

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS

OWNERSHIP STRUCTURE AND COMPENSATION OF EXECUTIVES

Data de submissão: 03/04/2014

Aceite: 04/10/2015

Viviane Theiss¹

Ilse Maria Beuren²

RESUMO

O estudo objetiva verificar a relação da estrutura de propriedade com a remuneração dos executivos das empresas listadas na BM&FBovespa. Pesquisa descritiva com abordagem quantitativa foi realizada a partir de investigação documental em uma amostra de 172 empresas, as que evidenciaram os dados necessários para a realização deste estudo. A coleta dos dados foi realizada no Formulário de Referência, tanto os relativos à remuneração dos executivos, como os da estrutura de propriedade. Os resultados da relação dos direitos sobre os fluxos de caixa e dos direitos de controle em excesso com a remuneração dos executivos revelaram que somente os direitos de controle em excesso apresentaram relação negativa com remuneração dos executivos. Assim, conclui-se que existe uma relação negativa entre a estrutura de propriedade e a remuneração dos executivos das companhias abertas no Brasil, o que indica quanto mais concentrada for a propriedade menor será a remuneração dos executivos.

Palavras-chave: Estrutura de propriedade. Remuneração de executivos. Direitos sobre fluxos de caixa. Direitos de controle em excesso. Companhias abertas.

1 Possui graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau, mestrado do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau. Doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal Santa Catarina - UFSC. Florianópolis. Santa Catarina. Brasil. E-mail: theissviviane@gmail.com

2 Possui graduação em Ciências Contábeis pela Univates, mestrado em Ciências Contábeis pela Fundação Getúlio Vargas e doutorado em Controladoria e Contabilidade pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo - FEA/USP. Professora do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC. São Paulo. Florianópolis. Santa Catarina. Brasil. E-mail: ilse.beuren@gmail.com

ABSTRACT

The study aimed to verify the relationship of ownership structure with the compensation of executives of companies listed on the BM&FBovespa. Descriptive research with quantitative approach was conducted from desk research on a sample of 172 companies which showed the necessary data for this study. Data collection was carried out in the Reference Form, both relating for executive compensation as the ownership structure. The results of the list of rights on the cash flows and excess control rights to the compensation of executives revealed that only excess control rights had negative relation to executive compensation. Thus, it is concluded that there is a negative relationship between ownership structure and the remuneration of executives of listed companies in Brazil, which indicates the more concentrated is the smallest property is executive compensation.

Keywords: *Ownership structure. Compensation of the executives. Rights to the cash flow. Rights of excessive control. Open capital companies.*

1 INTRODUÇÃO

A decisão dos acionistas de contratar outra pessoa para gerenciar as atividades administrativas e operacionais da empresa implica separação entre a propriedade e o controle desta entidade. Esta decisão é formalizada por meio de um contrato, que apresenta em suas cláusulas aspectos da remuneração desse indivíduo contratado para exercer a função, conforme preconiza a Teoria da Agência. Desenvolvida com maior ênfase por Jensen e Meckling (1976), a Teoria da Agência analisa a relação entre agente e principal. Desta relação, focaliza-se neste estudo a estrutura de propriedade e a remuneração de executivos.

Entre a diversidade de estruturas de propriedade, Silveira (2004) descreve a alta concentração de propriedade e caracteriza-a pela posse das ações e do controle na tomada de decisões das companhias, aliados a baixa proteção de acionistas minoritários. O autor adverte que uma propriedade concentrada pode proporcionar problemas de agência, devido a objetivos distintos entre os interesses dos acionistas da empresa, principalmente entre controladores e minoritários. No contexto brasileiro, o autor constatou a predominância da estrutura de propriedade concentrada.

Silva (2006) esclarece que existem outras maneiras do acionista apresentar direitos sobre a propriedade de uma empresa sem perder o controle, como a emissão de ações sem direito a voto, estabelecimento de acordos de acionistas sobre o exercício do direito a voto ou do poder de controle, e ainda pela existência de participações cruzadas e piramidais, em que uma empresa é controlada por outra, a qual possui ações da sua controladora.

Com concentração de direitos de voto, o acionista garante benefícios privados de controle, além de maior possibilidade para influenciar na sua remuneração, por meio do poder de adequação do desempenho da entidade (SILVA, 2004). Segundo Okimura, Silveira e Rocha (2007), outra possibilidade de extrair benefícios pela estrutura de propriedade da empresa é a aquisição de ações sem direito de voto pelo acionista controlador. Isto garante direitos sobre o fluxo de caixa da entidade, com a possibilidade de aquisição de dividendos, e eventualmente direitos de voto.

Jensen e Meckling (1976) advertem ainda sobre a possibilidade de o acionista controlador expropriar riqueza de outros acionistas, entre elas: o pagamento de honorários excessivos para si mesmo; auto nomeação em cargos executivos privilegiados e nepotismo, ou seja, posições no conselho para si ou familiares e parentes; pagamento ou recebimento de preços de transferências em valores altos para empresas das quais são proprietários.

Para a conjuntura brasileira esta situação pode ocorrer, de acordo com Bortolon (2010), pela utilização de ações sem direito a voto, ou seja, ações preferenciais, que garantem o exercício do controle sem que seja necessário um alto investimento. Esta possibilidade leva a um desvio entre direitos sobre voto e propriedade, além de incentivos à extração de benefícios privados.

Este desvio é representado pelo direito de controle em excesso. Para Silveira, Barros e Famá (2004), quanto maior o excesso de direito de controle em relação ao direito sobre o fluxo de caixa do controlador, pior o nível de governança e maior a possibilidade de extração de benefícios privados pelos controladores.

Neste contexto, formulou-se a seguinte questão-problema do estudo: Qual a relação da estrutura de propriedade com a remuneração dos executivos de empresas listadas na BM&FBovespa? Assim, o estudo objetiva verificar a relação da estrutura de propriedade com a remuneração dos executivos de empresas listadas na BM&FBovespa.

Nesta pesquisa considerou-se a possibilidade do executivo influenciar na sua própria remuneração por meio de alternativas atreladas à estrutura de propriedade, pautado em estudos estrangeiros como os de Yurtoglu e Haid (2006), Jiang (2008), Masulis, Wang e Xie (2009), Barontini e Bozzi (2010), Cao, Pan e Tian (2011) e de estudos nacionais como os de Okimura, Silveira e Rocha (2007), Aldrighi e Postali (2011) e Souza (2012).

Desta forma, este estudo busca contribuir com aspectos inerentes à Teoria da Agência, principalmente ao verificar a relação de elementos com implicações que dizem respeito a diferenças entre acionistas majoritários e minoritários nas companhias abertas do Brasil. Além disso, contribui ao verificar a influência do executivo controlador da entidade, de acordo com a sua maneira de administrar e controlar a empresa, para obter benefícios próprios por meio de alternativas que a estrutura de propriedade oferece.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Agência

O problema de agência inicia no momento em que se estabelece a separação entre propriedade e controle. Neste caso, na maioria das vezes é definido um contrato entre os participantes (principal e agente) para a realização das atividades da empresa, assim como definida a remuneração do agente responsável. Desta relação, podem surgir custos de agência, para a manutenção do controle e cumprimento das obrigações, definidas no contrato entre as partes. Além disso, pessoas com interesses divergentes pode implicar problemas de agência.

