

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Fernanda Victor

**ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E REMUNERAÇÃO EXECUTIVA:
EFEITOS DIRETOS E INDIRETOS DA REGULAMENTAÇÃO**

Porto Alegre

2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Fernanda Victor

**ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E REMUNERAÇÃO EXECUTIVA:
EFEITOS DIRETOS E INDIRETOS DA REGULAMENTAÇÃO**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Administração, na área de concentração Contabilidade e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra.

Porto Alegre

2013

CIP - Catalogação na Publicação

Victor, Fernanda
Estrutura de Propriedade e Remuneração Executiva:
Efeitos Diretos e Indiretos da Regulamentação /
Fernanda Victor. -- 2013.
139 f.

Orientador: Paulo Renato Soares Terra.

Tese (Doutorado) -- Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, Escola de Administração, Programa de
Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre, BR-RS,
2013.

1. remuneração executiva. 2. governança
corporativa. 3. estrutura de propriedade. 4.
disclosure. I. Terra, Paulo Renato Soares, orient.
II. Título.

AGRADECIMENTO

Agradeço aos meus pais, José Antônio e Enilda, e irmãos Diego e Bruna pelo apoio incondicional que sempre me deram. Ao meu marido, colega e amigo, Diego Carlin, agradeço pela ajuda, pela compreensão, pelo carinho e pelas palavras de incentivo nos momentos difíceis. Aos familiares e amigos, pelo pensamento positivo e votos de sucesso.

Agradeço ao Prof. Dr. Paulo Terra pelas orientações, sempre feitas com muito bom humor e paciência. Ao Prof. Dr. Eduardo Schiehl, agradeço pelo auxílio e colaboração desde as etapas iniciais da pesquisa, indispensáveis para o desenvolvimento do estudo. Ao Prof. Dr. Ernani Ott pelos exemplos de humildade e de dedicação à docência da contabilidade que, com certeza, sempre irão inspirar minha vida profissional. Agradeço também ao Prof. Guilherme Kirch pela disponibilidade de participação na banca, e pelas colaborações para a melhoria do trabalho.

RESUMO

A divulgação obrigatória de informações sobre a remuneração executiva, ao aumentar a capacidade de monitoramento pelos acionistas externos, torna mais difícil camuflar tanto o nível da remuneração dos executivos quanto sua fraca ou inexistente sensibilidade ao desempenho da empresa. Presume-se que essa maior capacidade de monitoramento poderia acarretar em melhoria da sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho da empresa. Entretanto, presumir que tal melhoria seja uniforme entre as empresas significa ignorar o potencial conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários, que prevalece em muitas companhias abertas brasileiras. Por essa razão, no presente estudo investiga-se se a aprovação da Instrução Normativa 480/2009, vigente a partir de 2010, da Comissão de Valores Mobiliários, conduziu à adoção de estruturas mais eficientes de remuneração, com base no valor da remuneração média dos executivos das companhias abertas listadas na BM&FBovespa. Assim, buscou-se identificar o impacto da introdução da divulgação compulsória de informações relativas à remuneração executiva sobre a relação *pay-performance-sensitivity* dessa remuneração, levando em conta os mecanismos internos de governança corporativa da empresa, a saber, sua estrutura de propriedade e independência do conselho de administração. Nesse sentido, formulou-se a hipótese de que o aumento da transparência conduziria a uma variação positiva na sensibilidade da remuneração executiva das empresas brasileiras em 2010 (H1) e que essa variação seria maior nas empresas sem acionista controlador definido (H1a); menor nas empresas familiares (H1b); e menor em empresas com conselhos de administração dependentes (H1c). Para tanto, foram utilizados dados em painel de 133 empresas brasileiras e 35 de outros países da América Latina, para o período de 2008 a 2010, com aplicação do método *Differences-in-Differences-in-Differences* (DDD). Os principais resultados obtidos sugerem que existe um efeito complementar entre a estrutura de propriedade e a regulamentação, fazendo com que a divulgação obrigatória de informações ocasione um impacto não uniforme sobre sensibilidade da remuneração ao desempenho das empresas. Mais especificamente, a sensibilidade da remuneração ao desempenho após a lei varia positivamente em empresas que não possuem acionista controlador definido e negativamente em empresas familiares. Há também evidências de que a dependência do conselho de administração com relação ao acionista controlador pode ser prejudicial à sensibilidade da remuneração executiva. O estudo salienta a importância de que medidas regulamentares relacionadas ao aumento da transparência no mercado brasileiro sejam avaliadas também em virtude de sua potencial interação com os mecanismos internos de governança, dado o ambiente institucional do Brasil.

Palavras-chave: remuneração executiva; governança corporativa; estrutura de propriedade, *disclosure*.

ABSTRACT

Mandatory disclosure of executive compensation, to increase the capacity of monitoring by external shareholders, makes harder to hide both the level of executive compensation as their weakness or no sensibility to company performance. This increased monitoring capacity could result in improved sensitivity of executive compensation to company performance. However, to assume this improvement is uniform among companies is the same to ignore the potential conflict of interests between controlling and minority shareholders, which prevails in many Brazilian companies. Therefore, the present study investigates if the approval of Regulation 480/2009, effective from 2010, of Securities and Exchange Commission of Brazil (CVM), led to the adoption of more efficient compensation structures, based on the average value of the executives' compensation of companies listed in BM&FBovespa. Thus, we seek to identify the impact of mandatory disclosure about executive compensation in their pay-performance-sensitivity, considering the firm-level corporate governance mechanisms, namely, its ownership structure and board independence. We formulated the hypothesis that increased transparency would lead to an increase in the sensitivity of executive compensation of Brazilian companies in 2010 (H1) and this variation would be greater in firms without defined controlling shareholder (H1a), lower in family businesses (H1b), and lower in firms with dependent boards of directors (H1c). Panel data of 133 Brazilian companies and 35 of other Latin America countries during the period of 2008 to 2010 was used, applying the Differences-in-Differences-in-Differences (DDD) method. The main results suggest there is a complementary effect between the ownership structure and regulation, bringing on a non-uniform variation of pay-performance-sensitivity, with introduction of mandatory disclosure. More specifically, pay-performance sensitivity after law varies positively in companies that does not have controller shareholder, and negatively in family enterprises. There is also evidence that the dependence of the board with respect to the controlling shareholder can be detrimental to the sensitivity of pay to performance. This study emphasizes the importance that regulation actions related to increasing transparency in Brazilian market are also evaluated due its interaction with firm-level corporate governance mechanisms, based on institutional environment of Brazil.

