

ESTRUTURA DE GOVERNANÇA, DESEMPENHO ECONÔMICO- FINANCEIRO E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS DE COMPANHIAS BRASILEIRAS

Wendel Alex Castro Silva (FNH)
wendel.silva@unihorizontes.br

Marcos Antônio de Camargos (FNH-IBMECMG)
marcos.camargos@unihorizontes.br

Edimeire Alexandra Pinto (FNH-IBMECMG)
economatística@yahoo.com.br

Alfredo de Oliveira Melo (FHN)
diretoria@unihorizontes.br



A atual crise financeira mundial despertou a atenção para o elevado valor pago aos executivos das grandes corporações como forma de remuneração, incentivos e recompensas. Essa discussão encontra suporte teórico na teoria da agência e de governança corporativa, além de ser polêmica e pouco disseminada pelas empresas. O objetivo deste artigo é identificar e analisar os fatores determinantes da remuneração dos executivos de companhias brasileiras de capital aberto que têm American Depositary Receipts (ADRs), a partir de indicadores de desempenho econômico-financeiros e de estrutura de governança. O método utilizado foi uma Regressão Múltipla com dados em cross-section do ano de 2006, precedido de uma Análise de Componentes Principais (ACP) com rotação ortogonal Varimax. A amostra foi composta de 36 companhias. Os dados sobre governança corporativa e remuneração executiva foram extraídos do relatório 20-F exigido para as empresas que emitem títulos em bolsas norte-americanas. Concluiu-se que existe uma relação significativa estatisticamente entre a remuneração executiva e variáveis ligadas à diretoria executiva e ao conselho de administração, sinalizando que os pacotes de compensação de executivos estão diretamente associados ao monitoramento exercido pelo conselho de administração, confirmando o que preconiza a teoria da agência.

Palavras-chaves: Remuneração de Executivos, Teoria da Agência, Governança Corporativa, Desempenho Econômico-Financeiro

1.1

2. Introdução

A atual crise financeira mundial tem despertado a atenção para uma questão empresarial pouco discutida e disseminada pelas empresas, a do pacote de incentivos e de remuneração dos executivos das grandes corporações (sociedades anônimas). Se para muitos os ganhos desses executivos já eram excessivos e não condizentes com o desempenho e o retorno que proporcionavam aos acionistas desde os escândalos em corporações norte-americanas do início desta década, agora com o cenário de crise, isso se tornou um tema ainda mais polêmico, devido à perda de quantias exorbitantes no mercado financeiro, principalmente de acionistas de instituições financeiras. Além disso, a divulgação e em muitos casos, a manutenção dos ganhos dos seus executivos tem gerado questionamentos por parte da sociedade e das autoridades reguladoras. Nesse aspecto, Conyon, Greegg e Macchin (1995) já salientavam o aumento excessivo na remuneração no período de recessão do início dos anos 1990 e para Hodgson (2003) a série de escândalos, em 2002, estava, na sua totalidade, intimamente relacionada com os abusos da remuneração.

As discussões desse tema começaram na obra seminal de Berle Jr. e Means (1932), *The Modern Corporation*, na qual eles descreveram os impactos da separação entre a propriedade e o controle gerencial das empresas, afirmando que os gerentes, muitas vezes, tomam decisões visando o seu bem-estar, evitando ações que possam potencialmente ameaçá-los, relegando assim, para segundo plano o seu objetivo principal, que seria a maximização da riqueza dos proprietários das empresas em que trabalham, os acionistas. Essa discussão veio a ser denominada de teoria da agência e, mais recentemente (início dos anos 1980), nos Estados Unidos, veio a ser completada pelos estudos sobre governança corporativa (GC). Em termos práticos a GC centra-se no desenvolvimento de mecanismos de preservação dos direitos, de observância dos deveres e da redução de riscos e conflitos, do policiamento do poder dos diversos atores organizacionais, visando assegurar um desempenho compatível com as exigências do retorno e de benefícios dos acionistas.

O tema da remuneração de executivos tem sido relevante e amplamente discutido pela comunidade acadêmica internacional (CONYON e PECK, 1998) no que se refere ao seu montante (excessiva ou não), tipo (variável, fixa, pacotes de incentivos, etc.) e outros se ela está atrelada ou relacionada ao desempenho da empresa. No Brasil as discussões sobre esse tema ainda carecem de um maior aprofundamento. São poucos os trabalhos e autores que se detiveram a pesquisar o tema, dentre os quais se destacam Funchal e Terra (2006) e Camargos e Helal (2007).

Partindo-se do pressuposto de que não existe uma relação significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho das companhias e sua governança corporativa, o objetivo deste artigo é identificar e analisar os fatores determinantes da remuneração dos executivos de companhias brasileiras que têm *American Depositary Receipts (ADRs)*, com base em indicadores de desempenho econômico-financeiros e de estrutura de governança. Para isso, foram analisados dados econômico-financeiros e de mercado (ações) do ano de 2006, de 36 companhias brasileiras. Na seqüência, é apresentado o quadro teórico de referência (teoria da agência, governança corporativa e remuneração dos executivos), seguido dos procedimentos metodológicos e análise e discussão dos resultados nas seções 2, 3 e 4, respectivamente. Encerra-se com as considerações finais e conclusões na seção 5, seguida das referências.

