

Relações entre controle acionário e remuneração de executivos

doi: 10.4025/enfoque.v34i1.22493

Luiz Carlos Marques dos Anjos

Professor da Universidade Federal de Pernambuco e
Doutorando no Programa Multi-institucional e Interregional de
Pós-Graduação em Ciências Contábeis UNB / UFPB / UFRN
Universidade Federal de Pernambuco – UFPE
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais – DCCA
lcanjos@feac.ufal.br

Márcia Ferreira Neves Tavares

Professora da Universidade Federal de Pernambuco e
Doutoranda no Programa Multi-institucional e Interregional de
Pós-Graduação em Ciências Contábeis UNB / UFPB / UFRN.
marcia@ferreiraauditores.com.br

Paulo Aguiar do Monte

Pós-Doutor em Ciências Econômicas
Professor do Programa Multiinstitucional e Inter-regional em
Pós Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB e
UFRN Universidade Federal da Paraíba – UFPB
pauloaguiardomonte@gmail.com

Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Professor do Programa Multi-institucional e Interregional de
Pós-Graduação em Ciências Contábeis UNB / UFPB / UFRN
lustosa@unb.br

Recebido em: 27.11.2013

Aceito em: 16.10.2014

2ª versão aceita em: 15.01.2015

RESUMO

Este artigo buscou analisar se o controle acionário poderia ser um fator determinante da remuneração dos executivos. O estudo justifica-se pela carência de pesquisas que tentem analisar o controle acionário como variável que auxilia a explicar o nível de remuneração de executivos no Brasil. A amostra de pesquisa foi composta por 144 empresas listadas na BM&FBOVESPA nos anos de 2011, 2012 e 2013. Os dados sobre desempenho organizacional e controle acionário foram coletados do banco de dados Economática®. Para o desenvolvimento da pesquisa testou-se o controle acionário percentualmente e através da criação de grupos para classificar as empresas em função do grau de concentração do controle. Os resultados mostram que o controle acionário possui relação negativa e estatisticamente significativa com a remuneração. Os indicadores atrelados ao lucro contábil foram significantes (ROE e lucro por ação), assim como o EBITDA. Por outro lado, não se identificou relação significativa para a variável Dividendos por Ação. Concluiu-se que a definição de variáveis para elaboração da fórmula de remuneração dos executivos é impactada por conflitos de agência que podem restringir a escolha dos indicadores, e que empresas com controle mais disperso remuneram melhor seus executivos.

Palavras-chave: Controle Acionário. Remuneração de Executivos. Avaliação de Desempenho.

Relations between ownership control and executive remuneration

ABSTRACT

This paper aims to examine whether shareholder control could be a determinant of executive compensation. The study is justified by the lack of research attempting to analyze the ownership control as a variable that helps to explain the level of executive compensation in Brazil. The survey's sample consisted of 144 companies listed on the BM&FBOVESPA in 2011, 2012 and 2013. Data on organizational performance and ownership structure were collected from the Economática® database. To develop the research tested the percentage of ownership and control and through the creation of groups to rank companies according to the degree of concentration of control. The results show that the ownership control has a negative and statistically significant relationship with the remuneration. Indicators linked to the accounting profit (ROE and earnings per share) and EBITDA were significant at 1%. Furthermore, we identified no significant relationship to the variable Dividends per Share. It was

concluded that the definition of variables for the formula of executive compensation is impacted by agency conflicts that may restrict the choice of indicators and firms with more dispersed ownership remunerate better their executives.

Keywords: *Ownership Control. Executive Remuneration. Performance Measurement.*

1 INTRODUÇÃO

O desenvolvimento do mercado de capitais no mundo tem atraído uma maior quantidade de indivíduos para investirem seus recursos e aumentarem suas riquezas. Autores como Conyon (1997), Scott (2009), Merchant e Stede (2012) afirmam que uma das formas de se controlar as ações dos gestores, de forma a gerar uma congruência entre seus objetivos com os dos acionistas, seria através da definição de fórmulas de remuneração.

A falta de consonância entre estes objetivos é explicada pela teoria da agência, cuja hipótese basilar é que cada indivíduo buscará atingir seus próprios objetivos como decorrência da segregação entre o controle e a gestão de determinada organização, admitindo-se que os indivíduos sejam racionais. Logo, os gestores não se preocupariam em criar valor para os acionistas, mas principalmente para si próprios. Desta forma, eles não atenderiam a função para qual teriam sido contratados, ficando evidente a necessidade de se exercer controles sobre suas ações. (JENSEN; MECKLING, 1976)

Estes controles podem ser formalizados de formas distintas. Autores como Merchant e Stede (2012) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2012) afirmam que a formalização de estruturas como conselhos de administração, ou de remuneração, auxiliam no controle das ações dos executivos. Por outro lado, os controles por resultado também são práticas bastante difundidas como evidenciam Murphy (1998) e Randøy e Nielsen (2002) e, geralmente, são formalizados a partir de dados obtidos nos relatórios contábeis versus as expectativas planejadas.

