plascar Participações Industriais S.A.	Plascar Part	ON	Veiculos e peças
91	Unipar Participações S.A.	Unipar	PNB	Química
92	Sul America S.A.	Sul America	UNT N2	Finanças e Seguros
93	Lupatech S.A.	Lupatech	ON	Siderur&Metalur
94	IochpeMaxion S.A.	Iochp-Maxion	ON	Veiculos e peças
95	Minerva S.A.	Minerva	ON	Alimentos e Beb
96	JHSF Participações S.A.	JHSF Part	ON	Construção
97	Cetip S.A. Mercados Organizados	Cetip	ON	Finanças e Seguros
98	Inepar S.A. Indústria e Construções	Inepar	PN	Outros
99	SLC Agricola S.A.	SLC Agricola	ON	Agro e Pesca
100	BcoAbc Brasil S.A.	Abc Brasil	PN	Finanças e Seguros
101	Marisa Lojas S.A.	Lojas Marisa	ON	Comércio
102	EzTecEmpreend.e Participações S.A.	Eztec	ON	Construção
103	Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.	Iguatemi	ON	Outros
104	MetalgraficaIguacu S.A.	Metal Iguacu	PN	Siderur&Metalur
105	Totvs S.A.	Totvs	ON	Software e Dados
106	GpInvestments LTD.	GpInvest	A	Outros
107	Equatorial Energia S.A.	Equatorial	ON	Energia Elétrica
108	Teka – Tecelagem Kuehnrich S.A.	Teka	PN	Textil
109	Fertilizantes Heringer S.A.	Fer Heringer	ON	Química
110	Manufatura de Brinquedos Estrela S.A.	Estrela	PN	Outros
111	Bco Industrial e Comercial S.A.	Bicbanco	PN	Finanças e Seguros
112	Minupar Participações S.A.	Minupar	ON	Alimentos e Beb
113	ObrasconHuarteLain Brasil S.A.	OHL Brasil	ON	Transporte Serviç
114	Cia Ferro Linhas da Bahia - Ferbasa	Ferbasa	PN	Siderur&Metalur
115	Ideiasnet S.A.	Ideiasnet	ON	Outros
116	Eucatex S.A. Industria e Comércio	Eucatex	PN	Outros
117	Sao Martinho S.A.	Sao Martinho	ON	Alimentos e Beb
118	Fleury S.A.	Fleury	ON	Outros
119	Kroton Educacional S/A	Kroton	UNT N2	Outros

**Fonte:** Elaboração própria

\*A razão social das empresas está de acordo com os dados da BM&F Bovespa no ano de 2012.

\*\*O nome do pregão está de acordo com os dados da Economática.

\*\*\***ON:** Ações ordinárias (com direito a voto); **PN, PNA, PNB, PNC:** Ações Preferenciais (há preferência na distribuição dos resultados), sendo que as classes A, B e C constam do estatuto social das empresas); **UNT N2:**unit.

**Quadro 11:** Empresas excluídas da amostra

	<b>Razão Social*</b>	<b>Nome do Pregão**</b>	<b>Classe***</b>	<b>Setor Econômica</b>
1	IGB Eletrônica S/A	IGB S/A	ON	Eletroeletrônicos
2	Brasil Telecom S/A	Brasil Telec	PN	Telecomunicações
3	Confab Industrial S/A	Confab	PN	Siderur&Metalur
4	Tecnosolo Engenharia S/A	Tecnosolo	ON	Outros
5	-	Telemar	PN	Telecomunicações
6	Porto Seguro S.A.	Porto Seguro	ON	Finanças e Seguros