3. Quadro Teórico de Referência

3.1 Teoria da Agência

Na perspectiva neoclássica da firma como um conjunto de contratos (JENSEN e MECKLING, 1976), a separação da propriedade e controle, típica de grandes corporações, constitui-se de uma forma eficiente de organização econômica. Entretanto, os acionistas estão sujeitos a um modelo de concentração de propriedade, no qual são obrigados a conviver com problemas de incentivos, que assegurem o nível de desempenho desejado (FAMA, 1980).

A relação dirigente *versus* acionista é bastante delicada e tem inspirado estudos em diversas correntes teóricas. A questão crucial nesta relação reside na separação potencial entre controle e propriedade. Utilizando dados da economia norte-americana, Berle Jr. e Means (1932) encontraram evidências empíricas de correlação positiva entre propriedade pulverizada e tamanho da firma, mas correlação negativa entre pulverização e performance das firmas, preconizando as implicações da separação entre propriedade e controle.

Emergem com a corporação moderna, dois tipos de propriedade: 1. a *passiva*, conferida aos acionistas que, apesar de serem os proprietários legais e os receptores do lucro líquido da firma, não desejam ou não podem exercer isoladamente os seus direitos, por atribuir o poder da tomada de decisão a terceiros (administradores); 2. a *ativa*, detida pelos administradores, a quem os acionistas confiam sua riqueza e têm a responsabilidade de sua administração (KLOECKNER, 1994). Nesse sentido, Berle Jr. e Means (1932, p. 82) acrescentam que a propriedade material real da empresa foi substituída por “um pedaço de papel representando uma série de direitos e expectativas em relação a uma empresa”.

Nessa perspectiva os acionistas das companhias abertas são essencialmente emprestadores de recursos (patrimônio líquido) e proprietários indiretos, possuindo assim, as suas ações em si e não a corporação (DEMSETZ, 1967). O controle da empresa ficou conferido aos seus executivos que podem atuar com certa liberdade em prol, muitas vezes, de seus interesses particulares. Sobre isso, Jensen, Murphy e Wruck (2004) acrescentam que não se pode esperar que o executivo tome as mesmas decisões que os acionistas tomariam.

De acordo com Fama (1980), os acionistas se vêm obrigados a conviver com problemas de incentivo, por parte dos executivos, buscando assegurar que estes obtenham um nível de desempenho desejado. Entender e discutir esse problema tem sido o principal tema da teoria dos agentes, que, desde a década de 1960, tem se debruçado sobre as diversas relações e interesses conflitantes entre os agentes que ocorrem no interior das companhias.

Destaca-se que momentos de crise como o atual, exigem o aperfeiçoamento dos mecanismos de controle, visando induzir nos gerentes um comportamento maximizador dos lucros e riqueza dos proprietários, evitando assim o comportamento discricionário dos agentes. Na década de 1980 os estudos da teoria da agência que analisavam questões minimizadoras dos conflitos existentes entre os diversos atores de uma companhia passaram a ser chamados de governança corporativa, discutida na próxima seção.

3.2 Governança Corporativa (GC)

A GC pode ser entendida como “o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, para minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores.” (SILVEIRA, BARROS e FAMÁ, 2004, p. 4). Um dos seus objetivos é assim, minimizar o conflito de interesses atribuído aos executivos e acionistas nas grandes companhias.

A GC surgiu nos Estados Unidos pela força e pressão dos fundos de pensão sobre as grandes corporações. Esses fundos exigiram mais transparência e informações dessas empresas, com objetivo de limitar o poder dos acionistas controladores. Sua origem está assim, ligada à recuperação e aumento da transparência (*disclosure*) e a responsabilidade de prestação de contas e monitoramento dos gestores dessas companhias. Recentemente o tema da GC tem recebido atenção dos estudos acadêmicos, seja em nível nacional ou internacional. No primeiro caso a partir de iniciativas que o governo brasileiro e instituições reguladoras e operadoras adotaram no início desta década, buscando aperfeiçoar o mercado de capitais (Reforma da Lei 6.404/76, criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, entre outras ações). Trata-se de uma importante perspectiva teórica dotada de poder de explicação e de solução de muitos dos problemas enfrentados pelas organizações, além de ser considerada cada vez mais determinante do desempenho empresarial.

Para Shleifer e Vishny (1997) a GC pode ser vista como um conjunto de mecanismos pelos quais os investidores asseguram o retorno dos seus investimentos. Isto é, um conjunto de mecanismos que minimizam os problemas de agência e os seus custos. Isso é obtido pelo alinhamento ou convergência de objetivos de programas de incentivos, responsabilidades hierárquicas, alocação de tarefas e de poder dentro da hierarquia empresarial (SHLEIFER e VISHNY, 1997 e ZINGALES, 1997). Ou no contexto específico desta pesquisa, entre executivos e a empresa.

Uma das preocupações ou focos recentes dos estudos envolvendo a GC tem sido a análise do sistema de incentivos e compensação de executivos e sua (fraca) relação com a estrutura de governança das empresas e com o desempenho das companhias (EVANS, EVANS e LOH, 2002; CONYON, GREEGG e MACCHIN, 1995). Ou a resolução do problema de agência oriundo dos interesses conflitantes, que surge em algum momento, da intrincada relação entre executivos e acionistas, pois em boa parte das relações e atividades na vida empresarial, as pessoas estão interessadas nelas mesmas e na maximização da sua utilidade (JENSEN, MURPHY e WRUCK, 2004). A maioria dos estudos sobre o tema foi realizada em países desenvolvidos, com boa parte concluindo pela inexistência ou que existe apenas uma fraca relação entre a remuneração e o desempenho financeiro, sinalizando o latente conflito entre os objetivos e interesses entre executivos e acionistas (conflitos de agência).