Merchant e Stede (2012) afirmam que apesar dos controles por resultado – quando baseados em dados contábeis, ou financeiros – gerarem uma “miopia” para a gestão (o foco dos

resultados seria excessivamente no curto prazo), dados financeiros e contábeis acabam sendo instrumentos para análise do desempenho de cada gestor, mensurar os resultados obtidos frente a concorrentes ou ao próprio setor, e como base para os acionistas avaliarem o custo de oportunidade do seu investimento.

As análises dos usuários externos podem ser impactadas por dados divulgados pelos gestores acerca do desempenho organizacional das organizações. Neste sentido Siqueira (1998) afirma que alterações na estrutura de propriedade (que é a composição do controle acionário, desde o percentual de controle, até quem são os controladores) das organizações podem impactar não só seu desempenho organizacional, mas também sua sobrevivência. Sua pesquisa é baseada nos artigos de Demsetz e Lehn (1985) e Thomsen e Pedersen (1997, *apud* SIQUEIRA, 1998, p. 1) que desenvolveram modelos para testar determinantes e efeitos de mudanças da estrutura acionária, além de relações desta com o desempenho organizacional de firmas que negociam suas ações nos mercados norte-americano e europeu, respectivamente.

Os achados destes dois últimos estudos mostram que variáveis como tamanho, estrutura de capital, instabilidade de mercado (incluindo: lucratividade, tecnologia, preços e *market-share*) e grau de regulação são fatores determinantes do grau de concentração da propriedade. Por outro lado, nenhuma destas pesquisas identificou efeito significativo da concentração da propriedade sobre o desempenho organizacional das entidades.

Siqueira (1998) testa os modelos desenvolvidos por Demsetz e Lehn (1985) e Thomsen e Pedersen (1997) e faz adaptações para a realidade brasileira. O autor verificou que a regulamentação do mercado, o tamanho da firma e a estrutura de capital são determinantes da

estrutura de controle das companhias brasileiras, entretanto identificou ainda que empresas com maior dispersão do controle acionário tendem a apresentar desempenho organizacional melhor.

Com base neste contexto, pode-se supor que se as empresas com maior dispersão no controle acionário possuem melhor desempenho organizacional, e se elas utilizam essa medida de desempenho como parâmetro para remunerar seus executivos, tais empresas remunerariam melhor seus executivos. Sabendo ainda que algumas empresas incluem análises subjetivas na definição da fórmula de remuneração dos gestores (GIBBS *et al.*, 2004; MERCHANT; STEDE, 2012), espera-se que o controle acionário apresente relações estatisticamente significantes com a remuneração dos executivos.

Esta análise tem sido pouco explorada, de forma que o próprio IBGC (2012) recomenda que a academia desenvolva pesquisas para entender melhor tal relação. Pode-se justificar este estudo ainda ao passo que ele buscará analisar o controle acionário como variável explicativa da remuneração (inversamente ao que foi feito pelas pesquisas anteriores), além de permitir uma melhor compreensão de fatores que influenciam o desempenho de gestores, possibilitando melhores decisões de investimento.

Esta pesquisa, então, procura expandir o conhecimento em relação aos estudos anteriores ao não se restringir a fatores determinantes do controle acionário, mas buscar um novo olhar acerca de como o controle acionário influencia a remuneração de executivos, considerando que evidências anteriores constataram que maior dispersão acionária tem relação com um melhor desempenho organizacional.

Com base nestas discussões formulou-se a seguinte questão problema: Seria a concentração de controle acionário um fator determinante da remuneração de executivos?

Desta forma, elaborou-se a seguinte hipótese de pesquisa a ser testada nesta pesquisa:

H1: A dispersão do controle acionário está negativamente relacionada com a remuneração

dos executivos.

Além desta introdução, o artigo contém mais quatro seções. Na segunda seção é apresentada a revisão da literatura, onde foram pesquisados estudos que tratem de controle acionário, avaliação de desempenho e remuneração a executivos. A terceira seção refere-se a metodologia que descreve a construção analítica do modelo, a estratégia de coleta de dados e a construção de *proxies* para as variáveis analisadas. A quarta seção é composta da análise dos resultados, com a descrição operacional do modelo empírico empregado, e de reflexões sobre os resultados encontrados. Por fim, a última seção reporta-se a conclusão do estudo.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E CONTROLE ACIONÁRIO

A Teoria da Agência tem sido discutida em diferentes áreas, mas sempre sob um mesmo aspecto: o conflito de interesses entre duas, ou mais, partes. Essas discussões intensificaram-se com a separação do controle e da propriedade. Os conflitos de agência surgem no momento em que uma parte (principal) que detém a propriedade delega a outro indivíduo (agente) o papel de atuar em busca de seus interesses. (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976).

De acordo com a Teoria, o principal espera que o agente maximize sua riqueza e buscará formas de garantir que o agente se comporte de forma a garantir o atingimento deste objetivo. Apesar da existência de controles, Jensen e Meckling (1976) afirmam que se ambos buscam maximizar suas riquezas, existem razões para acreditar que o agente não agirá sempre em acordo com os melhores interesses do principal. Eisenhardt (1989) afirma que conflitos de agência surgem em dois momentos: 1) quando não há convergência entre os interesses do principal e do agente; ou 2) quando é muito difícil, ou oneroso, para o principal verificar as ações do agente. A autora utiliza-se ainda de discussões econômicas acerca desta teoria para afirmar que estes conflitos de interesses

surgem como decorrência de atitudes diferentes em relação ao risco.