A Teoria de Agência enfatiza a transferência de riqueza entre principal e agente. De acordo com Segatto-Mendes (2001), este fato ocorre quando o principal delega poderes e autoridade ao agente para tomar decisões. Mesmo o principal consciente da possibilidade de perder parte de sua riqueza, esse apresenta a intenção de fazer com que o agente obtenha desempenho na empresa dentro das condições estabelecidas, com o fornecimento de prêmios, que representam um custo de agência.

Para Eisenhardt (1989), a Teoria da Agência enfatiza que os seres humanos agem por interesses próprios com a intenção de oportunismo. A principal discussão deste tema está atrelada aos incentivos do gestor em agir em prol dos interesses dos proprietários e simultaneamente alcançar os benefícios próprios do agente. Esta premissa está subjacente a separação da propriedade e do controle.

No exemplo clássico descrito por Jensen e Murphy (1990), é possível caracterizar aspectos da Teoria da Agência, em que acionistas, ao apresentar informações completas e adequadas acerca das atividades de um executivo e oportunidades de investimento da empresa, podem conceber

contratos com a imposição e especificação de ações gerenciais a serem realizadas. Assim é possível, a partir do momento em que há outras pessoas envolvidas na estrutura de propriedade de uma entidade, ou outra pessoa contratada e remunerada por um determinado serviço, que ocorra algum efeito de assimetria da informação. Para mitigar possíveis problemas decorrentes, as empresas adotam boas práticas de governança corporativa (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JUNIOR, 2008).

Da mesma forma é possível destacar a propriedade entre agentes contratados para trabalhar na empresa, em que o principal é considerado como um estranho, por ser investidor sem nenhum direito na gestão da empresa. Neta perspectiva, Jensen e Meckling (1976) esclarecem termos relativos a teoria dos direitos de propriedade, teoria da agência e teoria de finanças. Em consonância a este referencial teórico e de acordo com o interesse do gestor e de mecanismos internos e externos de controle da entidade, é estabelecida a estrutura de propriedade da companhia, assim como a remuneração dos seus executivos.

2.2 Estrutura de Propriedade

Um dos estudos pioneiros que tratou sobre estrutura de propriedade é o de Berle e Means (1932), caracterizada por Souza (2012) como a forma em que é disseminado o capital da empresa relativo aos votos e ao grau de concentração dos proprietários do capital. A estrutura entre as propriedades poderá variar de empresa para empresa, bem como de país para país. Independente do modo como se configura a estrutura de propriedade, ela deve estar de acordo com os preceitos dos acionistas, além de maximizar o valor da empresa.

Fronningen e Wijst (2009) afirmam que em uma dada combinação de características da firma e seu ambiente, as estruturas de propriedade são escolhidas para maximizar o valor da empresa. No caso das empresas de capital aberto, a estrutura de propriedade ganha maior relevância, principalmente pelas vantagens representativas para que as empresas captem recursos via bolsa de valores.

Os benefícios apresentados, que levam as empresas a investirem na bolsa de valores, são com o intuito de captação de capital para a realização de investimentos sem a utilização de empréstimos e financiamentos em instituições financeiras e congêneres. A lente do mercado de capitais é diferenciada, conforme Demsetz e Lehn (1985), por considerar que a estrutura de propriedade de uma empresa é o resultado da influência endógena de decisões, refletida no grupo de acionistas como um todo.

Entretanto, Okimura, Silveira e Rocha (2007) constataram na pesquisa realizada em empresas brasileiras, que elas apresentam alta concentração de propriedade. A explicação de concentração de controle deve-se, em parte, aos “incentivos dados no passado para a abertura de capital das companhias, que trouxe ao mercado de ações empresas que, na ausência de tais incentivos, provavelmente teriam sido mantidas privadas e controladas por poucos indivíduos” (CLAESSENS; KLINGEBIEL; LUBRANO, 2001, p. 14). Estas empresas privadas com alta concentração de propriedade, na maioria dos casos, são representadas por empresas familiares (BELMONTE; FREITAS, 2013).

Neste contexto, a propriedade concentrada é caracterizada pela detenção de ações com direito a voto. Para Okimura, Silveira e Rocha (2007), os controladores das empresas brasileiras apresentam uma grande proporção de ações de direito a voto, para que seja garantida a sua detenção de poder na empresa. Todavia, além dos direitos a voto, esse acionista poderá deter outras formas de controle na empresa, como por exemplo, a detenção de direitos de fluxo de caixa e direitos de controle em excesso.

Os direitos de fluxo de caixa, também denominado de direito de propriedade do acionista controlador, representam a soma das ações do controlador, tanto ordinárias como preferenciais. De acordo com Silveira, Barros e Famá (2004, p. 7), esse direito “é alcançado pelo percentual do total de ações em posse do(s) acionista(s) controlador(es) (participação no capital total da companhia)”.

Da relação entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa, é possível definir o excesso de direito de voto. De acordo com Okimura, Silveira e Rocha (2007), o excesso de direito de voto representa a diferença das ações de direito de voto e do capital total da empresa (direitos de fluxo de caixa), ou seja, quanto menor os direitos de controle em excesso, maior o controle do acionista na empresa.

Cada empresa apresenta uma forma de estrutura de propriedade específica, da mesma maneira que, a quantidade de ações com direito de voto, a parcela de direitos de fluxo de caixa e direitos de controle em excesso. Cabe aos acionistas ou ao grupo de topo, definir qual a forma mais adequada para a empresa e o seu controle. É uma maneira de governança corporativa encontrada para minimizar conflitos entre o agente e o principal no âmbito da empresa, que inclui a estrutura de propriedade e a remuneração de executivos.

2.3 Remuneração de Executivos

Existem pessoas que estão dispostas a pagar por serviços de outros, em um valor superior ao que elas poderiam obter, no âmbito de serem capazes de direcioná-los. Este argumento é utilizado por Coase (1937) para esclarecer os momentos em que as pessoas poderiam estar dispostas a dar alguma recompensa para direcionar outras, pelo desejo de não serem controladas, mas de controlar.

Jensen e Murphy (1990) destacam que os acionistas preferem ter diretores executivos para determinadas decisões e/ou ações, como em qual projeto prosseguir, controlar custos, entre outros. Nessa relação, o diretor executivo geralmente compara benefícios privados, o custo de desenvolver determinadas atividades, aversão ao risco, políticas de compensação que unem o bem-estar do diretor executivo com a riqueza do acionista, com o alinhamento dos custos sociais e privados, bem como os, benefícios de ações alternativas, que são incentivos para o *Chief Executive Officer* (CEO) executar as ações apropriadas. Além do CEO, outros executivos e funcionários também demandam condições, mas este diretor em especial é remunerado por vontade do acionista.

