A remuneração executiva e seu excesso: impacto no desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa

João Antônio Salvador de Souza (Universidade Federal do Espírito Santo) jass26salvador@gmail.com
Lorena Lucena Furtado (Universidade Federal do Espírito Santo) lorenlucena@gmail.com

Resumo:
A controversa literatura a respeito das determinantes da remuneração dos executivos (diretoria e conselho de administração) e a inexistência de pesquisas relacionadas ao excesso de remuneração no Brasil, possibilita o desenvolvimento de novas pesquisas. Este artigo tem por objetivo analisar as determinantes da remuneração executiva e de seus excessos. A amostra é composta pelas companhias de capital aberto que possuem ações negociadas na BM&FBovespa perfazendo o período de 2009 a 2012. Para operacionalizar a pesquisa foram geradas as estimativas para o modelo proposto por Funchal e Terra (2006), a fim de capturar as determinantes da remuneração executiva, e um modelo proposto na presente pesquisa, com o propósito de verificar as determinantes do excesso de remuneração. Os resultados indicam para uma associação entre as características da governança corporativa e da diretoria com a remuneração total dos executivos. Adicionalmente, verifica-se a relação entre o excesso de remuneração junto ao desempenho, os mecanismos eficazes de governança corporativa e as características intrínsecas das firmas.
Palavras chaves: Remuneração Executiva; Excesso de Remuneração; Transações com Partes Relacionadas.

The executive compensation and excess: impact on the performance of companies listed on the BM&FBovespa

Abstract
The controversial literature on the determinants of executive compensation (management and board of directors) and the lack of research relating to excessive compensation in Brazil, enables the development of new research. This article aims to analyze the determinants of executive remuneration and its excesses. The sample is comprised of public companies whose shares are traded on the BM & FBovespa making the period 2009-2012. To operationalize the survey estimates for the proposed for Funchal and Earth (2006) model were generated in order to capture the determinants of executive compensation, and model proposed in this research, in order to verify the determinants of excess remuneration. The results indicate an association between the characteristics of corporate governance and directors to total executive compensation. Additionally, there is the relationship between excess

compensation with the performance, effective corporate governance mechanisms and the intrinsic characteristics of the firms.
Key words: Executive Compensation; Excess Compensation; Transactions with Related Parties.

1 Introdução

A remuneração dos executivos (diretoria e conselho administrativo) é um item questionável, juntamente com sua vinculação ao desempenho das empresas e as transações com partes relacionadas. Neste contexto, varias são as partes interessadas ao tema mencionado.

Compreender os motivos e fatores que estão relacionados com a remuneração total e seu excesso tornam-se relevante para a melhoria da contabilidade.

Os elementos da remuneração podem envolver uma parte fixa e outra variável, além de diversos benefícios (WOOD JUNIOR; PICARELLI FILHO, 1999). Neste contexto, o nível de remuneração pode estar vinculado ao desempenho das empresas (OZKAN, 2007; ATTAWAY, 2000; KRAUTER, 2009), mecanismos de governança corporativa (FUNCHAL; TERRA, 2006) e transações com partes relacionadas (HU; SHEN; XU, 2009; KOHLBECK; MAYHEW, 2004).

No Brasil, destaca-se a pesquisa realizada por Funchal e Terra (2006) que desenvolveram um modelo para capturar as determinantes da remuneração executiva a partir do desempenho, estrutura da governança corporativa e demais características das empresas.

Pesquisas relacionadas ao excesso de remuneração tanto em âmbito nacional quanto internacional, ainda são incipientes e controversas. De modo que, até onde vai o entendimento dos autores deste trabalho, esta é a primeira pesquisa a nível nacional que investiga as determinantes do excesso de remuneração.

De modo geral, o modelo proposto por Funchal e Terra (2006) apresentou-se adequado, porém alguns coeficientes apresentaram sinais contrários aos esperados, demonstrando a limitação das inferências estatísticas à amostra da pesquisa. Constatou-se, também, que o excesso de remuneração está associado ao desempenho, ambiente legal e regulamentar e características intrínsecas das firmas. Todavia, os resultados devem ser interpretados com cautela, visto os sinais encontrados.