Demsetz e Lehn (1985) afirmam que as grandes corporações, que negociam títulos em mercados de ações, são frequentemente percebidas como organizações complexas por consequência da separação da propriedade e do controle. Apesar dos problemas de agência descritos anteriormente, tal separação surge no momento em que as entidades identificam oportunidades de crescimento, ou mesmo a necessidade de sobrevivência, além da possibilidade de compartilhar o risco do negócio com demais investidores.

De acordo com Silveira (2004) em economias capitalistas, como é o caso da brasileira, as organizações dependem de fornecedores de capital para financiar, e consequentemente viabilizar, seus empreendimentos. Neste mesmo sentido, Assaf Neto e Lima (2011) afirmam que no Brasil existem exemplos de empresas que se viabilizaram através de subsídios e incentivos governamentais, e que quando estes deixaram de existir, ou quando seus concorrentes também tiveram acesso a eles, essas empresas não mantiveram sua continuidade, o que prova que a forma de financiamento é relevante para a continuidade da entidade.

Ao buscar compreender fatores determinantes da estrutura acionária Demsetz e Lehn (1985) afirmam que o tamanho da empresa (quando medido pelo seu valor médio de mercado) e o nível de regulação são negativamente relacionados com a concentração de propriedade, por outro lado, a instabilidade do lucro está positivamente relacionada. Entretanto, estes autores não identificaram relação estatisticamente significativa com o desempenho organizacional, especificamente a lucratividade. Tais resultados foram confirmados no estudo de Thomsem e Pedersen (1997 apud SIQUEIRA, 1998) em 12 países europeus.

Denis, Denis e Sarin (1997) afirmam em seu estudo que o controle acionário possui relação estatisticamente significativa com o *turnover* de executivos, sendo uma relação positiva quando maior parte do controle pertence a investidores

externos, e negativa quando o controle é de posse de investidores internos. Para os autores o controle acionário tem uma influência importante no monitoramento de esforços dos gestores, afirmação que também é feita por Mehran (1995).

Já no Brasil, Siqueira (1998) verificou em sua pesquisa que tamanho da firma, regulamentação do mercado e estrutura de capital apresentam relação significativa com a concentração do capital. Ao testar o desempenho organizacional (calculado pela média da rentabilidade, e ponderado pelo Patrimônio Líquido), o autor verificou uma relação negativa com a concentração de capital, o que indicaria que as empresas, cujo controle acionário é mais disperso, teriam melhor desempenho organizacional.

Silveira (2004) identificou resultados semelhantes em seu estudo ao observar que o controle acionário estava negativamente relacionado à governança corporativa, bem como a índices de rentabilidade como LOAT (relação entre o lucro operacional e o ativo total) e LAJIRDA (relação entre lucro antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização e o ativo total).

2.2 REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO

Com base nas discussões de Siqueira (1998) e Silveira (2004) de que há relação entre o controle acionário e o desempenho organizacional (medido em ambos estudos por variáveis atreladas ao lucro), pode-se pressupor que quando a remuneração dos executivos estiver atrelada, pelo menos em parte, ao desempenho organizacional, também teria relação com o controle acionário.

A separação entre o controle e a propriedade faz com que o gestor seja responsabilizado por atingir os objetivos da empresa através da estratégia. Para tanto, os acionistas buscarão formas de controlar os gestores, e estes de controlar seus subordinados. Merchant e Stede (2012) afirmam que tais controles podem ser

agrupados em dois grandes grupos: controles da ação e controles por resultado.

Enquanto o controle da ação busca motivar os funcionários a agir conforme a expectativa de que determinada ação será benéfica, ou não, para a organização, os controles por resultado buscam formas, geralmente objetivas, de atribuir recompensas pela eficácia dos colaboradores, tornando-os responsáveis por determinado resultado, ao invés de determinada tarefa. (MERCHANT; STEDE, 2012).

Mesmo afirmando que os controles por resultado podem ser desenvolvidos usando a subjetividade (instrumentos como o *Balanced Scorecard*), e que o uso exclusivo de parâmetros financeiros pode enfatizar mais as ações de curto prazo, Merchant e Stede (2012) e Anthony e Govindarajan (2008) concordam quando afirmam que ainda há uma prevalência de medidas objetivas, geralmente apoiadas por conceitos como custeio padrão, custeio variável ou planejamento do lucro.

A remuneração do executivo torna-se então um meio não apenas de atrair os gestores desejados, mas, principalmente, uma forma de avaliar o desempenho deles, no momento em que os participantes do mercado recebem e analisam as informações financeiras decorrentes de sua gestão (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008; SCOTT, 2009). Esta remuneração pode ser elaborada de diversas formas, porém espera-se que contemple a estratégia da organização.

Em países como os Estados Unidos é comum que a remuneração tenha uma parcela variável muito grande, ou até mesmo que seja totalmente variável. Já no Brasil os executivos preferem não assumir completamente o risco de não atingir os resultados esperados, fazendo com que uma grande parcela de sua remuneração seja fixa. Ainda assim, as parcelas variáveis buscam incentivar o atingimento dos objetivos, sendo responsáveis pela atração, avaliação e retenção de profissionais nas empresas.