Para o acionista, o CEO deve desempenhar sua função ao menor custo possível, pelo fato de que ele pode obter fatores de produção a um preço inferior às transações de mercado. Esta função estabelecida pelo mercado ocorre porque sempre é possível haver uma reversão, surgindo a incerteza, considerada relevante para o estudo do equilíbrio da firma (COASE, 1937). Para Shleifer e Vishny (1996), um problema grave de contratos de incentivo é que eles proporcionam grandes oportunidades de auto negociação. Gestores tem a oportunidade de negociar para si próprios, quando sabem que os ganhos ou o preço das ações tende a subir, bem como, manipular números dos relatórios contábeis e políticas de investimento para o aumento do seu salário.

Para o executivo favorecer sua remuneração, pode fazê-lo de diversas maneiras. Por isso, conforme Murphy (1998), grande parte das empresas nos Estados Unidos possui uma comissão representada por dois ou mais diretores externos, que realizam estudos de mercado sobre os níveis de remuneração ou propõem novos planos de incentivos. O autor destaca que, apesar da heterogeneidade nas práticas de remuneração em empresas, a maioria dos pacotes de remuneração

ração de executivos contem quatro componentes básicos: salário-base, bônus anual, opções de ações e planos de incentivo de longo prazo (planos de ações restritos e planos de desempenho anual baseado na contabilidade). Podem ainda haver benefícios especiais, como seguro de vida e plano de aposentadoria complementar de executivo. Todas essas modalidades tem o propósito de reter bons profissionais (GHENO; BERLITZ, 2011).

De acordo com Funchal (2005, p. 50), o contrato de remuneração “é um mecanismo crucial para alinhar os interesses dos executivos e dos acionistas, especialmente quando executivos tomam muitas decisões que não podem ser monitoradas facilmente pelos investidores, acionistas e pelo conselho de administração”. Neste sentido, Jensen e Murphy (1990, p. 14) alertam que “o resultado da relação de salários-desempenho não é afetada pela propriedade das ações, mas pela inconsistência com a teoria de contratos de compensações, que fornecem incentivos para que os gestores criem riqueza para o acionista”.

No Brasil, a remuneração dos executivos tende a estar atrelada a resultados, isso porque, com o aumento do desempenho da empresa, aumenta-se a remuneração como forma de premiação. Desse modo, deve ser considerado um mecanismo que garanta o alinhamento de interesses entre diretoria e acionistas e a geração de valor no longo prazo. Da mesma forma, deve estar vinculada ao retorno dos acionistas, com adequação ao nível hierárquico, complexidade da função e desempenho financeiro do negócio (SILVA, 2006).

Outra possibilidade de remuneração de executivos possível no Brasil são os planos de opções por ações, com o intuito dos executivos permanecerem mais tempo na empresa e obter resultados no longo prazo. Em alguns casos específicos pode haver privilégios na recompensa desses executivos, não necessariamente relacionada com o desempenho da empresa. Cita-se como exemplo o destacado por Bertrand e Mullainathan (2000), de uma indústria de petróleo, em que o pagamento dos executivos é relacionado à mudança no preço do petróleo.

Farmer, Archbold e Alexandrou (2013) investigaram como o desempenho das empresas influencia a remuneração de executivos de 204 companhias abertas do Reino Unido, seguindo as recomendações do código de governança corporativa local. O resultado da pesquisa confirma que os comitês de remuneração consideraram somente o desempenho da empresa em um determinado momento e que esta forma de trabalhar está atrelada a geração de benefício aos acionistas. Possivelmente essa seja a forma mais comum de remuneração dos executivos também em outras empresas, inclusive em outros países.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Pesquisa descritiva com abordagem quantitativa foi realizada por meio de pesquisa documental. Para este estudo utilizaram-se dados publicados pelas empresas listadas na BM&FBovespa, relativos aos anos de 2009 a 2011.

Nos Formulários de Referência, publicados de acordo com a Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009, os dados relativos a remuneração de executivos foram pesquisados no item 13 – Remuneração dos administradores, do subgrupo 2 – Remuneração total por órgão. Os dados de estrutura de propriedade foram extraídos do item 15 – Controle, subgrupo 1/2 Posição acionária. As variáveis de controle foram investigadas no item 12 – Assembleia e administração, subgrupo 6/8 – Composição e experiência profissional da administração.

Adicionalmente, para a determinação das variáveis referentes ao desempenho das empresas, os dados foram extraídos da base de dados da Economática®. A população e a amostra das empresas pesquisadas são apresentadas na Tabela 1.

Tabela 1 - População e amostra da pesquisa

População/ Amostra	Descrição	No
População	Empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa em 14 de maio de 2012, com exceção das entidades classificadas como financeiras e outros da Bovespa.	424
Primeira amostra	Empresas com as informações sobre estrutura de propriedade e remuneração dos executivos no período de 2009 a 2011.	244
Segunda amostra	Empresas com as informações necessárias para o cálculo do desempenho no período de 2009 a 2011, com exceção de empresas estatais.	182
Amostra Final	Empresas com as informações necessárias para análise da relação entre estrutura de propriedade e remuneração dos executivos no período de 2009 a 2011, com exceção dos <i>outliers</i> .	172

Fonte: Elaboração própria.

3.1 Variáveis da pesquisa

No Quadro 1, separaram-se as categorias de análise com suas respectivas variáveis, que compreendem para cada indicador utilizado, a descrição com a devida explicação de como foi encontrada ou calculada a variável do estudo e os autores que a sustentam.

Quadro 1 - Definição das variáveis da pesquisa

Categorias	Variáveis	Definição operacional	Autores
Estrutura de propriedade	Direitos de fluxo de caixa (FC)	Soma das multiplicações dos totais de ações (%) entre os acionistas da entidade	La Porta Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999); Claessens et al. (2002); Bortolon e Leal (2010); Cao, Pan e Tian (2011).
	Direitos de controle em excesso (CE)	Subtração de direitos de fluxo de caixa e direito de voto	La Porta Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Claessens et al. (2002); Bortolon (2010); Cao, Pan e Tian (2011).
	Tamanho do conselho (Board)	Número total de administradores no conselho.	Jensen (1993); Firth, Fung e Rui (2006); Cao, Pan e Tian (2011).
Desempenho da empresa	Retorno sobre os ativos (ROA)	Lucro operacional/ativo total	Assaf Neto (2003).
	Retono sobre o patrimônio líquido (ROE)	Lucro líquido/Patrimônio líquido	Souza (2012)
	Retorno sobre vendas (ROS)	Lucro líquido/Vendas	Firth, Fung e Rui (2006); Cao, Pan e Tian (2011).
	Q de Tobin (Q)	Valor de mercado(valor de mercado das ações + Valor contábil da dívida)/Valor da substituição (ativos totais)	Claessens et al. (2002); Bortolon (2010); Cao, Pan e Tian (2011)
	Tamanho (SIZE)	Ln (logaritmo natural) do total de ativos	Firth, Fung e Rui (2006); Cao, Pan e Tian (2011).
	Alavancagem (LEV)	Dívida total / Ativo total em valor contábil	Firth, Fung e Rui (2006); Demsetz e Lehn (1985); Cao, Pan e Tian (2011).
Remuneração dos executivos	Remuneração total (PAY)	Ln (logaritmo natural) do total da remuneração dos executivos, dividido pela quantidade de executivos.	Cao, Pan e Tian (2011); Souza (2012).