O artigo foi estruturado da seguinte forma: na sequência, a revisão da literatura dividida em remuneração dos executivos (diretoria e conselho de administração) e, excesso de remuneração executiva; na seção três, metodologia, com seleção da amostra e tratamento dos dados, bem como os modelos econométricos utilizados na pesquisa; na seção quatro, são apresentados os resultados e suas análises; e, na seção cinco, as conclusões e considerações finais.

2 Revisão teórica

Essa seção tem por objetivo apresentar o arcabouço teórico para atender os objetivos lançadas na pesquisa, para tanto apresenta a revisão da teoria no que diz respeita a remuneração total dos executivos e seus excessos. Assim, procura-se analisar as determinantes da remuneração dos executivos frente às boas práticas de governança corporativa, desempenho das empresas e características intrínsecas das firmas, bem como os impactos dessas características na remuneração excessiva dos executivos.

2.1 Remuneração dos executivos

A remuneração executiva pode envolver vários elementos nos quais podem ser considerados uma parte fixa e outra variável, diversos benefícios e participações nas ações das empresas

(WOOD JUNIOR; PICARELLI FILHO, 1999). Neste ponto, a governança corporativa está relacionada com o nível de remuneração dos executivos devido ,principalmente, ao desalinhamento de interesses entre o principal e agente.

Dentre as pesquisas que analisam a remuneração dos executivos, destacam-se as que relacionam o desempenho das empresas a compensação total de seus executivos. Neste contexto, Ozkan (2007) analisando companhias britânicas para o período de 1999 a 2005, associou a remuneração do CEO (*Chief Executive Officer*) com o desempenho das empresas medido pelo retorno da ação e ROA. Os resultados indicam para uma relação positiva entre as medidas de remuneração e o desempenho das empresas. Corroboram com estes achados a pesquisa realizada por Attaway (2000) que analisando empresas do setor tecnológico listadas no mercado de ações dos EUA para o período de 1992 a 1996, acredita existir uma associação positiva entre desempenho e remuneração do CEO.

De modo distinto aos achados dispostos anteriormente, os resultados da pesquisa realizada por Krauter (2009) não sustentam a hipótese de que a remuneração executiva está relacionada com o desempenho das empresas.

Analisando sessenta e sete companhias em uma pesquisa multipaíses (Argentina, Brasil, Chile e México), Funchal e Terra (2006) verificaram as determinantes da remuneração executiva. As evidências empíricas demonstraram que o tamanho das empresas está estatisticamente relacionado à remuneração executiva. Todavia, não foi possível constatar uma associação entre o desempenho e as medidas de governança corporativa com a compensação dos executivos.

Core, Holthausen e Larcker (1999), em sua pesquisa, utilizaram um modelo proposto tido como ideal para capturar a remuneração do CEO. Os resultados indicaram que empresas com estruturas de governança corporativa consideradas fracas apresentaram elevada remuneração do CEO. Complementarmente, os autores acreditam que o efeito entrincheiramento da gestão está associado a uma expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos gestores.

Com base nos estudos revistos, espera-se que os mecanismos de governança corporativa, o desempenho e as medidas de tamanho das empresas estejam associados com a remuneração dos executivos sendo suas determinantes. Assim, levantou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: existe uma associação entre os mecanismos de governança corporativa, desempenho e tamanho das empresas com a remuneração executiva das companhias.

2.2 Excesso de remuneração dos executivos

Assim como a remuneração dos executivos, o seu excesso pode estar associado às características do ambiente legal e regulamentar e do desempenho das empresas. Autores como Bebchuk e Fried (2004) identificaram que a ausência de mecanismos eficazes de governança corporativa proporciona um excesso de remuneração dos executivos.

A teoria dos contratos de incentivos, proposta por Chester Barnard (1938 *apud* LAFFONT e MARTIMORT, 2001), demosntra que os níveis de remuneração inadequados são contrários ao propósito das empresas. Assim, entende-se que empresas com fraca governança e desempenho ruim produzem uma remuneração inadequada aos gestores.