Considerando o mercado brasileiro, Funchal e Terra (2006) examinaram os fatores determinantes da remuneração de executivos em 79 empresas de capital aberto da América Latina, utilizando como variáveis explicativas, o desempenho financeiro e a estrutura de governança corporativa das empresas pesquisadas, não encontrando relação significativa entre essas variáveis. Camargos e Helal (2007), em estudo semelhante, para uma amostra de 29 empresas considerando dados de 2005, constataram que existe uma relação positiva e significativa entre a remuneração, o desempenho financeiro e variáveis ligadas ao conselho de administração de empresas brasileiras.

3.3 Remuneração Executiva

Segundo Jensen e Murphy (1990), uma das preocupações da teoria da agência é a remuneração executiva, ao afirmar que ela deve ser elaborada para dar aos executivos incentivos para selecionar e implantar ações que culminem na maximização da riqueza dos acionistas, apesar de se saber *a priori* que essa riqueza é afetada por vários outros fatores, internos e externos à empresa.

Os estudos sobre remuneração executiva no mercado brasileiro não são recentes, apesar de poucos. Já no início dos anos 60, Silva (1961) discutiu os impactos da reformulação do artigo 134 da Lei das Sociedades por Ações. Em sua essência, a temática da remuneração está intimamente vinculada à área de recursos humanos. Ressalta-se, contudo, que estudos sobre remuneração, principalmente os ligados à área de recursos humanos, não têm se utilizado da teoria da agência.

A gestão da remuneração nas organizações pode ser classificada em dois tipos: 1. tradicional: que tem como referência o cargo para a consolidação dos planos de cargos e salários; 2. estratégico: que tem como princípio central o reconhecimento da contribuição das pessoas como fator a ser remunerado, principalmente por meio dos programas de remuneração variável (RODRIGUES, 2006). Nessa última, estão inseridas as políticas de remuneração variável, atualmente consideradas parcela significativa da remuneração dos executivos.

4. Metodologia

Este estudo pode ser classificado como descritivo, pois teve como foco a análise dos fatores que determinam a remuneração dos executivos de companhias brasileiras. Além disso, trata-se de uma pesquisa quantitativa, na qual foram utilizados dados secundários de companhias brasileiras que têm ADRs listados em bolsas norte-americanas. As unidades de observação foram: o Relatório 20-F, as demonstrações financeiras (DF's) e a cotação das ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Os dados do tipo *cross-section* se referem ao ano fiscal de 2006. Após os ajustes necessários, a amostra final foi constituída de 36 companhias.

Os dados sobre GC e remuneração de executivos foram coletados do Relatório 20-F, em seu item 6, disponível no site da CVM. Trata-se do principal instrumento de *disclosure* exigido pela *Securities and Exchange Commission – SEC* - para a emissão de ADRs, no qual as empresas são obrigadas a prestar informações adicionais às já apresentadas nas DF's divulgadas no mercado brasileiro. Nele estão informações sobre as políticas e estratégias da empresa, composição do conselho de administração (CA) e diretoria executiva (DE), além de informações sobre risco da empresa. Dentre essas informações está o valor total pago para seus gestores, utilizada como variável dependente neste estudo.

4.1 Amostra

A idéia inicial era trabalhar com o maior número possível de empresas na amostra, tendo em vista que mais de 80 empresas tinham ADR's nas bolsas norte-americanas. Mas somente 36 estão listadas no Nível III, que exige o preenchimento e a disponibilização do Relatório 20-F usado como fonte da variável dependente nessa pesquisa. Assim sendo, após a análise de cada uma das empresas, chegou-se a amostra final listada no Quadro 1.

Nº	Empresa	Empresa	Empresa	Empresa
1	Ambev	10 Copel	19 Petrobrás	28 Telemig Cel.
2	Aracruz	11 CPFL Energia	20 Sabesp	29 Telesp Cel. Part.
3	Arcelor	12 CSN	21 Sadia	30 Telefonica
4	BR Telecom	13 Embratel	22 Tam	31 Tim Cel. Part.
5	Bradesco	14 Gerdau	23 Tele C. Oeste Cel.	32 Ultrapar
6	Braskem	15 Gol	24 Tele Leste Cel.	33 Unibanco

						Hold.	
7	CBD	16	Itaú Holding	25	Tele Norte Cel.	34	Vale
8	Cemig	17	Net Serviços	26	Tele N. Leste Part.	35	VCP
9	Contax Part.	18	Perdigão	27	Tele Sudeste Cel.	36	Vivo

Fonte - Elaborado pelos autores com dados coletados na CVM e Economática.

QUADRO 1: Amostra utilizada na pesquisa

4.2 Variáveis e Fontes de Dados

Como o Relatório 20-F não informa o valor recebido por cada membro do CA e da DE individualmente, mas sim somente o valor agregado da remuneração desses dois órgãos, nesta pesquisa utilizou-se a remuneração média, obtida da divisão do valor informado pelas companhias no relatório pelo número de executivos que compõem o CA e a DE. A remuneração que estava expressa em Dólar (US\$), foi convertida para Reais (R\$), sendo o mesmo feito para as variáveis sobre o desempenho econômico-financeiro. Nessa conversão foram utilizadas as taxas apresentadas no próprio relatório (Item 3).