Mehran (1995) desenvolveu um estudo cujo foco era testar a estrutura e não o nível de compensação em 153 firmas norte-americanas

nos anos de 1979 e 1980. As *proxies* para desempenho da firma foram o retorno sobre o ativo e o Q de Tobin. Seus resultados mostram que firmas com maior concentração do controle acionário por investidores externos utilizam menos compensação baseada no patrimônio, e que o desempenho da firma é positivamente relacionado com o percentual de remuneração baseada no patrimônio. Logo, firmas com maior concentração do controle por investidores externos teriam pior desempenho e, consequentemente, utilizariam em menor proporção a compensação baseada no desempenho organizacional.

Murphy (1999) mostra que a remuneração está positivamente relacionada com o tamanho da firma, ao fato da empresa estar sediada nos Estados Unidos e negativamente ao fato dela ser regulada. Este mesmo autor afirma em seu estudo que a maioria das empresas utiliza mais de um indicador financeiro na definição da fórmula de bonificação de seus gestores, incluindo: EVA®, lucro líquido, vendas, preço da ação, dentre outros. Ferreira (2012) reforça este argumento destacando duas formas de se avaliar o desempenho: uma baseada no lucro líquido e outra no preço por ação. Healy (1985) afirma que a modificação na fórmula de pagamento de bônus aos executivos está associada com alterações em procedimentos contábeis. Outros estudos como os de Jensen e Murphy (1990), Mehran (1995), Conyon (1997) Marquezan, Diehl e Alberton (2012) e Chien (2012) também utilizam dados contábeis, ou de mercado, para definição do modelo de remuneração.

Porém, o desempenho do executivo não necessariamente representa um sinônimo do desempenho organizacional, pois os esforços empreendidos são decorrentes de escolhas racionais deste agente, que pode não ser uma representação adequada da maximização da utilidade do principal (LAMBERT, 2001; SCOTT, 2011).

Por outro lado, o desempenho organizacional é explicado pela literatura como um resultado dos desempenhos financeiro, operacional e de mercado (VENKATRAMAN; RAMANUJAN, 1986; ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008; KAPLAN,

2010). Enquanto o desempenho financeiro mede resultados de curto prazo, os desempenhos operacionais e de mercado são resultados dos esforços empreendidos para atingir resultados de médio e longo prazo.

A definição de uma fórmula de compensação a executivos, de acordo com Merchant e Stede (2012), deve considerar ainda a possibilidade de ocorrência de fatores incontrolláveis pelos executivos, o que poderia dirimir seu interesse em atingir os objetivos propostos a ele. Desta forma entende-se que a análise da remuneração por modelos econométricos, não pode se furtar a incluir medidas de desempenho, sob risco de incorrer em problemas de especificação do modelo, o que por si só já representa um dos maiores desafios para as pesquisas na área.

3 METODOLOGIA

3.1 MODELO TEÓRICO

Para se testar a relação entre o controle

$$REM_{it} = \beta_0 + CA_{it}\beta_1 + DPA_{it}\beta_2 + LPA_{it}\beta_3 + ROE_{it}\beta_4 + EBITDA_{it}\beta_5 + \epsilon_i \tag{2}$$

Onde:

REM_i = remuneração paga pela empresa i. Este valor considera o valor médio pago à diretoria executiva no ano t. Foi calculado o logaritmo neperiano sobre seu valor final;

β_0 = coeficiente de interseção;

CA_i = controle acionário na empresa i, medido percentualmente sobre o total de ações ordinárias da empresa i;

DPA_i = dividendos por ação pagos pela empresa i. Variável financeira;

LPA_i = lucro por ação auferida pela empresa i. Variável financeira;

ROE_i = retorno sobre o PL da empresa i.

acionário e a remuneração de executivos foi estimado um modelo de *pooled regression*, sendo a análise restrita aos anos de 2011, 2012 e 2013.

Com base nas discussões desenvolvidas na revisão da literatura, foram desenvolvidos testes para o seguinte modelo teórico (relação funcional):

$$REM = f(\text{Controle Acionário}, \text{Desempenho}) \tag{1}$$

O primeiro teste considerou como *proxy* para o Controle Acionário (CA) a participação percentual do principal acionista no controle da firma (exclusivamente, a participação em ações ordinárias). O desenvolvimento deste teste foi realizado a partir do seguinte modelo empírico e tem como objetivo estimar se a variável ‘Controle Acionário’ (CA), na forma descrita abaixo, tem relação estatisticamente significativa com a remuneração a executivos, considerando os indicadores de desempenho selecionados (Equação 2).

Variável contábil;

$EBITDA_i$ = lucro antes de juros, impostos e depreciação da empresa i. Foi calculado o logaritmo neperiano sobre seu valor final. Variável contábil;

ϵ_i = termo de erro estocástico da regressão.