**Fonte:** Elaboração própria

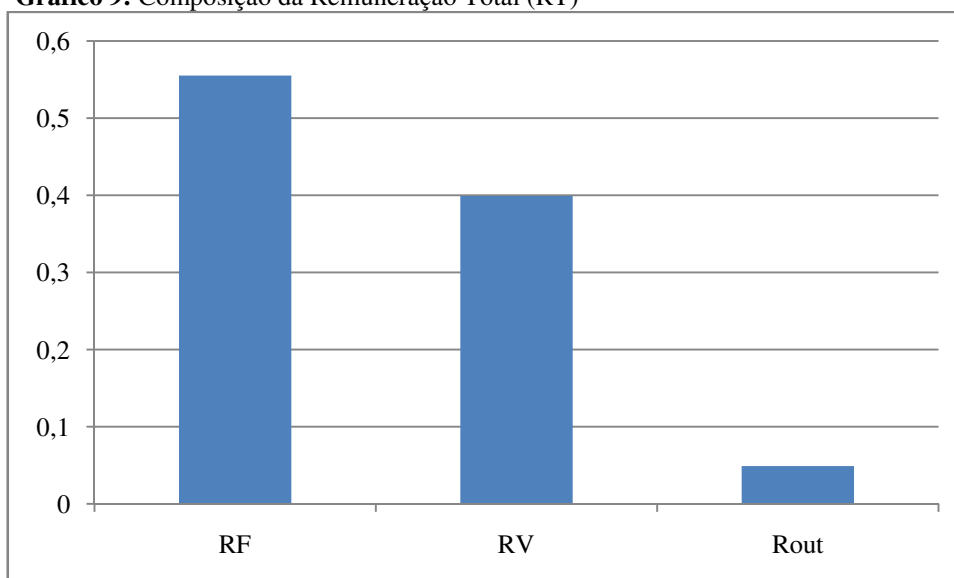
\*A razão social das empresas está de acordo com os dados da BM&F Bovespa no ano de 2012.

\*\*O nome do pregão está de acordo com os dados da Econômica.

\*\*\***ON:** Ações ordinárias (com direito a voto); **PN, PNA, PNB, PNC:** Ações Preferenciais (há preferência na distribuição dos resultados), sendo que as classes A, B e C constam do estatuto social das empresas);

## APÊNDICE B: Realocação da Remuneração Baseada em Ações (BA)

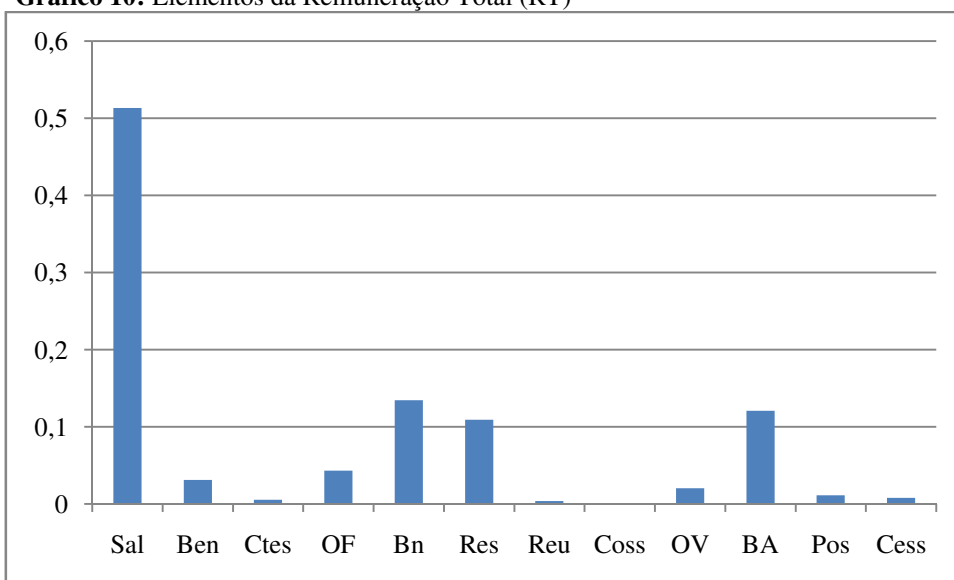
**Gráfico 9:** Composição da Remuneração Total (RT)