Algumas pesquisas relacionam o excesso de remuneração a caracteristicas de governança corporativa, estrutura de propriedade e utilização de transações com partes relacionadas. Neste contexto, Hu, Shen e Xu (2009) analisaram 69.049 operações com partes relacionadas perfazendo o período de 2002 a 2006. Nela, evidênciou-se que a remuneração do conjunto dos três maiores acionistas apresenta associação negativa com o montante de transações com

partes relacionadas, o que leva a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários por parte dos controladores da empresa.

Kohlbeck e Mayhew (2004) verificaram a relação das transações com partes relacionadas na compensação, total e excessiva, do CEO. Os achados apontam para uma relação negativa entre a remuneração do CEO e a probabilidade da ocorrência de um tipo de transação com parte relacionada, demonstrando que quanto maior a remuneração em dinheiro menor a probabilidade de se utilizar transações com partes relacionadas nas empresas.

Com base na literatura revista nesta subseção lançou-se a seguinte hipótese:

H2: o excesso de remuneração é impactado pelo desempenho, mecanismos eficazes de governança corporativa, transações com partes relacionadas e tamanho das empresas.

3 Metodologia

Essa seção apresenta a seleção da amostra e tratamento dos dados, bem como a metodologia empregada na pesquisa no que tange seus aspectos econométricos, a caracterização das variáveis empregadas e os modelos econométricos utilizados.

3.1 Seleção da amostra e tratamento dos dados

A amostra da pesquisa é composta pelas empresas listadas na BM&FBovespa, contemplando o período de 2009 a 2012. A adoção deste período é justificada devido o formulário de referência (FR) ter sua divulgação exigida a partir de 2010 com informações referentes a três anos anteriores a esta data.

Para atender aos objetivos econométricos da pesquisa foram coletadas as informações sobre remuneração executiva (diretoria e conselho de administração) dos formulários de referência disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O restante das variáveis foram coletadas do banco de dados do *software* Economática®.

A amostra da pesquisa foi construída em 3 etapas: (i) foram excluídas as empresas pertencentes ao setor financeiro, visto as suas particularidades nas elaborações contábil-financeiras (HEALY; WAHLEN, 1999); (ii) foram selecionadas as 200 empresas com maior liquidez de suas ações na BM&FBovespa para o ano de 2013; e (iii) utilizou-se a metodologia de amostragem aleatória simples para definição de 60 empresas dentre as 200 mais líquidas.

Após a coleta inicial dos dados foram excluídas das amostras as empresas que não apresentavam dados para o cálculo das variáveis, assim a amostra findou em 46 empresas. Dando prosseguimento nos tratamentos dos dados e com o propósito de mitigar o efeito de valores extremos (*outliers*), adotou-se variáveis "winsorizadas" na pesquisa. Não obstante, 5% dos valores das variáveis foram considerados discrepantes, deste modo 2,5% da parte superior e inferior da amostra tiveram seus valores "winsorizados".

3.2 Descrição do modelo econométrico das determinantes da remuneração executiva

Empregou-se na pesquisa o modelo econométrico proposto por Funchal e Terra (2006) para capturar as determinantes da remuneração dos executivos. A utilização deste modelo é justificada pelo fato do mesmo ter sido utilizado no Brasil, sendo, deste modo, passível de comparações.

A metodologia proposta por Funchal e Terra (2006) analisa as determinantes da remuneração executiva através de medidas de desempenho, estrutura de governança corporativa e características intrínsecas das empresas, como segue:

$$Y_f = \alpha + \sum_{i=1}^{J} \beta_i V_{if} + \sum_{j=J+1}^{K} \beta_j X_{jf} + \sum_{k=K+1}^{L} \beta_k W_{kf} + \sum_{l=L+1}^{M} \beta_l Z_{lf} + e_f \quad \text{(equação 1)}$$

Em que:

Y_f = remuneração executiva total para a empresa "f";

V_{if} = "J" indicadores de desempenho;

Sendo compostos por: ROA (retorno sobre os ativos); SROA (risco operacional); CRESC (crescimento de valor de mercado das ações) e Q (*q* de Tobin).