O segundo teste realizado teve como objetivo agregar robustez ao modelo anterior. Para tal, foram mantidas as *proxies* utilizadas para desempenho organizacional (DPA, LPA, ROE, EBITDA), alterando-se apenas a de Controle Acionário. Para tanto, substituiu-se a *proxy* utilizada anteriormente por variáveis *dummies* aplicando a classificação proposta no estudo de Siqueira (1998): propriedade dispersa (quando o principal acionista detém menos de 20% do controle), propriedade dominante (quando o principal acionista detém entre 20% e 50% do controle), e propriedade majoritária (quando o

principal acionista detém mais de 50% do controle). Estas variáveis foram adicionadas ao modelo na forma de variáveis *dummy*, onde, D_{Pdom} representa as empresas com

propriedade dominante, e D_{Pmaj} as com propriedade majoritária. Desta forma, o segundo modelo empírico pode ser assim descrito na Equação 3.

$$REM_{it} = \beta_0 + DPA_{it}\beta_1 + LPA_{it}\beta_2 + ROE_{it}\beta_3 + EBITDA_{it}\beta_4 + D_{Pdom}\beta_5 + D_{Pmaj}\beta_6 + \epsilon_i \quad (3)$$

No que tange, especificamente às *proxies* utilizadas para medir o desempenho organizacional, os indicadores Lucro Por Ação (LPA) e Dividendos Por Ação (DPA) podem não representar necessariamente um bom desempenho. Entretanto, a opção por sua utilização deve-se ao fato de que podem ser percebidos pelo investidor como um aumento de sua riqueza, proporcionando, consequentemente, uma maior remuneração para o gestor.

3.2 BASE DE DADOS

A amostra da pesquisa constitui-se por empresas que possuem títulos negociados na BM&FBOVESPA e que divulgaram informações referentes à remuneração de seus executivos, conforme orienta a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), através da instrução nº 480/2009. De acordo com dados retirados do sítio da BM&FBOVESPA existem 592 empresas listadas (ano base 2012). A amostra foi selecionada de forma aleatória, calculada para uma população finita, sendo composta por 144 empresas, o que é aceitável estimando-se um erro máximo de estimativa de 7%¹. Além disso, empresas do setor financeiro, ou com Patrimônio Líquido negativo em qualquer dos períodos analisados, foram

excluídas da amostra.

Os dados referentes à remuneração dos executivos foram coletados no site da CVM, através dos Formulários de Referência divulgados pelas próprias companhias. Já os dados inerentes ao controle acionário e ao desempenho organizacional foram coletados no banco de dados do Economática®.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise inicial examina descritivamente os dados coletados para o desenvolvimento dos testes empíricos. A Tabela 1 evidencia que no que se refere à remuneração da diretoria executiva, a média e a mediana estão próximas do desvio padrão. Porém, o valor do desvio padrão, e a distância da média e da mediana do valor mínimo. A distância entre o valor máximo e o valor mínimo fazem esperar um impacto no pressuposto da normalidade dos resíduos. Já a estrutura acionária das empresas contidas na amostra apresenta desde um único acionista com controle total, até valores representantes de alta dispersão de controle. A quantidade de 432 observações é decorrente de 144 empresas durante 3 anos.

Adicionalmente, realizou-se uma análise caracterizando as empresas em grupos de acordo com a concentração do controle. Verifica-se que a amostra pesquisada corrobora com as discussões de Leal, Silva e Valadares (2002) de que se espera que empresas brasileiras tenham alta concentração de capital votante por oferecer menor proteção legal aos investidores (Tabela 2).

Preliminarmente, a análise do modelo testou os pressupostos da regressão para poder validá-lo.

¹ O cálculo do tamanho da amostra considerou o método para populações finitas, dado pela seguinte equação:

$$n = \frac{N\hat{p}\hat{q}(Z_{\alpha/2})^2}{(N-1)E^2 + \hat{p}\hat{q}(Z_{\alpha/2})^2}, \text{ onde } N \text{ é o tamanho da população;}$$

$\hat{p}$ valor amostral da proporção populacional de indivíduos que pertencem a categoria desejada, o valor assumido no cálculo foi de 50% pois resulta no maior tamanho da amostra; $\hat{q}$ valor amostral da proporção de indivíduos que não pertencem a categoria desejada, seu valor é dado por $\hat{q} = 1 - \hat{p}$; $Z_{\alpha/2}$ é o valor crítico correspondente ao grau de confiança desejado, neste caso 99%, logo o valor crítico é igual a 2,575; E é o erro máximo de estimativa utilizado. O tamanho da amostra corrigida pela população foi de 166 empresas, e foi utilizada a técnica de aleatoriedade simples, pois todas as empresas tinham igual probabilidade de ser selecionadas.

Tabela 1 – Estatística descritiva da amostra de empresas.

Variáveis	Média	Mediana	Valor Máximo	Valor Mínimo	Desvio Padrão
Remuneração	1.815.533,50	1.391.020,82	25.312.053,42	31.983,96	1.854.193,38
Controle acionário (CA)	38,07	34	96	0	21,80
Dividendos por Ação (DPA)	1,93	0,32	367,72	0	18,04
Lucro por Ação (LPA)	1,35	0,81	52,06	- 33,31	4,40
Retorno sobre o PL	11,37	10,15	138,80	- 111,10	21,17
EBITDA	1.589.487,09	323.648	62.823.684	- 11.362.000	6.421.343,68
Total	432	432	432	432	432

Fonte: Elaboração própria a partir dos Formulários de Referência (2014) e do Economática®.

Tabela 2 – Classificação do controle acionário (CA).