**Fonte:** Elaboração Própria

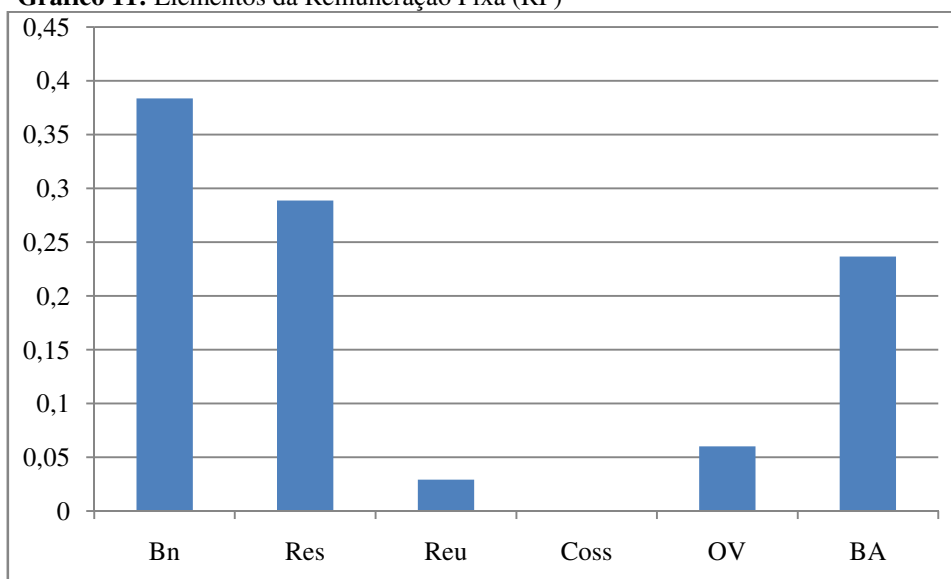
Em que: RF: remuneração fixa; RV: remuneração variável; Rout: outras formas de remuneração. RF = 55,51%, RV = 39,93%, Rout = 4,56%. Os dados estão representados em porcentagem do montante em média da remuneração total (RT) distribuída a cada uma das formas de remuneração referente somente à Diretoria Estatutária de cada empresa. Os dados se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011).