As variáveis de desempenho econômico-financeiro foram obtidas ou calculadas com dados da Economática, considerando as DF's e a cotação das ações. Assim, como os trabalhos de Funchal e Terra (2006) e Camargos e Helal (2007), os fatores considerados determinantes (variáveis independentes) da remuneração dos executivos das empresas pesquisadas foram divididos em duas categorias: 1. desempenho econômico-financeiro da empresa e, 2. estrutura de governança das companhias, cujos cálculos e a fonte estão no Quadro 2.

QUADRO 2: Variáveis utilizadas na pesquisa

Variável	Cálculo	Explicação / Interpretação	Fonte
Variável Dependente			
Remuneração de Executivos (RE)	$RE = LN\left(\frac{Re\ m.\ CA + Re\ m.\ DE}{N^{\circ}\ Membros\ CA + N^{\circ}\ Membros\ DE}\right)$	Ln (logaritmo natural) Remuneração média paga pelas empresas da amostra aos membros do CA e da DE	Relatório 20-F
Variáveis de Estrutura de Governança			
Tamanho	Número de Membros: do CA (NCA) e da DE (NCE)		Relatório 20-F
Membro Externo e Interno do CA	Número de Membros: Externos (Mext) e Internos do CA (Mint)		Relatório 20-F
Quantidade de Homens	Quantidade de homens: no CA (QHCA) e na DE (QHDE)		Relatório 20-F
Quantidade de Mulheres	Quantidade de mulheres: no CA (QMCA) e na DE (QMDE)		Relatório 20-F
Dualidade do CA (Dual)	Variável <i>dummy</i> : 1 se o CEO é também o <i>Chairman</i> , 0 caso não seja		Relatório 20-F

Nível de Escolaridade	Sem Graduação (SG); Graduado (G); Pós-Graduado/Especialista (MBA); Mestrado/Doutorado (M/D), do CA e da DE		Relatório 20-F
Idade do Conselho (IDCA)	$ICA = \frac{\sum_{i=1}^n Idade\ CA}{N^{\circ}\ Membros\ CA}$	Idade média do CA	Relatório 20-F
Tempo como Conselheiro (TCA)	$TCA = \frac{\sum_{i=1}^n Tempo\ no\ CA}{N^{\circ}\ Membros\ CA}$	Tempo médio como membro do CA	Relatório 20-F
Idade da DE (IDDE)	$IDE = \frac{\sum_{i=1}^n Idade\ DE}{N^{\circ}\ Membros\ DE}$	Idade média da DE	Relatório 20-F
Tempo na DE (TDE)	$TCA = \frac{\sum_{i=1}^n Tempo\ como\ DE}{N^{\circ}\ Membros\ DE}$	Tempo médio como membro da DE	Relatório 20-F

Variáveis de Desempenho Econômico-Financeiro

Índice Valor de Mercado / Valor Patrimonial (VM/VP)	$\acute{I}ndice(VM / VP) = \frac{Valor\ Mercado}{Valor\ Patrimonial}$	fornece uma medida de avaliação da perspectiva e do desempenho a longo prazo da empresa	Economática
Retorno Acionário (RA)	$RA_{it} = \left(\frac{Cot.A\c{c}\tilde{a}o_{Ano\ t}}{Cot.A\c{c}\tilde{a}o_{Ano\ t-1}} \right)$	fornece um indicador da valorização das ações (ON e PN) no mercado no período estudado	Economática
Lucro por Ação (LPA)	$LPA = \frac{Lucro\ L\acute{q}uido}{N^{\circ}\ A\c{c}\tilde{a}es\ (Ord.\ +\ Pr\ efer)}$	fornece um indicador do lucro líquido para cada ação da empresa	Economática
Retorno Sobre o Ativo (ROA)	$ROA = \frac{Lucro\ L\acute{q}uido}{Ativo\ Total}$	fornece uma medida do retorno proporcionado pelos investimentos totais na empresa, representado pelos seus ativos totais	Economática
Retorno Sobre PL (ROE)	$ROE = \frac{Lucro\ L\acute{q}uido}{Patrim\tilde{a}nio\ L\acute{q}uido - Lucro\ L\acute{q}uido}$	fornece o retorno proporcionado pela empresa em relação ao capital que nela foi investido pelos seus acionistas	Economática
Payout (PAY)	$Payout = \frac{Dividendos\ Pagos}{N^{\circ}\ Total\ A\c{c}\tilde{a}es\ Preferenciais}$	fornece um indicador dos dividendos pagos para cada acionista preferencial	Economática

Fonte - Elaborado pelos autores

4.3 O Modelo

O modelo utilizado para identificar os fatores determinantes da remuneração dos executivos de companhias brasileiras foi uma regressão múltipla, precedida por uma análise de componentes principais. A análise das componentes principais (ACP) permite reduzir um grande número de variáveis a uns poucos fatores independentes entre si, os quais sintetizam a maior parte da informação contida nas variáveis originais e evitando fenômenos de redundância (HAIR *et al.*, 1998). Com a finalidade de facilitar a interpretação da solução fatorial inicial, os fatores serão rotados mediante o procedimento Varimax. Esta rotação permite interpretar os fatores mais facilmente, ao indicar uma associação positiva ou negativa clara entre a variável e o fator (ou uma ausência de associação se o valor está próximo a 0). Além disso, mostra de forma mais clara a separação dos fatores.

Uma vez realizada a ACP a decisão de quantos fatores a serem considerados é arbitrária. Dessa forma, seguiu-se o critério, no qual se seleciona o número de fatores cuja contribuição acumulada fosse superior ou igual a 70%. Nesta pesquisa foram selecionados nove fatores, que em conjunto explicavam mais de 80% da variação total. Este método multivariado teve como objetivo, criar um novo conjunto de variáveis, inferior em números às originais, que continham grande parte da informação inicial, para substituir as variáveis originais na análise posterior da regressão múltipla.