TIPO	2013		2012		2011	
	Quant.	%	Quant.	%	Quant.	%
Propriedade dispersa (até 20%)	41	28,47	39	27,08	39	27,08
Propriedade dominante (entre 20% e 50%)	59	40,97	62	43,06	60	41,67
Propriedade majoritária (maior que 50%)	44	30,56	43	29,86	45	31,25
Total	144	100%	144	100%	144	100%

Fonte: Elaboração própria a partir dos Formulários de Referência (2014).

O teste Bera-Jarque rejeitou a hipótese de normalidade dos resíduos, logo foram identificados *outliers* e criadas duas variáveis *dummy* para resolver este problema (Dummy D13 e Dummy D108)². O teste para fatores de inflacionamento da variância (VIF) não identificou ocorrência de multicolinearidade entre as variáveis. Utilizou-se ainda matriz robusta com heteroscedasticidade corrigida. Para verificar qual modelo melhor se adequa foram utilizados os testes Chow e de Hausmann. O teste Chow apresentou valor calculado igual a 0,992678 com *p-value* de 0,4297 e o teste Hausmann foi igual a 7,91319 com *p-value* de 0,161085. Logo, o modelo mais adequado foi o *pooled regression*.

Adicionalmente, foi realizado o teste de médias para as variáveis Remuneração (REM) e Controle Acionário (CA). Os resultados não permitem rejeitar a hipótese nula de igualdade das médias, permitindo inferir que as diferenças nas médias é, provavelmente, resultado da variação casual devida à amostragem aleatória³.

A Tabela 3 mostra os resultados gerados para o primeiro teste do modelo. Neste modelo o controle acionário foi medido apenas pela sua variação percentual, sem a inclusão das variáveis *dummies* para os grupos representantes das empresas com propriedade dominante, ou propriedade majoritária (D_Pdom e D_Pmaj, respectivamente).

Tabela 3 – Resultados da estimação dos determinantes do modelo descrito na Equação 2.

Variável	Coefficiente	Erro Padrão
Controle acionário (CA)	-0,01***	0,01
Dividendos por Ação (DPA)	0,01	0,01
Lucro por Ação (LPA)	-0,04***	0,05
Retorno sobre o PL	0,01***	0,01
EBITDA (ln)	0,00***	0,00
Dummy D13	1,49**	0,73
Dummy D108	-1,61**	0,81
Constante	14,48***	0,07

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados dos formulários de Referência (2014) e do Economática®.

Notas: R2 da regressão = 0,2178; R2 ajustado = 0,2049. *** Estatisticamente significante a 1%. ** Estatisticamente significante a 5%. * Estatisticamente significante a 10%.

² A nomenclatura das variáveis *dummies* é decorrente do controle das observações onde foram inseridas as correções mencionadas.
³ Satterthwaite-Welch: df = 173,00, Valor = 13,49 e *p-value* = 0,00; Welch: df = (1.173), valor = 181,93, *p-value* = 0,00; Anova: df = (1.345), valor = 180,88, *p-value* = 0,00. Os dois primeiros testes permitem variações de células desiguais.

Percebe-se que as variáveis referentes ao Controle Acionário (CA) e desempenho organizacional foram estatisticamente significantes a 1%. A variável Dividendos por Ação (DPA) é a única que não foi estatisticamente significativa. Inicialmente, nota-se que o controle acionário apresentou sinal negativo, conforme previsto no modelo teórico-empírico. Os estudos de Siqueira (1998) e de Silveira (2004) evidenciaram uma relação inversa entre a concentração acionária e o desempenho financeiro das organizações. Dado que a remuneração dos gestores também está atrelada a este desempenho, a relação inversa entre remuneração e concentração de controle foi confirmada.

Este resultado pode também ser decorrente do fato de se esperar que o conflito de agência seja maior nas empresas com maior dispersão do controle acionário, pois existem mais principais com os quais o agente deve conciliar seu ponto de vista. Desta forma, existe uma maior demanda por informações da gestão, o que daria uma menor margem para manipulação de resultados, forçando o gestor a atingir melhores resultados como forma de maximizar sua riqueza.

Com relação às variáveis de desempenho, apenas Dividendos por Ação (DPA) não foi estatisticamente significativa. Este achado não confirma a expectativa de que a remuneração esteja relacionada com tais indicadores. A explicação desses resultados pode ser baseada nos trabalhos de Merchant e Stede (2012) e de Anthony e Govindarajan (2008) que afirmam que os gestores usualmente fazem *lobby* junto aos comitês que definem sua forma de remuneração, logo, ao agirem racionalmente, maximizam suas riquezas e potencializam conflitos de agência. Especificamente no caso da DPA, a definição do montante dos dividendos a serem distribuídos não é responsabilidade da gestão, mas do conselho de administração, logo o gestor teria menor controle sobre esta variável e buscaria formas de não mantê-la dentro de fórmula de avaliação de sua remuneração.

Por outro lado, o Lucro por Ação (LPA) foi relevante a 1%, porém com sinal negativo, indicando uma relação inversa entre a

Remuneração e o Lucro. Como o valor absoluto do coeficiente foi baixo, este resultado poderia ser influência de planos de remuneração que controlam a quantidade máxima de incentivos pagos aos executivos, mesmo que o resultado obtido supere os objetivos planejados. (HEALY, 1985).