Key Words: executive compensation, corporate governance, ownership structure, disclosure

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estudos Desenvolvidos entre 2011 e 2013 sobre PPS.....	29
Quadro 2 – Efeitos da Separação entre Propriedade e Controle.....	38
Quadro 3 - Problema de Agência: Economias Desenvolvidas Versus América Latina.	40
Quadro 4 – Informações Sobre a Remuneração Executiva a Serem Divulgadas.....	55
Quadro 5 – Informações Sobre a Estrutura de Propriedade das Empresas Brasileiras Coletadas	69
Quadro 6 – Informações Sobre o Conselho de Administração das Empresas Brasileiras Coletadas	70
Quadro 7 – Grupos para Aplicação do Método <i>Diff-in-Diff-in-Diffs (DDD)</i>	78

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Composição da Remuneração Média da Diretoria Estatutária	24
Figura 2 – Componentes de um Típico Plano de Incentivo Anual.....	25
Figura 3 – Conflito Principal-Principal <i>Versus</i> Conflito Principal-Agente	36
Figura 4 – Distribuição das Empresas que Utilizaram a Liminar.....	48
Figura 5 – Linha do Tempo da Legislação sobre a Transparência da Remuneração Executiva no Brasil.	49

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Estatísticas de Representatividade da Amostra de Empresas Brasileiras.....	65
Tabela 2 - Método de Interpretação das Variáveis.	79
Tabela 3 - Grupos de Empresas Testados em Cada Hipótese de Estudo.	80
Tabela 4 - Método de Cálculo da Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho em Cada Grupo de Empresas Avaliado em H1a.	80
Tabela 5 - Método de Cálculo da Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho.....	81
Tabela 6 - Estatísticas Descritivas da Remuneração Executiva	82
Tabela 7 - Conselho de Administração das Empresas Brasileiras.....	84
Tabela 8 - Estrutura de Propriedade das Empresas Brasileiras	84
Tabela 9 - Características da Remuneração Executiva – Grupo de Controle	85
Tabela 10 - Características do Conselho de Administração – Grupo de Controle	86
Tabela 11 - Características da Estrutura de Propriedade – Grupo de Controle.....	87
Tabela 12 - Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho.....	89
Tabela 13 - Impacto da Divulgação Obrigatória de Informações	91
Tabela 14 - Influência da Estrutura de Propriedade	93
Tabela 15 - Influência da Identidade do Controlador.....	95
Tabela 16 - Relevância da Independência do Conselho de Administração	98
Tabela 17 – Síntese do Cálculo da PPS em H1a	101
Tabela 18 – Síntese do Cálculo da PPS em H1b	101
Tabela 19 – Síntese do Cálculo da PPS em H1c	102
Tabela 20 – Síntese dos Coeficientes Significativos para o Cálculo da PPS.....	103
Tabela 21 - Teste de Diferença de Médias entre os Grupos de Controle e de Tratamento....	108
Tabela 22 - Teste de Diferença de Médias Utilizando as Maiores Empresa do Grupo de Tratamento.....	109

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Abrasca - Associação Brasileira das Companhias Abertas
ADR - American Depositary Receipts
APB - Accounting Principles Board
ASE - Amman Stock Exchange
BM&FBovespa - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CEO - Chief Executive Officer
CIH - *Conflict-of-Interest Hypothesis* (Hipótese do Conflito de Interesse)
CVM - Comissão de Valores Mobiliários
CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CFC - Conselho Federal de Contabilidade
DID - Difference-in-Differences
DDD – Difference-in-Difference-in-Differences
EMH - *Efficient-Monitoring Hypothesis* (Hipótese do Monitoramento Eficiente)
ESOP - *Employee Stock Option Plan* (Planos de Opções de Ações para Empregados)
FIPECAFI - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
IAN - Informações Anuais
IASB - International Accounting Standards Board
IBEF-RJ - Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças do Rio de Janeiro
IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
Ibovespa - Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
Ibracon - Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
IFRS - International Financial Reporting Standards
IN - Instrução Normativa
IPO - Initial Public Offering
ITR - Informações Trimestrais
NE - Notas Explicativas
PPS - Pay-Performance Sensitivity
RA - Relatório da Administração
ROA - Retorno do Ativo
ROE - Retorno do Patrimônio Líquido
SAH - *Strategic-Alignment Hypothesis* (Hipótese do Alinhamento Estratégico)
SEC - Securities and Exchange Commission

S&P - Standard & Poor's

SOX - Lei Sarbanes-Oxley

SUSEP - Superintendência de Seguros Privados

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	14
1.1	PROBLEMA E OBJETIVO DE PESQUISA	17
1.2	JUSTIFICATIVA	18
2	REVISÃO DE LITERATURA.....	22
2.1	O CONFLITO PRINCIPAL-AGENTE E A GOVERNANÇA CORPORATIVA... 22	
2.1.1	O Papel da Remuneração Executiva.....	24
2.1.2	Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho	27
2.1.3	Estrutura de Propriedade	31
2.1.4	Conselho de Administração	32
2.2	CONFLITO PRINCIPAL-PRINCIPAL	35
2.2.1	Reflexos para a Governança Corporativa	38
2.3	TRANSPARÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	42
2.3.1	Divulgação Voluntária e Compulsória	44
2.3.2	Transparência da Remuneração Executiva.....	45
2.4	REGULAMENTAÇÃO BRASILEIRA SOBRE A TRANSPARÊNCIA DA REMUNERAÇÃO.....	49
2.4.1	2000 – 2004: Norma de Procedimento de Contabilidade nº 26 do Ibracon....	50
2.4.2	2005 – 2007: Ofícios Circulares CVM/SNC/SEP nº 01/2004 a 01/2007	51
2.4.3	2008 e 2010: Lei 11.638/07 e Pronunciamento Técnico CPC – 10/2008.....	52
2.4.4	A partir de 2010: IN CVM nº 480, 7 de dezembro de 2009.....	54
3	CONSTRUÇÃO DAS HIPÓTESES DE ESTUDO	56
3.1	EFEITO DA TRANSPARÊNCIA SOBRE A SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA.....	56
3.2	EFEITOS DOS MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA.....	59
4	MÉTODO DE PESQUISA	64
4.1	DEFINIÇÃO DA AMOSTRA	64
4.2	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	67
4.3	IDENTIFICAÇÃO DAS VARIÁVEIS	67
4.4	MÉTODO DE ANÁLISE DOS DADOS	70
4.4.1	Mensuração da Sensibilidade da Remuneração Executiva.....	70
4.4.2	Método Difference-in-Difference-in-Differences	72
4.4.3	Modelo Empírico	75
4.4.4	Método de Interpretação dos Resultados	79
5	RESULTADOS	82
5.1	ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS.....	82
5.1.1	Características do Grupo de Tratamento: Companhias Abertas Brasileiras	82
5.1.2	Características do Grupo de Controle.....	85