Fonte: Dados da pesquisa.

Para a análise dos resultados, com o auxílio de planilhas eletrônicas e o *software* SPSS, foi realizada a regressão linear múltipla. Inicialmente identificou-se como as variáveis do estudo se relacionam, distinguindo-se as variáveis independentes e dependentes. As independentes são determinadas por variáveis de estrutura de propriedade e desempenho da empresa. Já o valor assumido pela variável dependente é a remuneração de executivos.

A fim de verificar se os direitos sobre os fluxos de caixa apresentam relação com a remuneração, aplicou-se a seguinte equação:

$$PAY_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FC_{it} + \alpha_2 PERF_{it-1} + \alpha_3 FC * PERF_{it-1} + \alpha_4 TAM_{it} + \alpha_5 Boi + \alpha_6 LEV_{it} + \varepsilon_1 \quad (1)$$

Onde, PAY_{it} representa a remuneração dos executivos e it o período analisado; FC_{it} os direitos de fluxo de caixa; $PERF_{it-1}$ representa cada variável de desempenho, como o ROA_{it-1} , retorno sobre os ativos do ano anterior, ROE_{it-1} , retorno sobre o patrimônio líquido do ano anterior, ROS_{it-1} retorno sobre as vendas do ano anterior, Q_{it-1} , Q de Tobin do ano anterior; $FC * PERF_{it-1}$ representa a influência na união de direitos de fluxo de caixa com cada variável de desempenho; TAM_{it} Tamanho das empresas e LEV_{it} Alavancagem.

Para verificar os direitos de controle em excesso utilizou-se a seguinte fórmula:

$$PAY_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CE_{it} + \alpha_2 PERF_{it-1} + \alpha_3 CE * PERF_{it-1} + \alpha_4 TAM_{it} + \alpha_5 Boa + \alpha_6 LEV_{it} + \varepsilon_1 \quad (2)$$

Em que, PAY_{it} representa a remuneração dos executivos e it o período analisado; CE_{it} os direitos de controle em excesso; $PERF_{it-1}$ representa cada variável de desempenho, como o ROA_{it-1} , retorno sobre os ativos do ano anterior, ROE_{it-1} , retorno sobre o patrimônio líquido do ano anterior, ROS_{it-1} , retorno sobre as vendas do ano anterior, Q_{it-1} , Q de Tobin do ano anterior; $CE * PERF_{it-1}$ representa a influência na união de direitos de controle em excesso com cada variável de desempenho, TAM_{it} Tamanho das empresas e; LEV_{it} alavancagem.

Para cada variável de desempenho descrita, foi formada uma nova variável que agrupa a estrutura de propriedade e o desempenho, conforme caracterizado pelas variáveis $FC * PERF_{it-1}$ e $CE * PERF_{it-1}$, procedimento também realizado nos estudos de Firth, Fung e Rui (2006) e Cao, Fan e Tian (2011), para identificar se estas variáveis em grupo apresentam uma maior relação com a remuneração do executivo. De acordo com Fávero (2009), este procedimento é válido, todavia, pode proporcionar problemas de multicolinearidade, considerado um problema comum entre as regressões, no qual as variáveis independentes apresentam exatidão nas relações lineares ou aproximadamente exatas.

3.2 Hipóteses do estudo

Na Figura 1 ilustra-se a relação da estrutura de propriedade com a remuneração dos executivos das empresas listadas na BM&FBovespa, conforme os propósitos do estudo.

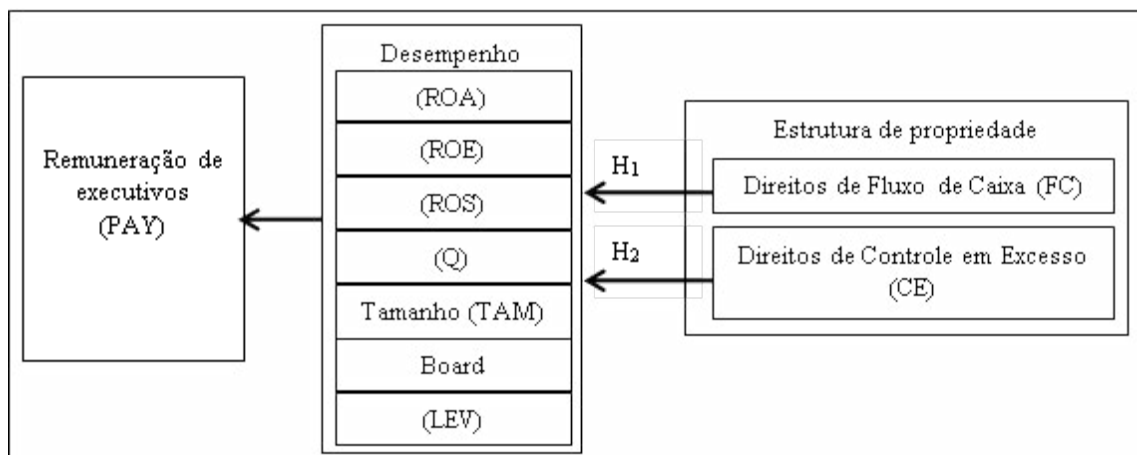


Figura 1 - Relação entre as variáveis e o teste de hipóteses

Fonte: Elaboração própria.

Observa-se na Figura 1 o modelo visual entre a variável dependente, remuneração de executivos, e as variáveis independentes que compõem este estudo. Compreendem as variáveis independentes, a estrutura de propriedade, subdividida em direitos de fluxo de caixa e direitos de controle em excesso; e as variáveis de desempenho, subdivididas em ROA, ROE, ROS, Q de Tobin, Tamanho (TAM), Board e LEV.

É por meio deste modelo visual de relação das variáveis e da base teórica que se evidenciam as hipóteses deste estudo. Estudos como os de Masulis, Wang e Xie (2009), Barontini e Bozzi (2010) e Cao, Pan e Tian (2011) abordam sobre os direitos de fluxo de caixa e direitos de controle em excesso, em relação à remuneração dos CEOs, no sentido de que estes podem afetar o valor da empresa. Principalmente se a estrutura de propriedade da empresa for representada por meio do uso de pirâmides e participação na gestão (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Assim, estabeleceu-se a seguinte hipótese:

H_1 : Há relação entre o direito de fluxo de caixa e a remuneração dos executivos das empresas listadas na BM&FBovespa.