**Gráfico 10:** Elementos da Remuneração Total (RT)



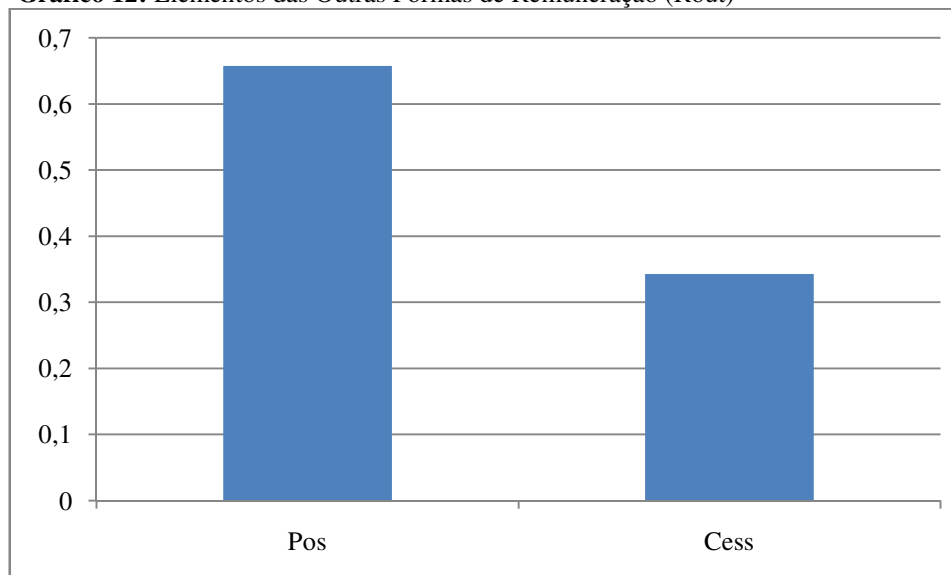
**Fonte:** Elaboração Própria

Em que: Sal: Salário ou pró-labore, Ben: Benefícios diretos e indiretos, Cte: Participações em comitês, OF: Outros valores fixos, Bn: Bônus, Res: Participação de resultados, Reu: Participação em reuniões, Coss: Comissões, OV: Outros valores variáveis, BA: Baseada em ações, Pos: Pós-emprego, Cess: Cessação do cargo. Os dados estão representados em porcentagem do montante em média da remuneração total (RT) distribuída a cada um dos elementos da remuneração referente somente à Diretoria Estatutária de cada empresa. Os dados se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011).

**Gráfico 11:** Elementos da Remuneração Fixa (RF)

**Fonte:** Elaboração própria

Em que: Bn: Bônus, Res: Participação de resultados, Reu: Participação em reuniões, Coss: Comissões, OV: outros valores variáveis, BA: Baseada em ações. Os dados estão representados em porcentagem do montante em média da remuneração total (RT) distribuída a cada uma das formas de remuneração referente somente à Diretoria Estatutária de cada empresa e considerando o elemento Remuneração Baseada em Ações (BA) como remuneração variável (RV). Os dados se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011).

**Gráfico 12:** Elementos das Outras Formas de Remuneração (Rout)

**Fonte:** Elaboração Própria

Em que: Pos: Pós-emprego, Cess: Cessação do cargo. Os dados estão representados em porcentagem do montante em média da remuneração total (RT) distribuída a cada uma das formas de remuneração referente somente à Diretoria Estatutária de cada empresa e considerando o elemento Remuneração Baseada em Ações (BA) como remuneração variável (RV). Os dados se referem aos dois anos de observação (2010 e 2011).

**APÊNDICE C:** Dada de publicação do FR pelas empresas

**Quadro 12:** Data divulgação FR pelas empresas

	<b>Razão Social*</b>	<b>Data FR 2010</b>	<b>Data FR 2011</b>	<b>Data FR 2012</b>
1	Petroleo Brasileiro S.A. Petrobras	02/08/2010	31/05/2011	04/05/2012
2	Vale S.A.	09/08/2010	31/05/2011	30/05/2012
3	OGX Petróleo e Gás Participações S.A.	31/08/2010	01/06/2011	31/05/2012
4	BMFBovespa S.A. Bolsa Valores MercFut	08/07/2010	30/05/2011	30/05/2012
5	Itaú Unibanco Holding S.A.	31/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
6	Gerdau S.A.	10/01/2011	23/03/2011	29/05/2012
7	BCO Brasil S.A.	08/12/2010	31/05/2011	30/05/2012
8	BCO Bradesco S.A.	23/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
9	PDG Realty S.A. Empreend. e Participações	01/09/2010	31/05/2011	17/05/2012
10	Itausa Investimentos Itaú S.A.	31/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
11	Usinas Sid de Minas Gerais S.A. - Usiminas	27/05/2011	20/08/2010	30/05/2012
12	Cyrela Brasil Realty S.A. Empreend. e Part.	30/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
13	Gafisa S.A.	31/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
14	LaepInvestments LTD.	30/05/2012	30/11/2011	15/09/2010
15	Cia Sidúrgica Nacional	12/08/2010	31/05/2011	16/10/2012
16	MRV Engenharia e Participações S.A.	13/08/2010	27/05/2011	14/03/2012
17	Cielo S.A.	30/06/2010	05/01/2011	27/01/2012
18	JBS S.A.	26/08/2010	14/06/2011	30/05/2012
19	MMX Mineração e Metálicos S.A.	27/08/2010	01/06/2011	31/05/2012
20	All América Latina Logística S.A.	27/08/2010	04/07/2011	31/05/2012
21	Rossi Residencial S.A.	30/06/2010	30/05/2011	29/05/2012
22	Lojas Americanas S.A.	30/06/2010	31/05/2011	31/05/2012
23	Redecard S.A.	27/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
24	Telec Brasileiras S.A. - Telebrás	24/08/2010	13/05/2011	28/05/2012
25	BRF – Brasil Foods S.A.	30/08/2010	10/05/2011	30/05/2012
26	Fibria Celulose S.A.	31/08/2010	06/05/2011	18/03/2012
27	Cia Energética de Minas Gerais - Cemig	12/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
28	Brookfield Incorporações S.A.	31/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
29	Llx Logística S.A.	03/09/2010	31/05/2011	30/05/2012
30	Hypermarcas S.A.	25/08/2010	09/02/2011	31/05/2012
31	Bco Santander (Brasil) S.A.	30/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
32	Lojas Renner S.A.	27/08/2010	31/05/2011	30/05/2012
33	Vanguarda Agro S.A.	31/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
34	Bradespar S.A.	23/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
35	Natura Cosméticos S.A.	02/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
36	Marfrig Alimentos S/A	27/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
37	Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	30/08/2010	25/05/2011	31/05/2012
38	Metalúrgica Gerdau S.A.	14/07/2010	23/03/2011	29/05/2012
39	TamS.A.	04/08/2010	31/05/2011	17/02/2012
40	Cosan S.A. Indústria e Comércio	-	01/09/2010	31/08/2011
41	Klabin S.A.	12/08/2010	19/05/2011	11/05/2012