5.2	SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO AO DESEMPENHO.....	87
5.3	IMPACTO DA DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES.....	90
5.3.1	Influência da Estrutura de Propriedade.....	92
5.3.2	Influência da Propriedade Familiar	95
5.3.3	Relevância da Independência do Conselho de Administração	97
5.3.4	Considerações sobre a PPS	100
5.4	USANDO MEDIDAS ALTERNATIVAS PARA AS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS SELECIONADAS.....	104
5.5	TESTES DE ROBUSTEZ.....	107
5.5.1	Remuneração Ajustada ao Tamanho da Empresa.....	107
5.5.2	Adequação do Grupo de Controle	108
5.5.3	Crise Financeira de 2008.....	110
5.5.4	Convergência das Normas Contábeis	110
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	112
	REFERÊNCIAS.....	117
	Apêndice A: Estatísticas Descritivas do Conselho de Administração das Companhias Abertas Brasileiras.....	127
	Apêndice B: Estatísticas Descritivas da Estrutura de Propriedade das Companhias Abertas Brasileiras.....	128
	Apêndice C: Estimativas Usando a Variável Dependente $\Delta\text{LOGREMMED}$.....	129
	Apêndice D: Estimativas Usando uma Medida Alternativa de Concentração de Propriedade (<i>NãoControlA</i>).....	130
	Apêndice E: Estimativas Usando Período Alternativo de Impacto da Legislação (<i>LeiI</i>).	131
	Apêndice F: Estimativas Usando Medida Alternativa de Desempenho (ROA).....	132
	Apêndice G: Estimativas Usando Medida Alternativa de Desempenho (ΔPVPA).....	133
	Apêndice H: Estimativas Usando Medida Alternativa de Dependência do Conselho de Administração (<i>CAInt</i>).....	134
	Apêndice I: Estimativas Usando a Remuneração Ajustada ao Tamanho da Empresa como Variável Dependente.....	135
	Apêndice J: Teste de Robustez Utilizando Subamostra.....	136
	Apêndice K: Teste de Robustez para a Crise Financeira de 2008.....	137
	Apêndice L: Teste de Robustez para a Convergência das Normas Contábeis.....	138
	Apêndice M: Teste de Robustez para a Convergência das Normas Contábeis com Ajuste do Desempenho da Empresa à Variação do Mercado.....	139

1 INTRODUÇÃO

Segundo Young et al. (2008), as estruturas de governança das empresas em economias emergentes geralmente se assemelham às aquelas de economias desenvolvidas na forma, mas não na substância. Cada economia emergente possui um sistema de governança que reflete suas condições institucionais e a eficiência dos mecanismos de governança varia sistematicamente de acordo com tais condições.

O ambiente legal e outras características institucionais de um país estão relacionados com grande parte das mais importantes políticas financeiras das empresas, tais como decisões sobre sua política de dividendos, estrutura de capital, financiamentos, utilização de derivativos, reestruturações societárias, estilo de gestão, investimento e estrutura de propriedade (BRYAN; NASH; PATEL, 2010). Da mesma forma, é provável que a estrutura institucional de um país cause impactos nos mecanismos internos e externos de governança corporativa das empresas, demandando um arranjo diferente para os mesmos (YOUNG et al., 2008). Por essa razão, qualquer mecanismo de governança corporativa, interno ou externo, pode até mesmo causar efeitos opostos em diferentes contextos institucionais (DESENDER; CASTRO, 2011).

Como mecanismo interno de governança corporativa, a remuneração é considerada uma ferramenta de incentivo, cujo objetivo principal é alinhar os interesses de proprietários e gestores, conduzindo, de fato, ao alcance das metas organizacionais estabelecidas. Por esta razão, nas duas últimas décadas as companhias abertas em todo o mundo têm se movido de estruturas fixas de pagamentos para pacotes de remuneração que incluem uma parcela substancial de remuneração variável e pagamentos baseados em ações (FILATOTCHEV; ALLCOCK, 2010), na tentativa de tornar a remuneração dos executivos sensível ao desempenho da empresa.

A preocupação das diversas partes interessadas acerca da remuneração executiva indica haver uma crença comum de que os contratos de remuneração estabelecidos para tais gestores podem ser sub-ótimos, e o interesse dos usuários quanto a qualidade das informações fornecidas sobre tais contratos sugere que, na opinião dos mesmos, essa evidência pode resultar em melhoria na governança (LO, 2003), fazendo com que a remuneração exerça o papel esperado de mecanismo de alinhamento de interesses. Portanto, assumir que a transparência da remuneração executiva é capaz de afetar (aumentar) sua sensibilidade ao

desempenho, implica assumir uma realidade na qual a qualidade dessa informação pode influenciar a capacidade dos acionistas externos monitorarem as práticas de remuneração dos altos executivos. Como destaca Schiehl (2005), a transparência da remuneração executiva tem como objetivo tornar claro aos acionistas externos de que maneira essa remuneração é determinada, e como se relaciona ao desempenho da companhia (*pay-performance sensitivity-PPS*).

Entretanto, sabe-se que muitas companhias abertas brasileiras se caracterizam, dentre outros, pela propriedade concentrada; pela gestão formada por membros da família ou associados, monitorados prioritariamente por consenso familiar; e por conselhos de administração que não são necessariamente legitimados pelo modelo institucional vigente. Nessa realidade, o potencial para utilização de estratégias que beneficiam os acionistas majoritários é considerável e a remuneração executiva pode ser usada com esse objetivo. A proteção institucional aos direitos dos acionistas é fraca, aumentando o potencial para problemas de agência, e fazendo com que os mecanismos de governança disponíveis para mitigar tais problemas possam ser ineficientes ou inexistentes (SANTIAGO-CASTRO; BROWN, 2007).

Nos últimos anos, o Brasil vem passando por uma série de mudanças regulamentares, que estão afetando tanto a qualidade quanto a quantidade de informações fornecidas pelas empresas aos usuários externos. Tais mudanças regulamentares fazem parte de um longo processo de convergência das normas brasileiras às normas internacionais de elaboração e divulgação de informações contábeis e de governança corporativa, que durante muitos anos se traduziu em recomendações de caráter voluntário, emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, dentre outros, e culminou com a edição de uma série de leis que objetivam, em caráter compulsório, garantir maior transparência na divulgação de informações financeiras pelas empresas.