A premissa é que as empresas, ao proporcionarem o direito de recebimento de fluxos de caixa para os acionistas, estabelecem estímulos aos gestores para empenhar-se ainda mais e para que aqueles invistam em maior proporção na entidade, com foco em retornos que este direito pode lhes proporcionar. Para testar esta hipótese, realizou-se uma regressão linear, tendo como variáveis independentes o direito de fluxo de caixa e desempenho, e como variável dependente a remuneração de executivos.

Os direitos de controle em excesso de acionistas controladores, segundo Chen et al. (2011), proporcionam incentivos para a expropriação da riqueza de outros investidores, que podem apresentar interesses opostos aos acionistas minoritários. Para o acionista controlador, o desvio de direitos beneficia a concentração de controle com menor investimento, da mesma forma que incentiva o monitoramento da gestão (BORTOLON, 2010). Okimura, Silveira e Rocha (2007, p. 122) alertam que “mecanismos de propriedade, como estrutura piramidal, propriedade cruzada e emissão de ações sem direito a voto, permitem aos acionistas controladores aumentar o direito de voto nas empresas em relação ao direito sobre fluxo de caixa”. A partir destas evidências, apresenta-se a hipótese a seguir:

H_2 : Há relação negativa entre o direito de controle em excesso e a remuneração dos executivos das empresas listadas na BM&FBovespa.

Para testar essa hipótese aplicou-se uma regressão linear ao direito de controle em excesso e desempenho, como variáveis independentes, e à remuneração de executivos, como variável dependente. Espera-se aceitar esta hipótese, pois quando os acionistas possuem grande quantidade de ações com direito a voto e do capital total da empresa (direitos de fluxo de caixa), há uma menor possibilidade de direitos de controle em excesso, devido ao grande controle do acionista na empresa. Assim, pode haver a possibilidade de influenciar a decisão para adquirir benefícios próprios sem que os acionistas minoritários tenham conhecimento.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com vistas em analisar se os direitos de fluxos de caixa e os direitos de controle em excesso explicam a relação com a remuneração de executivos, foi efetuada a aplicação de uma regressão linear, de acordo com as equações “1” e “2”.

Para a variável de estrutura de propriedade, pautada em direitos sobre os fluxos de caixa, foram separadas as medidas de desempenho que podem ter influência na remuneração dos executivos, conforme descrevem Wood Jr. e Picarelli Filho (2004), como o retorno sobre ativos (ROA), retorno sobre patrimônio líquido (ROE), retorno sobre vendas (ROS) e a variável Q de Tobin como variável de mercado, agrupadas na variável denominada (PERF-1). Esta separação é necessária para identificar a influência de cada variável no montante da remuneração, isso porque de acordo com os estudos mencionados na revisão bibliográfica, o desempenho da empresa pode influenciar na remuneração final do executivo.

Da mesma forma, a inclusão das variáveis Tamanho (TAM), quantidade de conselheiros no conselho de administração (Board) e alavancagem (LEV), foram medidas usadas para ajustar os salários de acordo com os variados tipos de empresas.

Na Tabela 2, identifica-se se a variável direito de fluxo de caixa agrupada com a variável de desempenho (FC PERF-1) apresenta um maior efeito sobre a remuneração de executivos. Este procedimento foi também empregado nos estudos de Cao, Pan e Tian (2011), considerado pelos autores como um coeficiente ajustado.

Tabela 2 - Resultados dos efeitos dos direitos de fluxo de caixa sobre a remuneração de executivos por desempenho

Ano	2009			
Variável dependente: Remuneração de executivos (PAY)				
Desempenho	ROA	ROE	ROS	Q
R2	0,172***	0,180***	0,175***	0,202***
Constante	11,003***	10,953***	10,979***	10,527***
FC	0,099	0,152	0,067	0,246
PERF-1 ^a	0,002	0,003	(0,001)	0,398*
FC PERF-1 ^a	(0,004)	(0,007)	0,001	(0,148)
TAM	0,139***	0,140***	0,142***	0,153***
Board	0,066**	(0,001*)	0,065**	0,064**
LEV	(0,001)	0,065**	(0,001*)	(0,004**)

Variável dependente: Remuneração de executivos (PAY)				
Ano	2010			
Desempenho	ROA	ROE	ROS	Q
R2	0,225***	0,231***	0,216***	0,270***
Constante	10,888***	10,914***	10,859***	10,102***
FC	0,071	(0,101)	0,049	0,576
PERF-1 ^a	0,013	0,001	0,000	0,424**
FC PERF-1 ^a	(0,016)	0,002	0,000	(0,335)
TAM	0,145***	0,150***	0,151***	0,167***
Board	0,079**	0,076**	0,078*	0,074**
LEV	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,002**)

Variável dependente: Remuneração de executivos (PAY)				
Ano	2011			
Desempenho	ROA	ROE	ROS	Q
R2	0,170***	0,217***	0,163***	0,181***
Constante	11,196***	10,936***	11,139***	10,674***
FC	(0,399)	(0,392)	(0,381)	0,182
PERF-1 ^a	(0,003)	0,012**	(5,345)	0,225*
FC PERF-1 ^a	0,010	(0,009)	Excluída	(0,349*)
TAM	0,176***	0,187***	0,182***	0,192***
Board	0,016	0,014	0,015	0,016
LEV	0,001	0,001	(0,381)	(0,001)

^aPERF-1: Corresponde a cada uma das colunas de desempenho.

***. Indicação de significância 1%.

**. Indicação de significância 5%.

*. Indicação de significância 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 2, que todas as regressões apresentaram significância. Entretanto, na análise para verificar se os direitos sobre os fluxos de caixa e os direitos de controle em excesso explicam a relação com a remuneração de executivos, observou-se que os direitos de fluxo de caixa não explicaram a relação com a remuneração de executivos, para o período e amostra estudada. Tal fato se deve pelos baixos coeficientes de correlação dos direitos de fluxo de caixa (FC) das empresas pesquisadas em relação à remuneração dos executivos. A explicação pode estar nos direitos de fluxo de caixa concentrados, em que o acionista controlador também detém uma quantidade representativa do capital total da empresa, que proporciona poder para a nomeação e destituição dos gestores, além da condução de interesses próprios (SHLEIFER; VISHNY, 1996). Porém, não se observou influência na remuneração do executivo neste estudo.

O resultado alcançado é distinto dos estudos de Cao, Pan e Tian (2011), que apesar dos coeficientes negativos, seus resultados comprovaram que a remuneração dos executivos é menor em empresas em que os maiores acionistas têm direitos de fluxo de caixa mais elevados. Tal análise também apontou que o pagamento por meio do desempenho das empresas está associado com a remuneração dos executivos, o que não foi constatado neste estudo. Uma possível razão para a distinção entre os achados dos estudos pode estar relacionada com a amostra da pesquisa, sendo que nesta pesquisa investigaram-se empresas privadas nacionais e estrangeiras em um período de três anos, diferente do estudo de Cao, Pan e Tian (2011), que investigaram empresas estatais.