O modelo utilizado foi baseado em uma matriz de dados X com dimensões $(N \times k)$ na qual as N filas são o número de empresas da amostra e as k colunas, as variáveis utilizadas – a qual se expressa como produto de duas matrizes t e p' que melhor representam a seus padrões essenciais. Assim:

$$X = t \cdot p' + \varepsilon$$

No qual, t são os *scores* $(N \times q)$ e p' as cargas ou *loadings* $(k \times q)$, coeficientes das variáveis, e q , é o número de componentes principais $(q \leq \text{MIN}(N, k))$. No modelo de ACP, a importância de uma variável está indicada por a sua variância, enquanto a matriz ε contém a parte dos dados não explicados pelo modelo (*resíduos*). Uma vez realizada a ACP a decisão de quantos fatores a serem considerados é arbitrária. Dessa forma, seguiu-se o critério, de se selecionar componentes cujos autovalores fossem maiores do que 1 (autovalores ≥ 1), sugerido por Mingoti (2005).

Este método multivariado teve como objetivo, criar um novo conjunto de variáveis, inferior em números às originais, que continham grande parte da informação inicial, para substituir as variáveis originais na análise posterior da regressão múltipla.

Com o objetivo de analisar, se o desempenho financeiro e a estrutura de governança corporativa, explicam a remuneração dos executivos de empresas brasileiras, realizou-se a análise de regressão múltipla. Neste caso, considerou-se a remuneração executiva (RE) como variável dependente e incluíram-se como variáveis independentes, os fatores encontrados com a análise de componentes principais. O modelo utilizado pode ser expresso por:

$$Y_i = \alpha + \sum_{i=1}^j \beta_i X_{ij} + \varepsilon_{ij}, \text{ no qual}$$

Y_i = remuneração do CA e da DE em 2006 para a empresa i ; α e β = são os parâmetros a serem estimados; X_{ij} = variáveis de GC e de desempenho de cada empresa i , no período j utilizadas no modelo, encontradas na ACP; ε_{ij} = termo de erro do modelo.

Visando detectar possíveis fenômenos de redundância entre as variáveis independentes que, pudessem violar os pressupostos da regressão múltipla, examinou-se inicialmente a matriz de correlação entre elas. Além disso, realizou-se uma análise descritiva da variável considerada como dependente. Visando comprovar se em todos os casos os níveis de tolerância se mantinham dentro dos limites aceitáveis, utilizou-se o método de regressão múltipla em um só passo (todas as variáveis são consideradas em um só bloco), esta metodologia produziu um modelo que permitiu concluir que os resultados obtidos estavam estatisticamente corretos. Além disso, essa regressão múltipla só foi realizada após ser identificado que o modelo não violava nenhum dos seus pressupostos básicos: 1. a variável dependente deve apresentar distribuição normal; 2. número de observações deve ser maior que o número de variáveis independentes; e 3. não deve existir relação linear exata ou próxima entre as variáveis independentes.

Os softwares utilizados para a preparação das variáveis do modelo foi o *Microsoft Excel* versão *Office-2003*. A ACP foi realizada no *software R*, enquanto que os testes do modelo de regressão múltipla foram feitos no *Eviews*, que permite ajustar a equação do modelo, eliminando possíveis problemas relacionados aos seus pressupostos.

5. Resultados

Na apresentação e análise dos dados optou-se por apresentar inicialmente os resultados obtidos com a ACP, seguida da análise de regressão.

De acordo com a análise de componentes principais que foi empreendida nas variáveis de desempenho econômico-financeiro e de estrutura de GC, pode-se observar nos gráficos 1 e 2, que foram selecionados três componentes para as variáveis de desempenho econômico-financeiro e sete componentes para as variáveis de estrutura de GC que explicam, 81,0% e 85,0%, respectivamente, da variação total.

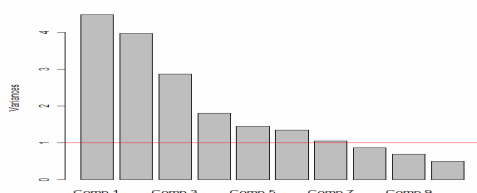


GRÁFICO 1: Componentes Principais para Variáveis de Estrutura de GC, Ano 2006
Fonte – Elaborado pelos autores.

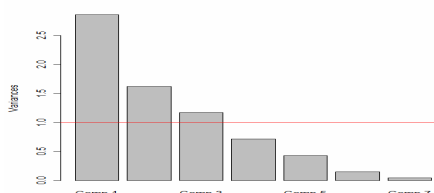


GRÁFICO 2: Componentes Principais para Variáveis de Desempenho Econômico-Financeiro, Ano 2006
Fonte – Elaborado pelos autores.

Os valores dos coeficientes calculados para os componentes de desempenho econômico-financeiro após ser feita a rotação Varimax são apresentados na Tabela 1.

Variáveis	PC1	PC2	PC3
RAON	-0,09	0,85	0,2

RAPN	0,35	0,8	-0,33
VMVP	0,16	-0,02	0,91
LPA	0,93	-0,1	-0,03
PAY	0,3	-0,45	-0,47
ROA	0,95	-0,03	0,05
ROE	0,91	0,18	0,01

Fonte - Elaborada pelos autores

TABELA 1 - Componentes principais das variáveis de desempenho econômico-financeiro
Dessa forma, obteve-se a seguinte composição de variáveis em cada componente: 1 (RAPN, LPA, ROA, ROE); 2 (RAON) e 3 (VMVP, PAY).