X_{jf} = "K-J" características de governança corporativa;

Sendo composto por: TOTBD (tamanho do conselho de administração); BD_AGE (idade dos conselheiros); GINDEP (independência); DUAL (dualidade); NEXEC_BD (executivos no conselho); BD_TENURE (*tenure* dos conselheiros); BD_EDUC (grau de instrução dos conselheiros); BD_N_INDEP (número de conselheiros independentes); OWN (concentração acionária); CAC (natureza do controle acionário).

W_{kf} = "L-K" características da diretoria (executivos);

Sendo composto por: CEO_AGE (idade média dos executivos); CEO_TENURE (*tenure* dos executivos); CEO_EDUC (grau de instrução dos executivos); CEO_TOT (número de executivos).

Z_{lf} = "M-L" características das empresas;

Sendo composto por: SIZE (tamanho).

No Quadro 1 são apresentadas as operacionalizações das variáveis empregadas no modelo econométrico proposto por Funchal e Terra (2006), como segue:

Sigla	Denominação das variáveis	Definição operacional	Fonte de dados
Variável dependente			
Y	Remuneração executiva	Remuneração total (salário somado dos bônus e *stock options*).	FR item 13.2
Indicadores de desempenho			
ROA	Retorno sobre os ativos	Lucro líquido dividido pelo ativo total.	Economática
SDROA	Risco operacional	Desvio-padrão do ROA para 5 (cinco) anos anteriores.	Economática
CRESC	Crescimento de valor de mercado das ações	Média aritmética do crescimento do valor de mercado das ações para 5 (cinco) anos anteriores.	Economática
Q	*q* de Tobin	Valor de mercado das ações mais as dividas dividido pelo ativo total da empresa.	Economática
Características da governança corporativa			
TOTBD	Tamanho do conselho de administração	Ln (número de conselheiros do conselho de administração).	FR item 12.8
BD_AGE	Idade dos conselheiros	Ln (idade média dos conselheiros).	FR item 12.8

GINDEP	Independência	Proporção de conselheiros externos. Ln (0,01 + número de conselheiros externos dividido pelo número total de conselheiros, expresso em percentual).	FR item 12.8
DUAL	Dualidade	*Dummy* assumindo o valor de 1 (um) se o CEO também atua como presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário.	FR item 12.8
NEXEC_BD	Executivos no conselho	Ln (0,01 + número de executivos presentes no conselho de administração/número total de conselheiros)	FR item 12.8
BD_TENURE	*Tenure* dos conselheiros	Ln (número de anos como conselheiro na companhia).	FR item 12.8
BD_EDUC	Grau de instrução dos conselheiros	Ln da média aritmética simples do grau de instrução dos conselheiros segundo a seguinte escala: 0 = sem graduação; 1 = graduação; 2 = especialização; 3 = mestrado; 4 = doutorado; 5 = pós-doutorado.	FR item 12.8
BD_N_INDEP	Número de conselheiros independentes	Número de conselheiros independentes.	FR item 12.8
OWN	Concentração acionária	Totalidade das ações apurada de forma direta para os 3 (três) maiores acionistas).	Economática
CAC	Natureza do controle acionário	*Dummy* assumindo o valor de 1 (um) se o controle acionário direto pertencer ao Governo e 0 (zero) caso contrário.	Economática
Características da diretoria (executivos)			
CEO_AGE	Idade média dos executivos	Ln (idade média dos executivos).	FR item 12.8
CEO_TENURE	*Tenure* dos executivos	Ln (número de anos como executivo na companhia).	FR item 12.8
CEO_EDUC	Grau de instrução dos executivos	Ln da média aritmética simples do grau de instrução dos administradores segundo a seguinte escala: 0 = sem graduação; 1 = graduação; 2 = especialização; 3 = mestrado; 4 = doutorado; 5 = pós-doutorado.	FR item 12.8
CEO_TOT	Número de executivos	Ln (número total de executivos da companhia).	FR item 12.8
Características da empresa			
SIZE	Tamanho	Ln (total dos ativos da companhia).	Economática

Fonte: Adaptado pelo autor a partir da tabela 3 (Fonte de Dados), presente na página 14, da pesquisa realizada por Funchal e Terra (2006).