De acordo com a análise realizada, não é possível confirmar a primeira hipótese deste

estudo, por não existir relação entre direitos de fluxo de caixa e a remuneração de executivos. Isto significa que, a porcentagem do capital social total que os acionistas controladores possuem diretamente na empresa considerada, não apresenta influência na remuneração de executivos. Mesmo que tenha esquemas piramidais entre as empresas, como apresentado Aldrighi e Mazzer Neto (2005), não se observou relação conforme proposto na H_1 .

Neste contexto, o fato de o principal acionista ter influência nas decisões e controle da empresa e apresentar um monitoramento constante nas atividades do executivo, isso não interferiu na remuneração do executivo, que foi contratado para exercer a sua função.

Para verificar se o desempenho da empresa apresenta analogia com a remuneração, para cada ano, separaram-se as medidas de desempenho do ROA, ROE, ROS e Q de Tobin. De forma geral, entre as medidas de desempenho, a única variável que apresentou significância foi o Q de Tobin, ao nível de 5%, no ano de 2010, e 10% nos anos de 2009 e 2011. Entre as demais variáveis, a única que apresentou influência foi o ROE no ano de 2011.

Tal resultado sugere que as empresas que apresentam maior remuneração de executivos são as que também possuem maior desempenho de mercado, medido pelo Q de Tobin. Este resultado não se assemelha com o estudo de Firth, Fung e Rui (2006), no qual o desempenho de acordo com o mercado não forneceu incentivo aos CEOs. Entretanto, a amostra deste estudo somente analisa empresas privadas, em que as ações dos maiores acionistas também podem ser negociadas. Cao, Pan e Tian (2011) aduzem que investidores privados podem estar mais focados no desempenho do mercado, com a possibilidade de obtenção de lucro em momentos de venda das ações.

Para as variáveis ajustadas pelo agrupamento dos direitos sobre o fluxo de caixa e cada variável de desempenho, não foi encontrada influência na remuneração, exceto para o Q de Tobin, que apresentou uma relação com significância ao nível de 10% no ano de 2011.

Quando caracterizado o tamanho da empresa, é perceptível a elevada relação com a remuneração de executivos. O que coaduna com os estudos de Pedersen e Thomsen (1997) e Murphy (1998), que quanto maior for a empresa, maior é o pagamento de salários e disseminada a estrutura de propriedade.

Na análise do número de integrantes que atuam no conselho de administração da empresa, observou-se forte influência nos anos de 2009 e 2010. Esse resultado ocorre em virtude da influência de conselheiros na decisão da remuneração dos executivos. Para o ano de 2011, tal resultado não foi vantajoso, pelo aumento do número de integrantes que ocuparam este cargo. Segundo Jensen (1993), conselhos com mais de sete membros são menos propensos a desempenhar bem a sua função, pelo motivo do principal apresentar um maior controle.

Outro aspecto importante a ser destacado é o efeito da alavancagem em relação à remuneração dos executivos, cujo coeficiente de relação varia conforme a variável de desempenho informada. Para Basu et al. (2007), quando ocorre o efeito da alavancagem negativa, esta é decorrente da capacidade da empresa de remunerar seu executivo, ou seja, empresas com maior volume de dívidas pagam menos aos seus executivos.

Entretanto, para este estudo, esta afirmação não é estabelecida quando analisada com a variável de retorno sobre o patrimônio líquido, no qual é possível identificar um efeito negativo sobre a remuneração, ou seja, quanto menor a dívida da empresa maior a capacidade de remunerar os executivos.

Cabe destacar que a variável alavancagem, no ano de 2011, não apresentou efeito algum. Desse modo, as evidências anteriormente mencionadas não devem ser consideradas para esse período. Outro destaque é para a variável ROS no ano de 2011, automaticamente excluída pelo modelo, por apresentar problemas de multicolinearidade, conforme já explicado neste estudo em consonância com a observação de Fávero (2009).

De acordo com a análise estabelecida para os direitos de fluxo de caixa, é também importante saber se os direitos de controle em excesso do acionista controlador se refletem na remuneração do executivo, no qual será possível identificar a apropriação desproporcional da remuneração que ocorre nas empresas. Da mesma forma, prever o incentivo de gestão das empresas em análise, conforme Cao, Pan e Tian (2011), não é essencialmente coerente com o interesse dos acionistas minoritários, o que pode proporcionar conflitos de agência.

Conforme a equação 2 estabelecida no tópico da metodologia da pesquisa, além da separação das medidas de desempenho de retorno sobre ativos (ROA), retorno sobre patrimônio líquido (ROE), retorno sobre vendas (ROS) e a variável Q de Tobin, como variável de mercado, na Tabela 3 verifica-se se os direitos de controle em excesso explicam a relação com a remuneração de executivos.

Tabela 3 - Resultados dos efeitos dos direitos de controle em excesso e remuneração de executivos por desempenho

Ano	2009			
Variável dependente: Remuneração de executivos (PAY)				
Desempenho	ROA	ROE	ROS	Q
R2	0,188***	0,188***	0,189***	0,216***
Constante	11,068***	11,070***	11,079***	10,742***
CE	(0,629*)	(0,584*)	(0,588*)	(0,214)
PERF-1 ^a	0,001	(9,240)	0,000	0,350**
CE PERF-1 ^a	0,005	0,000	0,000	(0,270)
TAM	0,145***	0,146***	0,146***	0,153***
Board	0,066**	0,066**	0,065**	0,062**
LEV	(0,001)	(0,001*)	(0,001)	(0,004**)

Ano	2010			
Variável dependente: Remuneração de executivos (PAY)				
Desempenho	ROA	ROE	ROS	Q
R2	0,242***	0,254***	0,239***	0,278***
Constante	11,045***	10,998***	10,964***	10,605***
CE	(0,814**)	(0,544*)	(0,677**)	(0,209)
PERF-1 ^a	(0,001)	0,002*	(7,040)	0,263
CE PERF-1 ^a	0,024	(0,005)	(0,001)	(0,217)
TAM	0,148***	0,147***	0,154***	0,159***
Board	0,080***	0,081***	0,080***	0,075**
LEV	(0,001)	(0,001*)	(0,001*)	(0,003*)

Ano	2011			
Variável dependente: Remuneração de executivos (PAY)				
Desempenho	ROA	ROE	ROS	Q
R2	0,189***	0,206***	0,176***	0,170***
Constante	11,045***	10,809***	11,028***	10,949***
CE	(0,419)	(0,553)	(0,634*)	(0,592)
PERF-1 ^a	0,007**	0,005*	0,000	0,025
CE PERF-1 ^a	(0,035*)	0,006	0,003	0,045
TAM	0,175***	0,192***	0,182***	0,188***
Board	0,017	0,015	0,017	0,016
LEV	0,001	0,001	0,001	0,000

^a PERF-1: Corresponde a cada uma das colunas de desempenho.