É possível dizer que disposições regulamentares sobre a divulgação de informações relativas à remuneração executiva no Brasil, anteriormente ao ano de 2000, eram praticamente inexistentes. A partir de 2005, com os Ofícios-Circulares emitidos pela CVM, houve a introdução dos aspectos relacionados à contabilização e divulgação exclusivamente dos contratos de remuneração por opções, um dos componentes dos pacotes de remuneração dos executivos. Entretanto as recomendações eram de caráter voluntário e, até o exercício social findo em 31/12/2007, nenhuma legislação havia sido aprovada no sentido de promover qualquer tipo de melhoria na transparência da remuneração executiva.

Em 2008 com a entrada em vigor da Lei 11.638/07 e aprovação do Pronunciamento

Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, CPC 10 - Pagamento Baseado em Ações, os critérios de divulgação desse componente da remuneração executiva tornaram-se muito mais rígidos. Contudo, apenas em dezembro de 2010, quando passou a vigorar a Instrução Normativa CVM nº 480/2009, passou-se a exigir a divulgação de todos os componentes da remuneração executiva.

Com a divulgação obrigatória de informações sobre a remuneração, espera-se que os custos de monitoramento pelos acionistas e os custos de agência relacionados à remuneração possam ser minimizados (BAHAR, 2005) e que, ao aumentar a capacidade de monitoramento dos acionistas externos, torne-se mais difícil camuflar tanto o nível da remuneração dos executivos quanto sua fraca ou inexistente sensibilidade ao desempenho, conseqüentemente conduzindo à adoção de estruturas mais eficientes de remuneração (BEBCHUK; FRIED, 2004).

Logo, a expectativa de impacto do aumento da transparência sobre a PPS baseia-se no pressuposto de que na existência de propriedade difusa, a relação custo-benefício de se obter informações sobre a remuneração executiva para cada um dos acionistas individuais não é vantajosa, esperando-se que a padronização e o aumento das informações disponibilizadas sejam capazes de tornar menos oneroso esse processo, tornando os acionistas mais propensos a se manifestarem nos casos em que as práticas de remuneração lhes pareçam sub-ótimas (LO, 2003).

Nesse sentido, sabe-se que o controle acionário é capaz de influenciar os outros elementos do pacote de governança corporativa da empresa (AGUILERA; DESENDER; CASTRO, 2011) e que em empresas caracterizadas pela existência de acionistas controladores e/ou familiares, espera-se que o processo de comunicação empresarial apresente uma dinâmica distinta e, logo, que as informações divulgadas ao público externo não desempenhem um papel tão significativo na quebra de assimetria informacional (LOPES; MARTINS, 2007). Além disso, a capacidade que os minoritários possuem de influenciar as decisões da empresa está condicionada à garantia de proteção institucional de seus direitos.

Portanto, busca-se investigar o efeito da aprovação da IN 480 sobre a PPS, formulando hipóteses de que o aumento da transparência conduziu a uma variação na sensibilidade da remuneração executiva das empresas brasileiras em 2010 que foi: (1) maior nas empresas sem acionista controlador definido; (2) menor nas empresas familiares; e (3) maior em empresas com conselhos de administração dependentes, pois naquelas com conselhos independentes a sensibilidade da remuneração já estaria garantida, mesmo antes da vigência da lei.

1.1 PROBLEMA E OBJETIVO DE PESQUISA

Ao se realizar a análise aqui proposta, espera-se obter subsídios para responder ao seguinte problema de pesquisa:

Qual o impacto da divulgação obrigatória de informações relativas à remuneração executiva sobre a sua sensibilidade ao desempenho, considerando companhias com diferentes estruturas de propriedade e conselhos de administração?

Logo, como objetivo geral, busca-se identificar o impacto da introdução da divulgação compulsória de informações relativas à remuneração executiva sobre a relação PPS dessa remuneração, levando em conta, para tanto, os mecanismos internos de governança corporativa da empresa, a saber, sua estrutura de propriedade e a composição de seu conselho de administração.

Para o alcance dos objetivos gerais propostos, são estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- Abordar o conflito principal-agente, ressaltando o papel da remuneração executiva como mecanismo de incentivo, bem como da estrutura de propriedade e conselho de administração como mecanismos de monitoramento da gestão;
- Salientar a importância de se discutir a governança corporativa no Brasil sob o enfoque do conflito Principal-Principal, dadas as características específicas de estrutura de propriedade das empresas brasileiras;
- Evidenciar o papel da transparência na redução dos conflitos de interesse, discorrendo a respeito das principais alterações ocorridas na legislação brasileira com relação ao nível de transparência na divulgação de informações sobre a remuneração executiva;
- Avaliar se a introdução da divulgação obrigatória de informações relativas à remuneração executiva é capaz de exercer impacto sobre a sensibilidade dessa remuneração ao desempenho em empresas brasileiras;
- Analisar se os efeitos da legislação sobre a sensibilidade da remuneração executiva

podem ser diferentes em virtude da ausência/presença de acionista controlador definido e existência de propriedade familiar;

- Mensurar se a dependência do conselho de administração pode exercer influência sobre a PPS, à luz da maior transparência da remuneração executiva ocasionada pela legislação.

1.2 JUSTIFICATIVA

A Instrução Normativa (IN) CVM nº 480, vigente a partir de dezembro de 2009, representou um grande avanço em termos de elevação das exigências de divulgação de informações pelas companhias abertas. Entretanto, a divulgação da remuneração executiva foi, dentre todos os itens da nova legislação, aquele que gerou maior polêmica. Após a entrada em vigor da IN 480, muitos agentes do mercado recorreram, com base nos mais diversos argumentos, a instrumentos legais para tentar barrar esta obrigação.

O Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF) do Rio de Janeiro obteve uma liminar na justiça, que dispensou as empresas de preencherem e divulgarem as informações sobre a remuneração individual dos executivos, sendo que, de acordo com estimativas do IBGC, cerca de 24% das companhias abertas recorreram a essa liminar para as informações divulgadas até 30 de junho de 2010. Para as informações divulgadas até 30 de maio de 2011, 25 empresas fizeram uso da liminar, representando praticamente o mesmo percentual de 2010 (IBGC, 2012, p.27).

A resistência de algumas empresas em divulgar as informações sobre remuneração mínima e máxima dos órgãos de administração, bem como as discrepâncias constatadas nas primeiras informações divulgadas ao mercado, aumentaram a desconfiança dos usuários externos e intensificaram o debate quanto à adequação dessa legislação no caso brasileiro, onde o argumento maior para a não divulgação dessas informações é a falta de segurança. Os primeiros reflexos da IN 480 puderam ser percebidos no mercado de capitais em 2011.