Quadro 1 – Variáveis utilizadas no modelo econométrico proposto por Funchal e Terra (2006)

Ressalta-se que na presente pesquisa serão empregadas todas as variáveis propostas no modelo econométrico que captura as determinantes da remuneração executiva, diferentemente do ocorrido na pesquisa realizada por Funchal e Terra (2006) que somente utilizaram as variáveis que apresentaram valores.

3.3 Modelo econométrico para capturar as determinantes da remuneração excessiva

Depois de geradas as estimativas dos parâmetros do modelo proposto por Funchal e Terra (2006), aplicou-se o conceito descrito por Core, Holthausen e Larcker (1999) com o propósito de extrair a remuneração excessiva dos executivos, conforme a seguinte equação:

$$EXCESSO = Y_f - \hat{Y}_f \quad \text{(equação 2)}$$

Em que:

Y_f = remuneração executiva total da empresa *f*;

$\hat{Y}_f$ = valor previsto da remuneração executiva total da empresa f estimado pela regressão 1.

Uma vez que o nível de remuneração dos executivos pode ser vinculado ao desempenho das empresas, mecanismos eficazes de governança corporativa, utilização de transações com partes relacionadas e características intrínsecas das empresas, construiu-se o seguinte modelo de regressão econométrica:

$$EXCESSO_i = \varphi_1 Q_i + \varphi_2 ADR_i + \varphi_3 BIG4_i + \varphi_4 TPR_i + \varphi_5 TAM_i + \mu_i$$

(equação 3)

Em que:

$EXCESSO_I$ = excesso de remuneração dos executivos para empresa *i*, oriundo da equação 2;

$Q_i = q$ de Tobin para empresa *i*, calculada como sendo a razão entre a somatória do valor de mercado e das dívidas totais pelo ativo total das empresas;

ADR_i = variável binária igual a 1 (um), caso a empresa tenha emitido qualquer tipo de ADR para o período analisado e 0 (zero) caso contrário;

$BIG4_i$ = variável binária igual 1 (um), caso a empresa seja auditada por auditores externos pertencentes ao grupo das *big four* e 0 (zero) caso contrário;

TPR_i = montante total em reais e valores absolutos das transações com partes relacionadas durante o ano para empresa *i*;

TAM_i = logaritmo natural do ativo total da empresa *i*;

μ_i = erro aleatório da regressão 3 para empresa *i*.

Ressalta-se que as estimativas para os parâmetros dos modelos econométricos foram realizadas adotando-se a metodologia de corte transversal agrupado (*Pooled-OLS*).

4 Resultados

Os resultados para as estimativas do modelo proposto por Funchal e Terra (2006), para capturar as determinantes da remuneração executiva, estão apresentados na Tabela 1, como segue:

Variáveis	Coeficiente	Erros-padrões
ROA^+	-917.427,10	7.457.693,00
$SDROA^+$	3.896.638,10	6.221.668,00
$CRESC^+$	-0,08	0,14
Q^+	158.159,60	266.905,10
$TOTBD^-$	-3.131.577,50*	1.741.278,00

BD_AGE^{-}	24.256.830,60***	9.138.703,80
$GINDEP^{-}$	-664.643,90	558.459,80
$DUAL^{-}$	2.987.083,00	2.027.706,30
$NEXEC_BD^{-}$	-177.809,80	389.105,50
BD_TENURE^{-}	3.309.927,50*	1.723.428,30
BD_EDUC^{-}	-2.469.765,00	2.340.908,40
$BD_N_INDEP^{-}$	130.586,40	630.708,70
OWN^{-}	-105.759,90**	45.052,30
CAC^{-}	2.361.935,20	38.655.357,80
CEO_AGE^{+}	-34.455.428,60***	8.453.508,90
CEO_TENURE^{+}	-1.892.545,20	1.230.382,20
CEO_EDUC^{+}	7.333.388,40**	2.960.039,90
CEO_TOT^{+}	6.549.693,30***	2.011.079,70
$SIZE^{+}$	4.368.058,60***	964.932,90
CONSTANTE	-31.467.495,30	40.073.196,50
Empresas-anos	143	
R^2 ajustado	0,466	
Teste White	0,4607	
Teste Jarque-Bera	0,000***	

Fonte: elaborado pelos autores.