42	Duratex S.A.	31/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
43	CCR S.A.	30/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
44	Centrais Elet. Bras. S.A. - Eletrobras	31/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
45	Cia Brasileira de Distribuição	31/08/2010	01/06/2011	31/05/2012
46	Embraer S.A.	02/09/2010	31/05/2011	30/05/2012
47	Cesp – Cia Energética de São Paulo	31/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
48	Suzano Papel e Celulose S.A.	31/08/2010	31/05/2011	15/05/2012
49	EletropauloMetrop. Elet. São Paulo S.A.	17/08/2010	30/05/2011	30/05/2012
50	Braskem S.A.	30/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
51	Cia Paranaense de Energia - Copel	30/06/2010	04/04/2011	31/05/2012
52	B2W – Companhia Global do Varejo	30/06/2010	01/06/2011	31/05/2012
53	Net Serviços de Comunicação S.A.	02/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
54	BR Malls Participações S.A.	31/08/2010	20/04/2011	04/06/2012
55	Light S.A.	31/08/2010	05/05/2011	18/04/2012
56	Refinaria de Petróleos Manguinhos S.A.	14/01/2011	15/07/2011	31/05/2012
57	Tractebel Energia S.A.	30/06/2010	31/05/2011	31/05/2012
58	Cia Bebidas das Américas - Ambev	31/08/2010	30/05/2011	25/05/2012
59	CPFL Energia S.A.	27/08/2010	31/05/2011	10/05/2012
60	Diagnósticos da América S.A.	31/08/2010	30/05/2011	31/05/2012
61	Kepler Weber S.A.	30/06/2010	31/05/2011	31/05/2012
62	LocalizaRent a Car S.A.	30/06/2010	04/05/2011	31/05/2012
63	AES Tiete S.A.	20/08/2010	30/05/2011	30/05/2012
64	Bco Estado do Rio Grande do Sul S.A.	02/07/2010	02/06/2011	30/05/2012
65	Souza Cruz S.A.	11/11/2010	31/05/2011	29/05/2012
66	Cia Saneamento Básico Est São Paulo	30/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
67	Parapanema S.A.	31/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
68	EDP - Energias do Brasil S.A.	30/08/2010	19/05/2011	30/05/2012
69	Even Construtora e Incorporadora S.A.	31/08/2010	31/05/2011	30/05/2012
70	Randon S.A. Implementos e Participações	30/06/2010	30/05/2011	30/05/2012
71	Cia Hering	13/07/2010	31/05/2011	28/05/2012
72	Viver Incorporadora e Construtora S.A.	30/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
73	Tim Participações S/A	03/11/2010	31/05/2011	31/05/2012
74	Marcopolo S.A.	30/06/2010	09/05/2011	09/05/2012
75	Amil Participações S.A.	29/06/2010	31/05/2011	31/05/2012
76	MPX Energia S.A.	30/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
77	Multiplan – Empreend. Imobiliários S.A.	30/08/2010	30/05/2011	31/05/2012
78	Brasil Brokers Participações S.A.	31/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
79	CTEEP - Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista	30/08/2010	27/05/2011	30/05/2012
80	Anhanguera Educacional Participações S.A.	11/10/2010	31/05/2011	31/05/2012
81	Weg S.A.	27/08/2010	31/05/2011	30/05/2012
82	Positivo Informática S.A.	31/08/2010	27/05/2011	31/05/2012
83	Cia Saneamento de Minas Gerais Copasa MG	01/09/2010	31/05/2011	28/05/2012
84	Telemar Norte Leste S.A.	25/08/2010	10/05/2011	-
85	BcoPanamericano S.A.	30/08/2010	01/06/2011	30/05/2012
86	Telefônica Brasil S.A.	25/08/2010	31/03/2011	29/05/2012