Por exemplo, no dia 26 de abril, acionistas com 36% do capital social da PDG, maior incorporadora imobiliária do Brasil, compareceram na assembleia e, cerca de 60% dos presentes rejeitaram a proposta de remuneração de executivos e conselheiros para 2011. O caso da PDG representou a primeira proposta de remuneração vetada desde a edição da IN,

mas não a única (VALOR ECONÔMICO, 2011).

Nesse sentido, Barros et al. (2013) examinaram o descumprimento ao detalhamento das informações sobre a remuneração previsto na IN 480 no Brasil. A análise empírica realizada pelos autores sugere a possibilidade de que a decisão de evitar a total conformidade com a IN seja motivada por conflitos de agência. De acordo com os resultados da pesquisa, as empresas que divulgaram informações em desconformidade com a IN 480 apresentam menor qualidade da governança corporativa e maior concentração de propriedade, assim como tendem a serem maiores e menos rentáveis. Além disso, empresas com participação estatal e estrangeira em sua estrutura de propriedade mostraram-se menos propensas a descumprirem as regras de evidenciação.

Portanto, o momento desta pesquisa é oportuno, já que se verificam condições nunca observadas no Brasil. A introdução da divulgação obrigatória das informações sobre a remuneração oferece a oportunidade de se testar a interação dos mecanismos de governança, e a influência da transparência, conhecidamente um dos pilares das boas práticas de governança, sobre tais mecanismos. Da Silveira e Saito (2008) lembram que ao se considerar tanto o bom desempenho do mercado de capitais brasileiro quanto o grande número de ofertas públicas iniciais de ações (IPOs) ocorridas entre os anos de 2004 e 2007, pode-se concluir que o mercado não testou realmente a qualidade das práticas de governança das companhias listadas, mesmo daquelas listadas no Novo Mercado, segmento mais elevado de governança da BM&FBovespa.

Além disso, conforme ressaltam Da Silveira e Saito (2008) evidências empíricas indicam que os códigos brasileiros têm sido úteis em educar os diversos agentes envolvidos nas chamadas “boas práticas de governança”, mas poucas companhias têm efetivamente adotado grande parte de suas recomendações, e um número ainda menor de companhias divulgam seu nível de adequação a tais práticas. Segundo os autores, dado o fato de que a adoção desses códigos é totalmente voluntária, a avaliação da qualidade da governança corporativa das companhias ainda representa um desafio para os usuários das informações contábeis e financeiras externos à empresa.

A originalidade da pesquisa repousa no fato de que embora estudos empíricos já tenham sido desenvolvidos com o objetivo de investigar mudanças regulamentares capazes de afetarem o reconhecimento dos valores nos relatórios contábeis como, por exemplo, aquelas capazes de alterar o lucro líquido (LO, 2003), não se tem conhecimento, no Brasil, de pesquisas destinadas a analisar o impacto no mercado de mudanças na legislação que alteram tão somente as regras de evidenciação, ou seja, que aumentam a transparência.

Além disso, no Brasil, os estudos sobre a remuneração dos executivos são incipientes. A escassez ou mesmo ausência de divulgação de informações impedia que a discussão deixasse o campo especulativo e passasse a ser conduzida de maneira fundamentada, ou seja, com base em informações empíricas.

A carência de pesquisas que abordem a temática da remuneração é facilmente explicada pela grande dificuldade na obtenção dos dados, que perdurou até a aprovação da IN 480. Da mesma forma, os desafios para a coleta de informações sobre as demais características de governança corporativa das empresas não são menores. Há carência de um banco de dados que permita o acesso a informações padronizadas relativas à estrutura de propriedade e ao conselho de administração das empresas brasileiras, o que acaba por inviabilizar ou dificultar sobremaneira estudos longitudinais relacionados à governança corporativa. Na presente pesquisa, procurou-se ao máximo superar essas dificuldades.

Para os órgãos reguladores, a pesquisa é relevante principalmente por abordar os efeitos da divulgação obrigatória de informações. As intervenções regulamentares no âmbito da transparência visam garantir melhores práticas de governança corporativa por parte das empresas. Nesse sentido, o presente estudo pretende contribuir para o debate do real efeito que o aumento da transparência gera sobre a remuneração executiva nas empresas brasileiras, destacando o fato de que seus benefícios podem ser reduzidos pela interferência de características dos mecanismos de governança internos.

Para os acadêmicos, espera-se contribuir para a discussão dos mecanismos de governança sob o enfoque de sua complementariedade e substituição. Embora não seja incomum que as pesquisas em governança corporativa incluam variáveis representativas da estrutura de propriedade das empresas e de seu conselho de administração, não foram constatados estudos que tenham abordado os efeitos diversos que um mesmo mecanismo pode causar dependendo de sua interação com outros elementos da estrutura de governança da empresa.

Além disso, verificou-se que o método de análise dos dados aplicado na presente pesquisa (*Differences-in-Differences-in-Differences* - DDD), apesar de bastante difundido em estudos internacionais de diversas áreas (GOMÉZ-SOLER, 2009; BONHOMME; SAUDER, 2011; LI; YI; ZHANG, 2011; BUSCHA et. al, 2012; LI; GRAHAM; MAJUMDAR, 2012; BRAUN et al, 2013; HU, 2013) é pouco utilizado no Brasil, não tendo sido encontradas pesquisas com sua aplicação nas áreas de contabilidade e finanças. Salienta-se que esse método pode ser útil, por exemplo, para se avaliar o impacto de mudanças na política de divulgação de informações contábeis e financeiras sobre o mercado de capitais.

A pesquisa pode também ser interesse dos participantes do mercado, empresas e gestores. Por exemplo, para os atuais e potenciais investidores, salienta como a remuneração pode ser usada para expropriar o direito dos acionistas minoritários e evidencia o papel da transparência da remuneração na redução dos conflitos de interesses. Para os membros de conselhos de administração e comitês de remuneração, destaca como a estrutura de propriedade da empresa pode causar reflexos sobre o desempenho das funções de monitoramento da remuneração executiva desses órgãos.

Para tanto, nas próximas seções, a presente pesquisa está apresentada da seguinte forma: revisão de literatura; construção das hipóteses de estudo; método de pesquisa; resultados; considerações finais e referências bibliográficas.

2 REVISÃO DE LITERATURA

A revisão de literatura compreende o papel da governança corporativa segundo a perspectiva do conflito Principal-Agente, amplamente discutido na literatura, e que se baseia em uma realidade de companhias com propriedade dispersa. Em seguida, discorre sobre o conflito Principal-Principal, predominante em países cujas empresas possuem propriedade concentrada, explicando seus efeitos potenciais para a estrutura de governança corporativa das mesmas. Por fim, trata do papel da transparência no aprimoramento da governança corporativa, discorre sobre a evolução da legislação no sentido de garantir maior transparência dos pacotes de remuneração dos executivos das companhias abertas nacionais.