Fazendo uma análise bidimensional (dois componentes de maior relevância na ACP), conforme se observa na Figura 1, nota-se que a empresa que obteve maior *score* no componente 1 foi a Tele-Norte e no componente 2 a Braskem. E as menos influenciadas são a Tam no componente 1 e a Tim no componente 2.

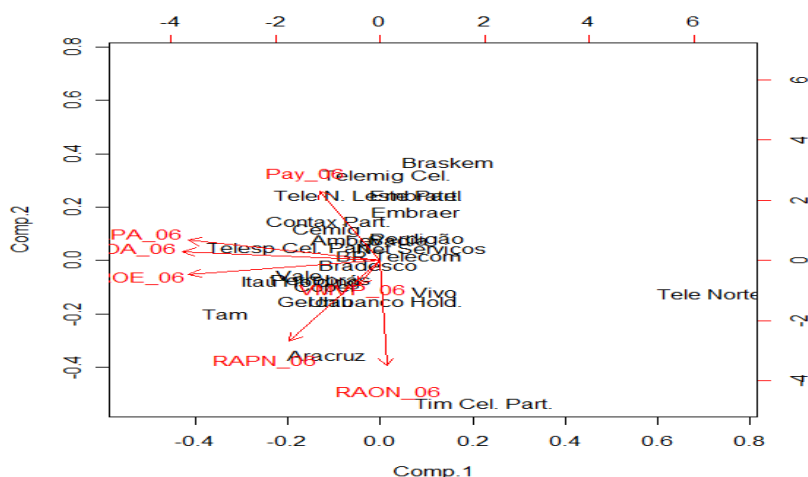


Figura 1: Análise bidimensional dos componentes das variáveis de desempenho econômico-financeiro

Fonte – Elaborada pelos autores

Os valores dos coeficientes calculados para os componentes das variáveis de estrutura de GC após ser feita a rotação Varimax são apresentados na Tabela 2.

Variáveis	2006						
	PC1	PC2	PC3	PC4	PC5	PC6	PC7
NCA	-0,03	0,93	-0,1	-	0,19	0,12	0,11
MExt	-	0,56	-	-0,8	0,13	0,07	-
Mint	0,07	0,08	0,03	0,95	0,01	-	0,12
						0,01	

QHCA	0,02	0,92	-	-	0,21	0,07	-
			0,07	0,12			0,08
QMCA	-	0,12	-	0,11	0,07	-	0,92
	0,14		0,07			0,04	
Dual	-	0,14	0,16	0,21	-	-	-
	0,16				0,54	0,51	0,18
TCA	-	0,08	0,84	0,04	-	-	-
	0,07				0,13	0,22	0,17
IDCA	0,06	0,01	0,91	0,1	0,06	-0,2	-
							0,12
SGCA	-	-	-	-	0,26	-	-
	0,12	0,52	0,09	0,16		0,14	0,13
GCA	0,06	0,85	0,16	-	-	-	0,00
				0,03	0,01	0,23	
MBAC	0	0,49	-	-	-	0,68	0,10
A			0,27	0,19	0,01		
MDCA	0,02	0,27	-	0,00	0,87	-	0,02
			0,04			0,05	
NDE	0,99	0,03	0,03	0,03	-	0,01	-
					0,03		0,05
TDE	0,24	-	0,73	-	-	0,34	0,27
		0,05		0,17	0,14		
IDDE	-	-	0,46	0,15	0,35	-	0,19
	0,31	0,24				0,42	
QHDE	1	0,03	0,03	0,02	-	-	-
					0,03	0,01	0,05
QMDE	-	-	-	0,53	-	0,70	-
	0,12	0,11	0,09		0,02		0,19
GDE	0,67	0,12	0,30	0,08	-	-	-
					0,05	0,27	0,41
MBADE	0,93	0,00	-	-	-	0,18	0,12
			0,06	0,08	0,11		
MDDE	0,88	0,03	-	0,08	0,24	-	-
			0,02			0,02	0,08

Fonte - Elaborada pelos autores

TABELA 2 - Componentes principais das variáveis de estrutura de GC

Com base na Tabela 2, obteve-se a seguinte composição de variáveis em cada componente para as variáveis de estrutura de GC: 1 (NDE, GDE, MBADE, MDDE); 2. (NCA, MExt, QHCA, SGCA, GCA); 3. (TCA, IDCA, TDE, IDDE); 4 (MInt, QMDE); 5 (Dual, MDCA); 6 (MBACA); 7 (QMCA).

A análise bidimensional (dois componentes de maior relevância na ACP), conforme se observa na Figura 2, empresa que obteve maior *score* no componente 1 foi a Embratel e no componente 2 a Gerdau (essas empresas são bastante influenciadas pelas variáveis dos componentes). E as menores influenciadas são a Unibanco Holding no componente 1 e a Braskem no componente 2.