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Tabela 1 – Estimativas dos parâmetros do modelo proposto por Funchal e Terra (2006)

Com base na Tabela 1 é possível verificar que as variáveis que representam as características da governança corporativa TOTBD (tamanho do conselho de administração) e OWN (concentração acionária) apresentam sinais negativos e foram estatisticamente significativas para os níveis de confiança de 10% e 5%, respectivamente. Deste modo, acredita-se que os mecanismos de governança corporativa diminuem a remuneração executiva total das empresas.

De modo distinto aos achados descritos anteriormente, quando analisadas as variáveis referentes à governança corporativa BD_AGE (idade dos conselheiros) e BD_TENURE (*tenure* dos conselheiros) que foram estatisticamente significativas para os níveis de confiança de 1% e 10%, constata-se que as mesmas apresentaram sinal contrário ao esperado. Estes sinais encontrados podem ser justificados pela presença de endogeneidade dos dados quando das análises de regressões econométricas que possuem como variáveis as características da governança corporativa.

Examinando as variáveis que representam as características da diretoria (executivos) CEO_EDUC (grau de instrução dos executivos) e CEO_TOT (número de executivos), observa-se que as mesmas apresentam sinais positivos e são estatisticamente significativas a níveis de confiança de 5% e 1%, respectivamente. Assim, conclui-se que a remuneração

executiva é mais elevada em empresas que possuem um maior número de executivos e onde os mesmos apresentam um maior grau de instrução.

Por fim, a variável SIZE, que representa o tamanho das empresas, apresentou sinal positivo e significância estatística a 1%. Deste modo, quanto maior a empresa, maior será a compensação de seus executivos, indo de encontro com o disposto na teoria revista na seção 2 desta pesquisa.

Analisando a variável que representa a idade média dos executivos CEO_AGE é possível constatar que a mesma é estatisticamente significativa a um nível de confiança de 1% e apresenta uma associação negativa com a remuneração dos executivos. Porém, devido esta associação ser contrária ao esperado, não foi possível fazer demais inferências sobre as estimativas desta variável.

Ademais, 46,6% da variação da variável dependente é justificada pelas variáveis independentes do modelo, como pode ser observado pela estatística do R^2 ajustado, demonstrando que o modelos está adequadamente ajustado.

Variáveis	Coeficiente	Erros-padrões
Q^+	-71.174,50*	37.565,00
ADR^-	8.543.660,00**	4.155.285,10
$BIG4^-$	4.082.689,20***	1.247.954,20
TPR^+	-0,00	0,00
TAM^+	-1.207.795,90***	359.553,70
CONSTANTE	14.105.438,50***	5.230.391,10
Empresas-anos	143	
R^2 ajustado	0,086	
Teste White	0,000***	
Teste Jarque-Bera	0,000***	

Fonte: elaborado pelos autores.

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Tabela 2 – Estimativas dos parâmetros do modelo proposto para capturar as determinantes do excesso de remuneração

Dando continuidade nas análises dos dados e com base na Tabela 2 onde são apresentadas as estimativas para o modelo de regressão proposto na pesquisa, verifica-se que a medida de desempenho Q apresentou significância estatística a um nível de confiança de 10%, porém sinal contrário ao esperado, demonstrando que um maior desempenho das empresas não acarreta em uma remuneração excessiva, causando um efeito inibidor do excesso de remuneração. Este sinal contrário ao esperado pode ser justificado pela escolha da forma de mensuração do desempenho das empresas, visto que, os resultados econométricos podem ser distintos quando da escolha de medidas de desempenho alternativas (BÖRSCH-SUPAN; KÖKE, 2000).

As medidas de mecanismos eficazes de governança corporativa ADR e BIG4, foram estatisticamente significativas, contudo apresentaram uma associação negativa com o excesso

de remuneração. Este efeito inverso ao esperado pode ser consequência da presença de endogeneidade, que causa a incompreensão em saber se as variáveis independentes inseridas no modelo causam um efeito na variável dependente ou se o contrário ocorre.