2.1 O CONFLITO PRINCIPAL-AGENTE E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

Sabe-se que a literatura sobre remuneração dos executivos sugere que o objetivo de alinhar a utilidade do agente à do principal pode ser alcançado atrelando-se a remuneração executiva ao desempenho ou ao valor da empresa (DEPKEN; NGUYEN; SARKAR, 2006). Contudo, Depken e Nguyen (2005) ressaltam que não há consenso teórico ou empírico quanto ao impacto das diferentes formas de remuneração sobre as decisões gerenciais ou sobre os custos de agência. Os autores lembram que a literatura a respeito da teoria principal/agente tem apenas confirmado que o salário não proporciona incentivo suficiente para a redução do conflito de agência e, ao mesmo tempo, a efetividade dos demais componentes da remuneração também é questionável.

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato, segundo o qual uma ou mais pessoas (principais) engajam outra pessoa (o agente) a desempenhar algum serviço em seu interesse, envolvendo delegar a esse agente certa autoridade para tomar decisões em seu nome. Se ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade, há razões para se acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com o interesse do principal. Segundo os autores:

O principal pode limitar as divergências referentes aos seus interesses por meio da aplicação de incentivos adequados para o agente e incorrendo em custos de monitoramento visando a limitar as atividades irregulares do agente. Além disso, em algumas situações, o principal pagará ao agente para despendar recursos (custos de concessão de garantias contratuais) visando a assegurar que o agente não promoverá certas ações que prejudicariam o principal ou para assegurar que o principal será recompensado se o agente promover essas ações. Contudo, é em geral impossível para o principal ou o agente manter a relação de agência a um custo zero para assegurar que o agente tomará decisões de nível ótimo do ponto de vista do principal (JESEN; MECKLING, 1976, p.5).

Os mesmos autores definem os custos de agência como a soma: (1) das despesas de monitoramento por parte do principal; (2) das despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente; (3) e do custo residual.

A literatura de finanças corporativas sugere vários mecanismos pelos quais o conflito de agência pode ser atenuado, distinguidos entre os mecanismos internos, tais como a estrutura de propriedade da empresa, o conselho de administração e a remuneração executiva, e os mecanismos externos, que incluem as atividades de monitoramento por parte do mercado de capitais, legisladores, profissionais de investimentos e investidores. Embora de natureza diferente, ambos os mecanismos compartilham um objetivo comum: alinhar a utilidade do agente com aquela do principal (DEPKEN; NGUYEN; SARKAR, 2006).

La Porta et al. (1999) destacam que quando investidores financiam a empresa, geralmente obtêm certos direitos ou poderes, protegidos pelo *enforcement* da legislação. A proteção ao direito dos acionistas inclui o recebimento de dividendos em termos proporcionais, votar na escolha de diretores, participar das reuniões de acionistas, subscrever novas emissões de títulos nos mesmos termos seguidos pelos *insiders*, processar diretores por suspeita de expropriação, convocar assembleias extraordinárias, etc. Já as leis que protegem os credores geralmente são relacionadas aos processos de reorganização e falência das empresas, medidas que garantem aos credores reaverem garantias estabelecidas, entre outros.

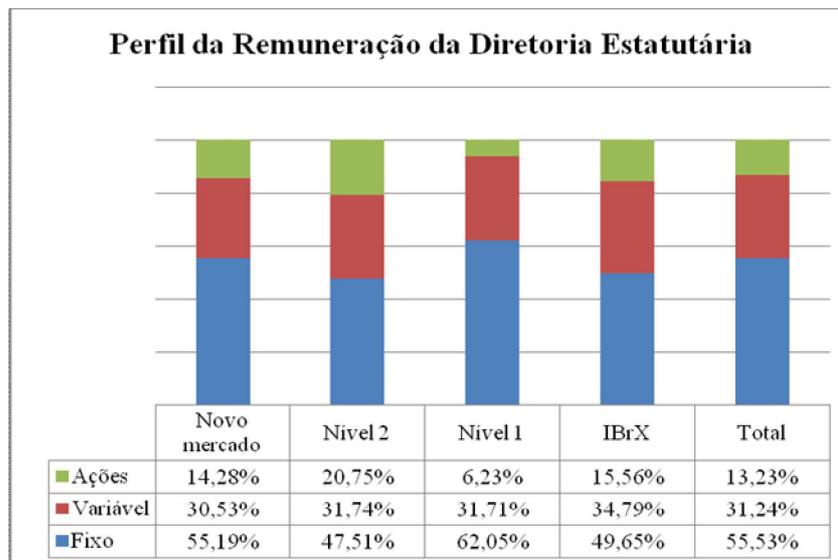
Em diferentes jurisdições, as regras que protegem os investidores vêm de diversas fontes, incluindo a legislação societária, de falências, regras de concorrência, de aquisição de controle (*takeover*), mas também pelas leis vigentes no mercado de capitais e pelas regras contábeis e de transparência, que proporcionam aos investidores a informação que eles precisam para exercer seus direitos (LA PORTA ET AL, 1999). É nesse sentido que Rezaee (2009) explica que a estrutura da governança corporativa pode ser segregada entre mecanismos de governança internos e externos, além de intervenções regulatórias por meio de legislação, sendo que tanto os mecanismos internos quanto externos evoluíram ao longo dos anos para cumprirem sua função de monitorar e controlar a gestão. Os mecanismos externos

não serão abordados aqui, enquanto os mecanismos internos serão brevemente discutidos na próxima seção.

2.1.1 O Papel da Remuneração Executiva

Embora exista uma substancial heterogeneidade entre empresas e setores econômicos, a maioria dos pacotes de remuneração executiva é composta por três componentes básicos: o salário fixo; a remuneração variável (bônus) e a remuneração baseada em ações (propriedade ou opções) (MURPHY, 1998). Segundo dados recentes do IBGC (2012), no Brasil, a remuneração dos membros da diretoria é composta por remuneração fixa, variável e baseada em ações, nas proporções destacadas na Figura 1:

Figura 1 – Composição da Remuneração Média da Diretoria Estatutária



Fonte: Remuneração dos Administradores - IBGC (2012, p. 18).