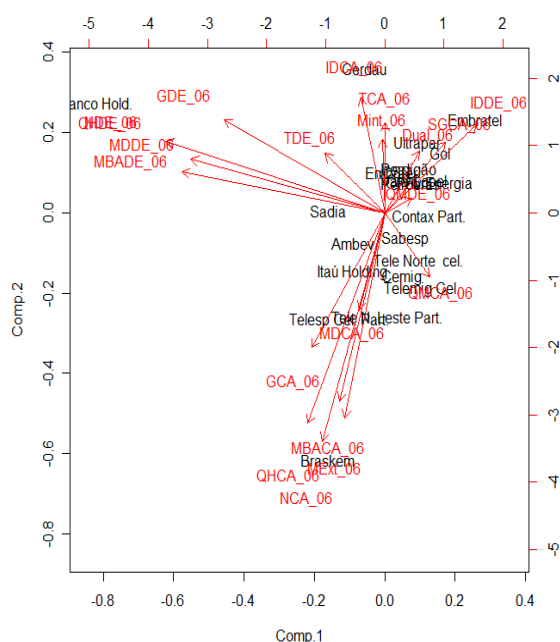


Figura 2: Análise bidimensional dos componentes das variáveis de GC

Fonte – Elaborada pelos autores

A Tabela 3 apresenta os resultados da regressão múltipla *cross-section*, estimada pelo método dos mínimos quadrados ordinários. A amostra compreende 36 empresas de capital aberto brasileiras que tiveram *ADRs* negociados em bolsas norte-americanas e que tenham reportado os dados no formulário 20-F para o ano de 2006. A variável dependente é o logaritmo natural da remuneração média individual do conselho de administração e da diretoria executiva de cada empresa. VIF é o Fator de Inflação da Variância, medida que indica o incremento na variância por colinearidade, sinalizando problemas no modelo se este valor é maior que 10. Como nesse caso os valores de VIF são menores que 10 pode-se confirmar que não existem problemas de colinearidade entre as variáveis independentes (ou componentes). Destaca-se também que para obter este modelo, foram observados os pressupostos clássicos como: normalidade de resíduos, ausência de autocorrelação e heterocedasticidade, que neste caso, o modelo já se encontra com correção de Newey-West.

Componentes	Coeficientes		Estatística -T	Significância. (<i>p-value</i>)	Colinearidade VIF
	Estimação ($\hat{\beta}$)	Erro padrão			
COMP1 (DEF)	0,012990	0,007186	1,807765	0,1041	3,19
COMP2 (DEF)	-0,001893	0,669562	-0,002828	0,9978	2,74
COMP3 (DEF)	0,019572	0,022078	0,886470	0,3984	2,05
COMP1G (GC)	0,009351	0,002213	4,225503	0,0022*	1,56

COMP2G (GC)	0,093995	0,050986	1,843564	0,0984***	2,85
COMP3G (GC)	-0,006503	0,007965	-0,816449	0,4353	1,90
COMP4G (GC)	0,073807	0,027170	2,716464	0,0237**	1,76
COMP5G (GC)	-0,152844	0,357829	-0,427144	0,6793	2,82
COMP6G (GC)	-0,296147	0,143284	-2,066853	0,0687***	2,70
COMP7G (GC)	0,403974	0,520018	0,776847	0,4572	2,35

LN(Remuneração); DEF = Desempenho Econômico-Financeiro; GC – Governança Corporativa

(*, **, ***) significância de 1%, 5% e 10%.

$R^2 = 0,42$

Fonte - Elaborada pelos autores.

TABELA 3: Determinantes da Remuneração Executiva, 2006

Conforme se observa, os componentes 1 (NDE, GDE, MBADE, MDDE) e 4 (MInt, QMDE) das variáveis da estrutura de governança corporativa apresentaram significância estatística a um nível de 5%, e com o sinal do *beta*, sendo positivo, sinalizando que existe uma relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos das empresas pesquisadas com o variáveis ligadas a sua estrutura de governança (tanto o conselho de administração, quanto a diretoria executiva). Se for levado em consideração um nível de significância de 10%, os componentes 2 (NCA, MExt, QHCA, SGCA, GCA) e 6 (MBACA) das variáveis da estrutura de governança corporativa fornecem indícios de que existe uma relação positiva e negativa, respectivamente, entre a remuneração dos executivos das empresas pesquisadas com o variáveis ligadas ao conselho de administração. Destaca-se também que os componentes utilizados no modelo explicam 42% da remuneração dos executivos.

6. Considerações Finais e Conclusão

O artigo procedeu a uma análise das variáveis de desempenho e de governança corporativa que possivelmente explicam a remuneração de executivos de companhias brasileiras de capital aberto que têm *ADRs* listados em bolsas norte-americanas. A análise foi feita em uma amostra de 36 empresas, considerando variáveis e o resultado o ano fiscal de 2006.

Conforme preconizado por algumas teorias organizacionais, os executivos são os responsáveis diretos pela maximização da riqueza dos acionistas das grandes companhias, recebendo em troca, uma remuneração compatível com as suas responsabilidades, habilidades e competências. Conforme visto, a teoria da agência diz que a remuneração é um dos mecanismos que podem ser utilizados por parte das organizações e dos acionistas, com o propósito de reduzir os conflitos advindos da relação de agência, incentivando-os a trabalhar mais em prol dos interesses organizacionais e não em função de interesses unicamente pessoais. Assim sendo, era de se esperar que existisse uma relação entre a remuneração e o desempenho financeiro da empresa, tendo em vista que a remuneração variável, atrelada ao desempenho da empresa, tem representado uma porção cada vez maior do total recebido por um executivo.

Apesar de relevante, ressalta-se a existência de poucos estudos que conseguiram confirmar essa hipótese. No caso brasileiro enquanto autores como Funchal e Terra, 2006 concluíram existir apenas uma fraca relação entre essas variáveis, autores como Camargos e Helal (2007) encontraram uma relação mais consistente, sinalizando a existência de conflitos entre os objetivos e interesses entre executivos e acionistas (conflitos de agência).