No que concerne às variáveis contábeis, tanto o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), como o EBITDA, foram estatisticamente significantes a 1%. Este achado vai ao encontro dos apresentados por Silveira (2004) que também observou relação significativa e negativa entre o grau de concentração do controle e o EBITDA. Não foi identificado, na literatura pesquisada, explicações para tal observação, porém o fato do EBITDA ser aceito pelo mercado como uma boa medida de geração de caixa pode sinalizar que esta é uma medida válida para avaliação de desempenho e, conseqüentemente, remuneração de executivos.

O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) pode atuar como uma *proxy* do custo de oportunidade para os investidores, e o resultado obtido evidencia que a escolha de indicadores para avaliação do desempenho utiliza critérios baseados no lucro contábil. O baixo valor absoluto do coeficiente é, possivelmente, decorrente do fato de que a formação do lucro contábil é resultado de escolhas de políticas contábeis, as quais são definidas pela própria gestão, que podem ser utilizadas para maximizar a riqueza do agente.

Para tentar inserir os efeitos específicos que cada grupo teria na remuneração excluiu-se a variável Controle Acionário (CA) e foram criadas duas variáveis *dummies*, onde D_Pdom captura empresas com propriedade dominante, D_Pmaj capturas as com propriedade majoritária e as com propriedade dispersa seriam capturadas no próprio intercepto. (Tabela 4).

Percebe-se, inicialmente, que mais uma vez a única variável que não foi estatisticamente significativa foi Dividendos por Ação (DPA). Por outro lado, as variáveis de desempenho continuam a apresentar valor absoluto do coeficiente baixo.

Tabela 4 – Resultados da estimação dos determinantes do modelo descrito na Equação 3.

Variável	Coeficiente	Erro Padrão
Dividendos por Ação (DPA)	0,01	0,00
Lucro por Ação (LPA)	-0,03***	0,01
Retorno sobre o PL	0,01***	0,00
EBITDA	0,00***	0,00
Propriedade dominante (D_Pdom)	-0,42***	0,09
Propriedade majoritária (D_Pmaj)	-0,72***	-1,84
Dummy D13	1,45**	0,73
Dummy D108	-1,66**	0,81
Constante	14,39***	0,07

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados dos Formulários de Referência (2014) e do Economática @.

Notas: R2 da regressão = 0,2169; R2 ajustado = 0,2021. *** Estatisticamente significante a 1%. ** Estatisticamente significante a 5%. * Estatisticamente significante a 10%.

Especificamente ao analisar as variáveis de estrutura de propriedade, verificou-se que ambas são relevantes ao nível de 1%. Porém, ressalta-se nesta análise que as variáveis que representam empresas com maior concentração de controle (D_Pdom e D_Pmaj) tiveram sinais negativos. Além disso, o valor absoluto do coeficiente de D_Pmaj (que representa empresas em que o principal controlador detém mais de 50% das ações ordinárias) foi menor do que o valor absoluto de D_Pdom, logo, este resultado indica que quanto maior for a concentração da propriedade, menor será a remuneração da diretoria estatutária.

Ainda analisando a estrutura de propriedade, a constante do modelo incorporou as empresas com propriedade mais dispersa, cujo principal acionista possui menos que 20% do controle total. Esta variável é significante a 1% e apresentou relação positiva com a remuneração, logo, a dispersão do controle representaria aumento na remuneração dos executivos.

Os resultados obtidos para a constante e para as variáveis D_Pdom e D_Pmaj confirmam o comportamento descrito na revisão da literatura e verificado pela variável Controle Acionário (CA) no primeiro teste. Por outro lado, as alterações feitas no modelo não impactaram as respostas obtidas para as variáveis de desempenho econômico financeiro, fortalecendo os resultados previamente encontrados. Apesar disso, o R² ajustado teve uma redução residual evidenciando que ambos os testes possuem um nível de explicação semelhante.

Diferentemente de Mehran (1995) que verificou o impacto da propriedade da gestão na sua

remuneração, este estudo procurou agregar entendimento mais amplo da relação entre o controle acionário e o nível de remuneração de executivos ao não limitar o indivíduo que detém a propriedade. Porém, Mehran (1995) aponta que a remuneração em caixa é positivamente relacionada com uma alta concentração de propriedade por investidores externos, fato que – apesar de não ter sido testado neste estudo – contribui para a interpretação que a relação inversa verificada entre o controle acionário e a remuneração de executivos pode ser decorrente do uso da remuneração total como variável dependente. O uso da remuneração em caixa como variável dependente pode apontar outras conclusões.

Testes inserindo as variáveis Controle Acionário (CA), D_Pdom e D_Pmaj no mesmo modelo indicaram forte multicolinearidade e seus resultados foram omitidos neste artigo.

5 CONCLUSÕES

O artigo buscou analisar se o controle acionário poderia ser um fator determinante da remuneração de executivos. A análise descritiva e econométrica verificou que a remuneração de executivos (REM) está negativamente relacionada com o grau de concentração do controle acionário (CA). Logo, empresas com controle mais disperso remuneram melhor seus executivos. A utilização de *dummies* (D_Pdom e D_Pmaj), que classificaram as empresas de acordo com o percentual de controle do principal acionista controlador, ratificou os achados do modelo descrito na equação 1, tanto no que se refere a ser estatisticamente significante, quanto

a apresentar sinal negativo, demonstrando uma relação inversa.