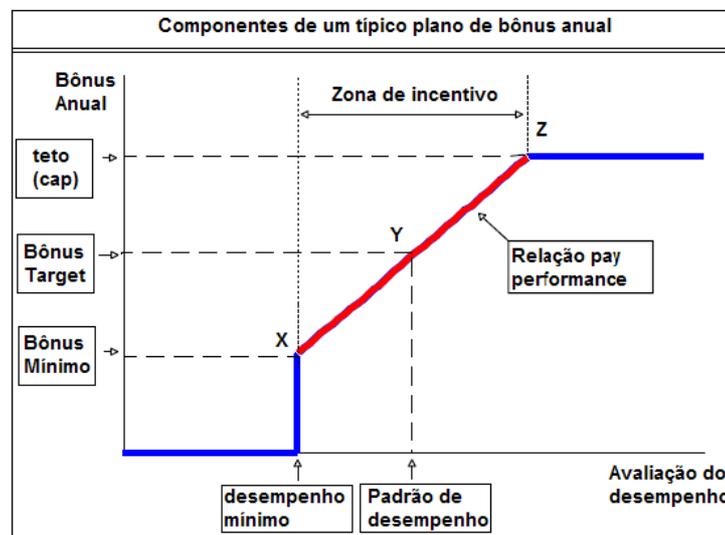
Conforme destacado na Figura 1, o salário fixo ainda representa uma parcela substancial da remuneração dos executivos nas companhias abertas brasileiras. Para Murphy (1998), os executivos devotam atenção especial ao processo de sua definição, dentre outros, pelo fato de que aqueles avessos ao risco irão naturalmente preferir um aumento na parcela fixa de sua remuneração a igual aumento nas parcelas variáveis. Além disso, muitos outros componentes do pacote de remuneração são estabelecidos com relação ao nível do salário-

base, de maneira que cada unidade monetária de aumento no mesmo pode trazer outras repercussões positivas.

No que tange a remuneração variável, grande parte das companhias oferecem planos de bônus anuais aos seus executivos, que se baseiam no desempenho de um único ano. Nas companhias abertas brasileiras, de acordo com a Figura 1, a remuneração variável representa de 30,53% a 34,79% da remuneração média da diretoria estatutária. Murphy (1998) destaca que, apesar de sua representatividade e importância, grande parte da literatura acerca deste componente da remuneração é informal, escassa, e foi elaborada a partir de informações voluntariamente divulgadas pelas companhias e, portanto, não randômicas. No caso do Brasil, tal escassez também se verifica.

Os mecanismos de remuneração variável também são bastante heterogêneos, mas podem ser caracterizados em termos de três componentes básicos, a saber: a medida de desempenho utilizada, o padrão de desempenho estabelecido, e a estrutura da relação *pay-performance*. A Figura 2 ilustra esses componentes básicos em um plano de bônus típico.

Figura 2 – Componentes de um Típico Plano de Incentivo Anual



Fonte: Murphy (1998, p. 80).

Conforme pode ser ilustrado na Figura 2, em um plano típico de remuneração variável, nenhum bônus é pago até que certo nível de desempenho (geralmente expresso como um percentual do desempenho padrão) seja alcançado, e um bônus mínimo (geralmente expresso como um percentual do bônus-meta) é pago ao se alcançar o desempenho mínimo. Bônus-meta são pagos ao se atingir o desempenho padrão, e há, geralmente, um limite máximo no pagamento dos bônus (novamente expresso como um percentual ou um múltiplo do bônus-

meta). O intervalo entre o desempenho mínimo e máximo é chamado de zona de incentivo, indicando o intervalo de desempenho alcançado no qual um aumento no desempenho corresponde a um aumento no bônus (MURPHY, 1998).

Quanto à remuneração baseada em ações, que contempla tanto a propriedade das ações das empresas, quanto opções de compra dessas ações, embora não represente uma parcela significativa do pacote de remuneração dos executivos, tal como destacado na Figura 2, seu papel é relevante por representar uma forma de alinhamento entre os objetivos dos agentes e o desempenho da empresa no longo-prazo. Nesse sentido, destacam-se os chamados Planos de Opções de Ações para Empregados (*Employee Stock Option Plan* – ESOP), que têm sido cada vez mais utilizados pelas companhias abertas brasileiras para remunerar inclusive empregados, mas majoritariamente executivos (VICTOR, 2008).

A opção concedida ao funcionário é sempre uma opção de compra, que pode ser definida, conforme Silva et al. (2007, p. 7), como

um ativo que depende do desempenho de outro ativo, ou seja, é um derivativo (...). O titular tem o direito de adquirir uma quantidade do ativo objeto da transação a um preço preestabelecido num momento específico. O lançador é quem, por intermédio de um corretor (intermediário), vende a opção, assumindo a obrigação de vender o ativo-objeto a que se refere a opção pelo preço contratado, se e quando o titular exercer sua opção.

Para Murphy (1998), as opções de ações promovem uma ligação direta entre a recompensa paga aos gestores e a valorização da ação, uma vez que há uma unidade monetária a mais de ganho com as opções exercidas para cada unidade monetária de aumento no preço das ações.

Por outro lado, estudos teóricos e empíricos foram realizados a partir da ideia de que a utilização da remuneração baseada em ações poderia relacionar-se com: (1) problemas motivacionais (MURPHY, 1998); (2) mudanças na política de dividendos da empresa (LAMBERT; LANEN; LARCKER, 1989); (3) propensão ao engajamento em investimentos mais arriscados por parte dos gestores (MURPHY, 1998; SANNING, 2003); (4) preço em ofertas públicas iniciais de ações (IPOs) (LOWRY; MURPHY, 2007); (5) gerenciamento da divulgação de informações (YABLON; HILL, 2000; ABOODY, KASZNIK, 2000); (6) gerenciamento de resultados (YABLON; HILL, 2000; SILVEIRA, 2006) e (7) fraudes contábeis (ECKLES; HALEK, 2010).

Conforme salientam Silva et al. (2007), o aumento no uso de opções de ações como forma de remuneração, acompanhado do seu reconhecimento pelo valor intrínseco, por

décadas, incentivou a manipulação de resultados visando à valorização do preço das ações. Silva et al. (2007) ressaltam que os usuários das informações contábeis entenderam que esse representou um dos principais pivôs dos escândalos contábeis ocorridos em empresas como *Enron* e *Worldcom*, que enriqueceram executivos à custa dos acionistas, principalmente em função de brechas nas regras de evidenciação contábil dos custos ou das despesas oriundas dos ESOP. Sendo a valorização da ação uma condição básica para que a opção seja exercida, desconsiderar os custos com a concessão das opções colabora diretamente para a utilização desenfreada dessa forma de remuneração, e conseqüente superavaliação de resultados. Tal problema tenderia a ser potencializado quanto menor a eficiência do mercado em questão.