87	Inepar Telecomunicações S.A.	31/08/2010	17/06/2011	30/05/2012
88	Magnesita Refratários S.A.	31/08/2010	10/05/2011	29/05/2012
89	Odontoprev S.A.	30/06/2010	31/05/2011	30/05/2012
90	Plascar Participações Industriais S.A.	29/06/2010	27/04/2011	05/04/2012
91	Unipar Participações S.A.	08/07/2010	31/05/2011	31/05/2012
92	Sul America S.A.	30/06/2010	01/06/2011	30/05/2012
93	Lupatech S.A.	19/07/2010	02/05/2011	14/05/2012
94	IochpeMaxion S.A.	30/06/2010	27/05/2011	31/05/2012
95	Minerva S.A.	30/06/2010	14/02/2011	30/05/2012
96	JHSF Participações S.A.	16/07/2010	31/05/2011	31/05/2012
97	Cetip S.A. Mercados Organizados	02/08/2010	30/05/2011	25/05/2012
98	Inepar S.A. Indústria e Construções	31/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
99	SLC Agrícola S.A.	30/06/2010	31/05/2011	30/05/2012
100	BcoAbc Brasil S.A.	30/06/2010	31/05/2011	31/05/2012
101	Marisa Lojas S.A.	26/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
102	EzTecEmpreend.e Participações S.A.	31/08/2010	30/05/2011	31/05/2012
103	Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.	31/08/2010	26/05/2011	31/05/2012
104	MetalgraficaIguacu S.A.	30/06/2010	13/05/2011	25/05/2012
105	Totvs S.A.	07/07/2010	31/05/2011	30/05/2012
106	GpInvestments LTD.	31/08/2010	30/05/2011	30/05/2012
107	Equatorial Energia S.A.	30/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
108	Teka – Tecelagem Kuehnrich S.A.	30/06/2010	31/05/2011	31/05/2012
109	Fertilizantes Heringer S.A.	30/06/2010	31/05/2011	31/05/2012
110	Manufatura de Brinquedos Estrela S.A.	07/07/2011	07/07/2011	08/05/2012
111	Bco Industrial e Comercial S.A.	01/09/2010	31/05/2011	31/05/2012
112	Minupar Participações S.A.	31/08/2010	19/08/2011	31/05/2012
113	ObrasconHuarteLain Brasil S.A.	20/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
114	Cia Ferro Linhas da Bahia - Ferbasa	31/08/2010	30/05/2011	30/05/2012
115	Ideiasnet S.A.	31/08/2010	02/06/2011	31/05/2012
116	Eucatex S.A. Industria e Comércio	31/08/2010	31/05/2011	31/05/2012
117	Sao Martinho S.A.	-	30/08/2010	29/08/2011
118	Fleury S.A.	31/08/2010	27/05/2011	28/05/2012
119	Kroton Educacional S/A	23/08/2010	18/05/2011	31/05/2012