Assim como na pesquisa desses últimos autores, nesta pesquisa foi encontrada uma relação significativa estatisticamente entre a remuneração executiva e variáveis ligadas à diretoria executiva e ao conselho de administração, sinalizando que os pacotes de compensação de executivos estão diretamente associados ao monitoramento exercido pelo conselho de administração, confirmando o que preconiza a teoria da agência.

Dos componentes da estrutura de GC, dois deles se mostraram significativos na explicação da remuneração executiva, os componentes 1 (NDE, GDE, MBADE, MDDE) e 4 (MInt, QMDE), compostos por variáveis relacionadas à diretoria executiva e, em menor escala, ao conselho de administração. Além disso, dois outros componentes, compostos mais por variáveis ligadas ao CA também forneceram indícios dessa relação. Como bem destacam Shleifer e Vishny (1997), a GC pode ser vista como um conjunto de mecanismos que minimizam os problemas de agência e os seus custos. Isso é conseguido pelo alinhamento ou convergência de objetivos da organização e executivos. As evidências deste estudo indicam a influência positiva entre a quantidade de membros da diretoria executiva, seu nível de escolaridade, os membros internos e a quantidade de mulheres executivas, de um lado, e a remuneração dos executivos, de outro. Tal resultado sinaliza que as organizações devem continuar valorizando principalmente a escolaridade, quando da composição dos conselhos de administração, como mais um instrumento para minimizar os problemas de agência.

Por fim, há que se ressaltar algumas limitações desta pesquisa, que possivelmente podem ter influenciado os resultados, mas sem inviabilizá-los: 1. o tamanho da amostra (36 empresas) pode inviabilizar a generalização dos resultados, ocasionada pela disponibilidade de dados; 2. o fato de se ter analisado a remuneração apenas de executivos que atuam no topo da organização em um momento específico no tempo (ano de 2006), não sendo levado em consideração, portanto, toda a trajetória dentro da empresa; 3. o fato de ter sido considerada na remuneração apenas os benefícios pecuniários diretos, ignorando-se outras formas de compensação tais como benefícios de aposentadoria, planos de participação, assistência médica, entre outros. Ainda assim, acredita-se que o artigo contribuiu para a discussão sobre o tema, ao comprovar empiricamente a relação entre a remuneração executiva e estrutura de governança das empresas pesquisadas. Fica como sugestões futuras a realização de pesquisas similares em amostras maiores e em outros países, além do uso de dados em painel, analisando a interação das variáveis utilizadas nesta pesquisa ao longo do tempo.

Referências

- BERLE Jr., A. A. & MEANS, G. C.** *The modern corporation and private propriety*. New York: Macmillan, 1932.
- CAMAGOS, M. A. & HELAL, D. H.** *Remuneração Executiva, Desempenho Econômico-Financeiro e a Estrutura de Governança Corporativa de Empresas Brasileiras*. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro – RJ. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- CONYON, M. J.; GREEGG, P. & MACCHIN, S.** *Taking care of business executive compensation in United Kingdom*. *The Economic Journal*, v. 23, n. 5, p. 704-714, May, 1995.

CONYON, M. J. & PECK, S. I. *Board control, remuneration committees, and top management compensation.* Academy of Management Journal, Mississippi State, 1998.

DEMSETZ, H. *Toward a theory of property rights.* American Economic Review, v. 62, n. 2, p. 347-359, 1967.

EVANS, J.; EVANS, R. & LOH, S. *Corporate governance and declining firm performance.* Internacional Journal of Business Studies. v. 10, n. 1, p. 1-118, June 2002.

FAMA, E. F. *Agency problems and the theory of the firm.* Journal of Political Economy, v. 88, n. 2, p. 288-307, April 1980.

FUNCHAL, J. A. & TERRA, P. R. S. *Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas.* In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador – BA. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. 1 CD-ROM.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. & BLACK, W. C. *Multivariate data analysis.* 5 ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 1998.

HODGSON, P. *What really happened to CEO pay in 2002: a survey of CEO compensation.* June, 2003. Disponível em <http://www.thecorporatelibrary.com>. Acesso em 13 fev. 2007.

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

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

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. & WRUCK, E.G. *Remuneration: where we've been we got to here, what are de problems and how to fix them.* 2004. Disponível em <http://www.ssrn.com/abstract=561305>. Acesso em 28 fev. 2007.

KLOECKNER, G. *Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica.* Revista de Administração, São Paulo, v. 29, n. 1, p. 42-58, 1994.

MINGOTI, S. A. *Análise de dados através de métodos de estatística multivariada: uma abordagem aplicada.* Belo Horizonte: Editora UFMG, 2005.

RODRIGUES, J. M. *Remuneração e competências: retórica ou realidade?* RAE – Revista de Administração de Empresas. Minas Gerais, v. 46, ed. Especial 2006, p.23-46.

SHLEIFER, A. & VISHNY, R. W. *A survey of corporate governance.* The Journal of Finance, v. 52, 1997.

SILVA, A. A. *Remuneração de diretores nas sociedades anônimas.* RAE - Revista de Administração de Empresas, v. 1, n. 1, p. 93-104, jan./mar., 1961.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. & FAMÁ, R. *Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras.* In: 4º ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2004, Rio de Janeiro, Anais... 2004.

ZINGALES, L. *Corporate governance.* National Bureau of Economic Review, 1997. Disponível em <http://www.nber.org/paper/w6309>. Acesso em 04 fev. 2007.

(*) Os autores agradecem à FAPEMIG pelo apoio financeiro para participação no evento.