A variável referente ao tamanho das empresas TAM, apesar de apresentar significância estatística a um nível de confiança de 1%, teve seu sinal inverso ao esperado, demonstrando que empresas maiores não apresentam problemas quando de pagamento excessivo da remuneração dos executivos.

Por fim verifica-se que os dados apresentaram problemas com o atendimento do pressuposto da normalidade, como pode ser observado pelo teste de normalidade Jarque-Bera. Ademais, os erros padrões para a regressão 2 foram gerados com procedimentos robustos a heterocedasticidade, visto que os dados não atenderam a hipótese de normalidade, como verificado no teste de White.

5 Conclusão

A presente pesquisa investigou as determinantes da remuneração executiva (diretoria e conselho de administração), bem como as determinantes de seus excessos, para as empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBovespa para o período de 2009 a 2012.

As evidências apontam para uma dualidade na interpretação dos resultados da regressão 1, visto que o conjunto de variáveis que representaram as características da governança corporativa e as características da diretoria, apresentaram sinais ora positivos, ora negativos. Deste modo as inferências estatísticas devem ser realizadas com cautela e limitando-se a amostra da pesquisa. Assim, considera-se um atendimento parcial da primeira hipótese lançada na pesquisa (H1: existe uma associação entre os mecanismos de governança corporativa, desempenho e tamanho das empresas com a remuneração executiva das companhias).

Os resultados sustentaram parcialmente a segunda hipótese lançada na pesquisa (H2: o excesso de remuneração é impactado pelo desempenho, mecanismos eficazes de governança corporativa, transações com partes relacionadas e tamanho das empresas) uma vez que, quando significativas, as variáveis para a equação 3 apresentaram sinal inversamente aos esperados. Estes resultados podem ser justificados pela presença de endogeneidade nos dados que causa a incompreensão em saber se as variáveis independentes inseridas no modelo causam um efeito na variável dependente ou se o contrário ocorre.

O estudo em questão se diferencia dos demais realizados em âmbito nacional nos seguintes aspectos: (i) utiliza todas as variáveis do modelo proposto por Funchal e Terra (2006); (ii) utilização do formulário de referência (FR) como fonte principal de coleta de dados; e (iii) até onde vai de entendimento dos autores, está é a primeira pesquisa que analisa as determinantes do excesso de remuneração no Brasil.

Destacam-se como oportunidades para novas pesquisas: (i) analisar outras fontes de dados para capturar as variáveis da pesquisa; (ii) analisar outras métricas para capturar as variáveis independentes dos modelos; e (iii) utilizar procedimentos econométricos robustos aos problemas de endogeneidade dos dados.

6 Referencial

ATTAWAY, M. C. A Study of the Relationship Between Company Performance and CEO Compensation. **American Business Review**, v. 18, n. 1, p. 77-85, 2000.

BEBCHUK, L.; FRIED, J. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, USA: **Harvard University Press**, p. 1-20, 2004.

BÖRSCH-SUPAN, Axel; KÖKE, Jens. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **German Economic Review**, v. 3, n. 3, p. 295-326, 2002.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 371-406, 1999.

FUNCHAL, Jéferson de Araújo; TERRA, Paulo Renato Soares. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. Salvador: **EnANPAD**, 2006.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implica-tions for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

HU, S.; SHEN, Y.; XU, Y. Determinants of Related-Party Transactions: Evidence from China's listed companies during 2002-2006. **Frontiers of Business Research in China**, v. 3, n. 2, p. 190-206, 2009.

KOHLBECK, M. J.; MAYHEW, B. W. Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions. **Working paper**, p. 1-43, 2004.

KRAUTER, Elizabeth. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras**. 2009. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives:** the principal-agent model. Princeton University Press, 2009.

OZKAN, Neslihan. CEO compensation and firm performance: an empirical investigation of UK panel data. **European Financial Management**, v. 17, n. 2, p. 260-285, 2011.

WHITE, Halbert. **A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimador and a direct test for heteroskedasticity**. Econometria, v. 48, n. 4, p. 817-838, 1980.

WOOD JUNIOR, T. e PICARELLI FILHO, V. **Remuneração Estratégica:** A nova vantagem competitiva. Atlas, São Paulo, 2ª edição, 224 p., 1999.