***. Indicação de significância 1%.

** . Indicação de significância 5%.

* . Indicação de significância 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 3, que o direito de controle em excesso apresenta coeficientes negativos em relação à remuneração. Ambas as variáveis são inversamente proporcionais, ou seja, a remuneração do executivo é maior em empresas que apresentam acionistas com menor direito de controle em excesso. De acordo com a análise realizada, confirma-se a segunda hipótese do estudo, que existe relação negativa entre direitos de controle em excesso e remuneração de executivos.

Este resultado indica que, quando existe uma menor diferença entre o acionista com grande quantidade de direito de voto e o capital social total na empresa, maior é a remuneração do executivo. E da mesma forma, maior é o incentivo à expropriação de riqueza, conforme abordam Shleifer e Vishny (1996). De acordo com Chen et al. (2011), os direitos de controle em excesso proporcionam um incentivo para os controladores expropriar a riqueza de outros investidores, geralmente minoritários, de acordo com os seus próprios interesses.

Desse modo, o acionista principal tem o direito de controle e adquire os direitos sobre o fluxo de caixa que a empresa apresenta, para adquirir poder absoluto. Com este poder concentrado, de acordo com o desempenho da empresa no período e a qualidade dos serviços prestados pelo executivo, este acionista consegue influenciar a decisão sobre a remuneração do executivo. Murphy (1998) adverte que a presença dos maiores acionistas reduz significativamente a magnitude dos salários e bônus pagos para o gestor.

Todavia, este resultado é alterado na medida em que os indicadores de desempenho são incluídos. Por exemplo, no ano de 2011, o retorno sobre o ativo (ROA) apresentou influência na remuneração dos executivos de maneira positiva, porém quando agrupada a variável de direitos de controle em excesso, tal reflexo é negativo, em virtude da relação negativa que o direito de controle em excesso apresenta. Portanto, o retorno sobre os ativos, tem influência na remuneração do executivo, assim como o poder do maior acionista.

Outra situação que cabe destacar é a variação dos valores de forma brusca de um período para outro, que pode ser justificada pela crise financeira (*Suprime*) em 2008 e os reflexos da convergência às normas internacionais de contabilidade, que exerceram alterações na lucratividade dessas empresas. A necessidade de alterações nos critérios contábeis, como a realização de ajuste a valor presente, teste de recuperabilidade dos ativos, contabilização dos ativos intangíveis, entre outros aspectos, se refletiram no resultado das empresas brasileiras.

Quando analisada a variável de desempenho retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), com a remuneração dos executivos, constatou-se nos anos de 2010 e 2011 uma relação positiva com a remuneração dos executivos. Entretanto, quando agrupada a variável de estrutura de propriedade, não é possível observar tal relação. Esta mesma situação corresponde à variável de retorno sobre as vendas (ROS), na associação com a remuneração dos executivos. Nota-se que as variáveis de desempenho, com base nos dados contábeis, não apresentam influência sobre a remuneração dos executivos, em oposição às variáveis de mercado, conforme também destacado por Cao, Pan e Tian (2011).

Nesta análise também foi identificada forte relação entre tamanho da empresa e remuneração dos executivos, como apresentado na análise anterior. Depreende-se do exposto que em empresas maiores ocorre uma maior remuneração dos executivos. Este fato acontece, de acordo com Murphy (1998), porque os custos de uma decisão errada impactam muito mais em empresas maiores do que em menores.

A mesma análise pode ser considerada para o número de integrantes que atuam no conselho de administração, pela forte influência nos anos de 2009 e 2010. Isto por que, um adequado controle da propriedade se dá por meio do conselho de administração e de uma boa governança corporativa, que assegura aos sócios a equidade e transparência da organização, conforme apresenta o IBGC (2010). A influência dos executivos sobre o conselho de administração é

destacada por Funchal (2005), que tem investigado a composição do conselho de administração, para identificar a quantidade de conselheiros das empresas no Brasil.

O efeito negativo caracterizado pela alavancagem em relação à remuneração do executivo decorre do endividamento com capital de terceiros nas empresas da amostra, ou seja, quanto maior a remuneração dos executivos, menor a alavancagem da empresa, ou quanto menor a remuneração dos executivos, maior a alavancagem. Fato também confirmado nos resultados do estudo de Basu et al. (2007).

Infere-se do exposto, no que diz respeito às empresas pesquisadas, quanto maior o desempenho com base no mercado, tamanho da empresa, representatividade do conselho de administração e menor alavancagem, maior é a remuneração dos executivos dessas empresas.

5 CONCLUSÕES

O objetivo do estudo consistiu em verificar a relação de estrutura de propriedade com a remuneração dos executivos das empresas listadas na BM&FBovespa. Com a aplicação de metodologia de pesquisa descritiva e abordagem quantitativa, realizada por meio de investigação documental em uma amostra de 172 empresas. Utilizaram-se dados publicados nos Formulários de Referência, do período de 2009 a 2011, além de informações contábeis disponibilizadas na base de dados da Economática®.

Para analisar se os direitos sobre os fluxos de caixa e os direitos de controle em excesso explicam a remuneração dos executivos por meio do desempenho das empresas pesquisadas, foram elaboradas duas hipóteses. A primeira hipótese, H_1 : Há relação entre o direito de fluxo de caixa e a remuneração dos executivos das empresas listadas na BM&FBovespa, não foi confirmada. Isso se deve aos baixos coeficientes de correlação dos direitos de fluxo de caixa com a remuneração de executivos. Shleifer e Vishny (1996) esclarecem que esta situação pode decorrer dos direitos de fluxo de caixa concentrados pelo acionista, que proporciona poder perante os executivos, mas sem influência na remuneração.

Este resultado indica que a porcentagem do capital total que os acionistas controladores possuem diretamente na empresa, não apresenta efeito sobre a remuneração dos executivos. Mesmo com a presença de esquemas piramidais entre as empresas, como informam Aldrighi e Mazzer Neto (2005), não foi observado o efeito. Este resultado não coaduna com os estudos de Jiang (2008), Masulis, Wang e Xie (2009), Barontini e Bozzi (2010) e Cao, Pan e Tian (2011). Possivelmente diferenças nas amostras e o período considerado na análise podem ter influenciado os achados das pesquisas.

Para a segunda hipótese, H_2 : Há relação negativa entre o direito de controle em excesso e a remuneração dos executivos das empresas listadas na BM&FBovespa, os resultados confirmam a hipótese, pois quando existe uma menor diferença entre o acionista com grande quantidade de direito de voto e o capital total na empresa, maior é a remuneração dos executivos. Portanto, os achados coadunam com as evidências dos estudos de Shleifer e Vishny (1996) e Chen et al. (2011), de expropriação da riqueza dos minoritários.

Em virtude de o acionista principal ter o direito de controle e tomada de decisão na empresa e adquirir os direitos sobre o seu fluxo de caixa, com este poder concentrado, de acordo com o desempenho da empresa no período, e a qualidade dos serviços prestados pelo executivo, este acionista consegue influenciar a remuneração do executivo. Esta informação está em linha com os resultados de Murphy (1998), de que a presença de maiores acionistas reduz significativamente a magnitude dos salários e bônus pagos para o executivo.