Especificamente no que se refere às classificações das empresas de acordo com a concentração de propriedade, o estudo corrobora com os achados de Leal, Silva e Valadares (2002) que afirmaram que no mercado brasileiro as empresas têm maior concentração de controle acionário. Verificou-se que, nos três anos pesquisados, a maioria das empresas da amostra possuem estrutura de propriedade dominante, onde o principal controlador possui entre 20% e 50% das ações ordinárias. Para o período pesquisado, as empresas de propriedade dispersa foram minoria.

No modelo descrito na equação 2 as variáveis D_Pdom e D_Pmaj (que capturou empresas com maior concentração do controle) foram significantes e apresentaram sinal negativo. Este resultado é coerente com o previsto na revisão da literatura e, no caso brasileiro, pode ser explicado pelo fato que os gestores não assumem totalmente o risco de atingir o resultado planejado, sendo assim na definição de suas fórmulas de remuneração a parcela fixa se torna relevante.

No que tange às variáveis de desempenho econômico financeiro, apenas os Dividendos por Ação não foram estatisticamente significantes em relação a remuneração de executivos. As demais variáveis foram significativas a 1% em ambos os modelos testados. A teoria de agência explica tal resultado no momento em que os indivíduos tentam diminuir os conflitos para maximizar suas riquezas. Desta forma o gestor evitaria ser avaliado por DVA porque tem pouco controle sobre a variável. Por outro lado, os acionistas aceitariam o LPA, ou o ROE, por estarem intimamente ligados ao lucro contábil, que seria sensível a decisões da gestão.

Conclui-se, então, que o controle acionário é um fator determinante da remuneração de executivos de empresas listadas na BM&FBOVESPA no período analisado. Conforme predito no modelo teórico, a relação entre estas variáveis é inversa e estatisticamente significativa. Logo, organizações com controle

acionário mais disperso remuneram mais seus executivos. Este resultado é consistente com os achados de estudos anteriores e justificado pelo fato de a maior concentração do controle possibilitaria que o principal pudesse exercer maior controle sobre as ações do agente, substituindo então a necessidade da geração de incentivos.

REFERÊNCIAS

ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de controle gerencial**. 12 ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

CHIEN, Alisson Yi. **A remuneração dos executivos tem impacto no valor e desempenhadas empresas brasileiras de capital aberto?** Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Pós Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A.; SILVA, R. **Metodologia científica**. 6 ed. São Paulo: Pearson, 2007.

CONYON, M. J. Corporate governance and executive compensation. **International Journal of Industrial Organization**. v. 15. p. 493-509, 1997.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 480 de 7 dezembro de 2009**. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/.../exiatio.asp?File=%5Cinst> . Acesso em 28 de Outubro de 2008.

DEMSETZ, H., LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1.155-1.177, 1985.

DENIS, J. D.; DENIS, K. D.; SARIN, A. Ownership structure and top executive turnover. **Journal of Financial Economics**. v. 45, p. 193-221, 1997.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, v.14, p.57-74, 1989.

FERREIRA, L. O. G. **Padrões e características da remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto**. 2012. 112 f. Dissertação (Mestrado) – Mestrado em Ciências Contábeis – Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós Graduação em Ciências Contábeis UNB / UFPB / UFRN, Brasília, 2012.

GIBBS, M. et al. Determinants and effects of subjectivity in incentives. **The Accounting Review**. v. 79, n. 2, p. 409-436, 2004.

HEALY, Paul M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**. 7. p. 85-107, 1985.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 2009. Disponível em: <www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Codigos&CodCodigo=47Similares>. Acesso em: 28 de Outubro de 2012.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305-360, 1976. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X

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

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **RAC**, v. 6, n. 1, 2002.

MARQUEZAN, L. H. F.; DIEHL, C. A.; ALBERTON, J. R. Um estudo sobre a remuneração variável de executivos em empresas de capital fechado. In: IV Congresso ANPCONT. Anais... Florianópolis, 2012.

MERCHANT, Kenneth A.; STEDE, Wim A. Van der. *Management Control Systems: performance, evaluation and incentives*. Harlow, England: 3rd edition, Prentice Hall, 2012.

MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*. v. 38, p. 163-184, 1995.

MURPHY, Kevin J. *Executive Compensation*. Marshall School of Business. University of Southern California, 1998. Disponível em: <<http://www.cepr.org/meets/wkcn/6/665/papers/murphy.pdf>>. Acesso em: 19 de outubro de 2012.

RANDØY, T; NIELSEN, J. Company performance, corporate governance, and CEO compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance*, 6(1), 57-81, 2002.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. **The American Economic Review**. Vol. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

SCOTT, William R. **Financial accounting theory**. 5 ed. Toronto: Pearson, 2009.

SILVEIRA, Alexandre Di M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado) – Doutorado em Administração, Departamento de Administração, Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2004.

SIQUEIRA, Tagore V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**. n. 10, 1998.

Endereço dos Autores:

Avenida dos Economistas, s/n, 1º andar, sala E-23
Cidade Universitária
Recife – PE – Brasil
50670-901