Confirma-se assim a possibilidade dos acionistas reterem grande quantidade de ações de direito de voto e do capital total da empresa, havendo por conseguinte uma menor apresentação de direitos de controle em excesso, e um grande controle do acionista na empresa. E assim é viabilizado o poder de influenciar a decisão para adquirir benefícios próprios sem que os acionistas minoritários tenham conhecimento.

Estes resultados são aderentes aos dos estudos de La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999), Yurtoglu e Haid (2006), Cao, Pan e Tian (2011) e Chen et al. (2011), com a confirmação de que os maiores acionistas são os responsáveis pela definição da remuneração de executivos. Assim como foi observado que, com a concentração de propriedade há uma menor remuneração.

Assim, conclui-se que existe uma relação negativa entre a estrutura de propriedade e a remuneração dos executivos das empresas listadas na BM&FBovespa, o que indica que quando há uma maior concentração de propriedade nas empresas, ocorre uma menor remuneração dos executivos. Apesar das contribuições do estudo para desvendar a relação proposta em empresas no contexto brasileiro, ressalta-se que os resultados não podem ser extrapolados para além da amostra pesquisada e do período considerado.

As limitações impostas na definição da estratégia da pesquisa representam lacunas que podem ser exploradas em novas pesquisas. Para estudos futuros sobre o tema, recomenda-se investigar empresas financeiras e estatais, no sentido de verificar a relação da estrutura de propriedade e a remuneração dos executivos em empresas que pertencem a esses setores da BM&FBovespa. Também podem ser relacionadas com a remuneração dos executivos variáveis diversas das consideradas neste estudo.

REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 2, p. 115-137, 2005.
- ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F. A. S. Propriedade piramidal das empresas no Brasil. **Revista Economia**, v. 12, n. 1, p. 27-48, 2011.
- ARRUDA, G. S.; MADRUGA, S. R.; FREITAS JUNIOR, N. I. A governança corporativa e a Teoria da Agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, v. 1, n. 1, p. 71-84, 2008. ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- BARONTINI, R.; BOZZI, S. CEO compensation and performance in family firms. **SSRN. Social Science Research Network**, Working Paper, Feb. 2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1557321>. Acesso em: 01 maio 2012.
- BASU, S.; HWANG, L. S.; MITSUDOME, T.; WEINTROP, J. Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 15, p. 56-79, 2007.
- BELMONTE, V. A. B.; FREITAS, W. R. S. Empresas familiares e a profissionalização da gestão: estudo de casos em empresas paulistas. **Revista de Administração da UFSM**, v. 6, n. 1, p. 71-90, 2013.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation & private property**. Hartcourt: Brace & World. 1932.
- BERTRAND, M.; MULLAINATHAN, S. Agents with and without principals. **SSRN. Social Science Research Network**, Working Paper No. 00-31, Jan. 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=248613>. Acesso em: 01 maio 2012.
- BORTOLON, P. M. **Determinantes e consequências das decisões de estrutura de propriedade: estrutura piramidal e unificação**

- de ações. 2010. 97f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.
- BORTOLON, P. M.; LEAL, R. P. C. Determinantes da estrutura piramidal de controle. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 10., 2010, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo, FGV, 2010. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/10EBF/paper/view/1974>>. Acesso em: 01 maio 2012.
- CAO, J.; PAN, X.; TIAN, G. Disproportional ownership structure and pay-performance relationship: Evidence from China's listed firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, p. 541-554, 2011.
- CHEN, C. J. P.; LI, Z.; SU, X.; SUN, Z. Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 2, p. 229-243, 2011.
- CLAESSENS, S., Klingebiel, D.; Lubrano, M. Corporate governance reform issues in the Brazilian equity markets. **World Bank**, working paper, 2001. Disponível em: <http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2004/11/08/000090341_20041108082619/Rendered/PDF/270560Brazil0equity0market.pdf>. Acesso em: 01 maio 2012.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; JOSEPH, P. H. F.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of largest shareholdings. **Journal Finance**, v. 57, n. 6, p. 274-277, 2002.
- COASE, R. H. The Nature of the firm. **Econômica**, v. 4, n. 16, p. 331-351, 1937.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/InstrucaoCVM480.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2011.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, 1985.
- EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57 - 74, 1989.
- FARMER, M.; ARCHBOLD, S.; ALEXANDROU, G. CEO compensation and relative company performance evaluation: UK Evidence. **Compensation & Benefits Review**, v. 45, p. 88-96, 2013.
- FÁVERO, L. P. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus, 2009.
- FIRTH, M.; FUNG, P. M. Y.; RUI, O. M. Corporate performance and CEO compensation in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 4, p. 693-714, 2006.
- FRONNINGEN, L. A.; WIJST, N. V. D. Ownership structure and performance of the largest German companies. **SSRN. Social Science Research Network**, Working Paper, Feb. 2009. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1341615>. Acesso em: 01 maio 2012.
- FUNCHAL, J. A. **Determinantes da remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas**. 2005. 172f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2005.
- GHENO, R.; BERLITZ, J. Remuneração estratégica e pacote de benefícios: Um estudo de caso aplicado ao nível operacional de uma multinacional. **Revista de Administração da UFSM**, v. 4, n. 1, p. 268-287, 2011.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**, Jul. 2010. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 15 maio 2012.

- JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.
- Jensen, M. C.; Murphy, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.
- 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.
- JIANG, H. **Ownership concentration and CEO compensation pay-for-performance sensitivity in New Zealand**. 2008. Disponível em: <http://www.pbfeam2008.bus.qut.edu.au/papers/documents/HaiyanJiang_Final.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2012.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-518, 1999.
- MASULIS, R. W.; WANG, C.; XIE, F. Agency problems at dual-class companies. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 4, p. 1697-1727, 2009.
- MURPHY, K. J. Executive compensation. In: ASHENFELTER, O.; CARD, D. (Eds.). **Handbook of Labor Economics**. North-Holland, Amsterdam, 1998. Vol. 3. pp. 2485-2563.
- OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, 2007.
- PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. **Journal of International Business Studies**, v. 28, n. 4, p. 759-778, 1997.
- SEGATTO-MENDES, A. P. **Teoria de agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade–empresa**. 2001. 260f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1996.
- SILVA, A. L. C. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006.
- SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **RAUSP. Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.
- SILVEIRA, A. D. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, A. D.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 7., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2004.
- SOUZA, I. B. **Eficiência em estruturas de propriedade concentradas e compensação de executivos: novas evidências para o Brasil**. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2012.
- WOOD JR, T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- Yurtoglu, B. B.; Haid, A. **Ownership structure and executive compensation in Germany**. 2006. Disponível em: <http://www.fep.up.pt/conferences/earie2005/cd_rom/Session%20VII/VII.A/burcin.pdf> . Acesso em: 11 nov. 2011.