Bryan, Nash e Patel (2010) investigaram a quantidade relativa da remuneração baseada em ações usada por companhias de vários sistemas legais (denominada pelos autores de *equity-mix*). Os autores documentaram uma variação considerável na estrutura da remuneração entre esses países, e identificaram fatores significativamente associados com as diferenças no uso da remuneração baseada em ações. Mais especificamente, os autores constataram fortes evidências de que os fatores institucionais são significativos na determinação da estrutura da remuneração, pois empresas de países que proporcionam maior proteção aos direitos dos acionistas utilizam mais este tipo de remuneração e o *equity-mix* é maior se o sistema legal desse país assegura o cumprimento das leis.

No Brasil, o ano de 2007, imediatamente anterior a aprovação das Leis 11.638/2007, CPC 10/2008 e IN 480/2009 foi marcado por um aumento significativo no número de Planos de Opções de Ações aprovados. As evidências documentadas indicam que de 1984 a 2005, cerca de 30 companhias abertas usavam essa forma de remuneração e, apenas no ano de 2007, 47 novos planos foram aprovados (VICTOR, 2008). Como já mencionado, no ano em questão os padrões nacionais de divulgação de informações sobre a remuneração ainda estavam muito aquém dos americanos e internacionais, destacando-se o fato de que não era obrigatório o reconhecimento da despesa oriunda desses planos.

2.1.2 Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho

Conforme já descrito, a variável de interesse no estudo é a sensibilidade da remuneração ao desempenho. Jensen e Murphy (1990) reportam a sensibilidade da

remuneração ao desempenho (*PPS*) como a mudança no pagamento do executivo para cada \$1.000 unidades monetárias de mudança na riqueza do acionista. Seu modelo inclui vários tipos de incentivos, conjuntamente denominados de “Incentivo Total”. Em seu estudo, os autores investigaram os CEOs das 250 maiores companhias abertas dos Estados Unidos, e constataram, dentre outros, que uma mudança de \$1.000 no valor de mercado da empresa (definido como a valorização no preço da ação mais dividendos) corresponde a uma mudança de \$2,59 na riqueza do CEO, entre salário, bônus, *stock options* e ações possuídas pelo mesmo. Na opinião dos autores, tal nível de PPS não cria incentivos adequados à maximização do valor da empresa.

Os modelos utilizados pelos pesquisadores do tema, em sua grande maioria, baseiam-se na abordagem de Jensen e Murphy (1990) para aferir a PPS. As variações, geralmente, se concentram apenas na medida de desempenho utilizada, pois enquanto a maioria utiliza medidas de mercado, alguns optam pelos indicadores contábeis (LIPPERT; PORTER, 1999; MERHEBI et al., 2006; EDWARDS; EGGERT; WEICHENRIEDER, 2009).

Para investigar o impacto da concentração da propriedade sobre a sensibilidade de remuneração do *Chief Executive Officer* - CEO ao desempenho em companhias da Nova Zelândia, Jiang, Habib e Smallman (2009) estimaram modelos usando como variáveis independentes representativas do desempenho da empresa o Lucro Líquido, o Retorno do Ativo – ROA e o Retorno do Patrimônio Líquido – ROE (medidas contábeis), bem como o Retorno da ação no ano, o retorno da ação no ano anterior, retorno acumulado da ação dos três últimos anos e o Q de Tobin (medidas de mercado).

Para avaliar a concentração de propriedade, os autores classificaram as empresas em três grupos (alta concentração de propriedade; concentração de propriedade média; propriedade dispersa), de acordo com o índice de concentração de propriedade proposto por Brown e Herfindahl (1988). Para o primeiro grupo de empresas, de acordo com a hipótese de entrenchement da administração (*entrenchment hypothesis*), os autores hipotetizaram que a relação entre LOGCOMP (remuneração total do CEO) e PER (desempenho da empresa) seria não-significativa ou negativa. Já para o terceiro grupo (empresas com propriedade dispersa) os autores formularam a hipótese de relação positiva e estatisticamente significativa entre as variáveis. Nesse sentido, os resultados obtidos pelos autores sugerem que a alta concentração de propriedade em companhias abertas na Nova Zelândia contribui significativamente para a baixa relação entre remuneração e desempenho.

Adicionalmente, o Quadro 1 fornece um resumo de quatro estudos recentes que abordaram a PPS, entre os anos de 2010 e 2013, de acordo com consulta às bases de dados

Emerald Insight e EBSCO Business Source Complete:

Quadro 1 – Estudos Desenvolvidos entre 2011 e 2013 sobre PPS

	Universo / Amostra	Variável dependente	Variáveis independentes	Variáveis de Controle
Chen, Jeter Yang (2013)	Dados da ExecuComp de 1992 a 2005, excluindo 2001 e 2002 (165 observações/ano).	$\Delta \ln$ da remuneração do CEO.	$\Delta \ln$ do Valor de Mercado.	Tamanho da empresa; <i>book-to-market ratio</i> ; % de ações possuídas pelos gestores; concentração de propriedade; % de opções de ações sobre a remuneração global; <i>Dummy</i> setor.
Ramadam (2013)	77 companhias listadas na <i>Amman Stock Exchange</i> (ASE), de 2000-2011.	ROA.	Remuneração do CEO	Dualidade do CEO; tamanho e independência do conselho de administração.
Chang, Choy e Wang (2012)	1.500 Companhias da base Standard & Poor's (S&P), de 1994–2005.	Δ Propriedade de ações da empresa pelo CEO; Δ Remuneração do CEO.	Retorno da Ação e ROA.	Tamanho da empresa, endividamento, tempo do CEO na empresa; idade do CEO; Relação entre Preço e Valor Patrimonial da Ação.
Chuo; Fonkoua e Pollard (2011)	103 companhias americanas.	Remuneração total do CEO.	Δ do retorno da ação; Δ dos fluxos de caixa; Δ dos lucros; Δ dos ativos.	Não especificadas pelos autores.
Hallock; Madalozzo e Reck (2010)	Dados da S&P/ ExecuComp de 1992 a 2004, totalizando 17.403 observações.	$\Delta \ln$ da remuneração do CEO.	$\Delta \ln$ do valor da empresa; vendas; ativos e ROA.	Não especificadas pelos autores.

Fonte: Elaborado pela Autora com base em Hallock; Madalozzo e Reck (2010), Chuo; Fonkoua e Pollard (2011), Chang, Choy e Wang (2012); Ramadam (2013) e Chen, Jeter Yang (2013).

Detalhando alguns dos resultados dos estudos salientados no Quadro 1, Chuo, Fonkoua e Pollard (2011) tiveram como objetivo investigar a PPS, constatando que fluxos de caixa não são determinantes significativos da remuneração do CEO, e lucros e retornos são determinantes, porém ambas variáveis apresentaram baixa significância estatística. De maneira semelhante, Hallock, Madalozzo e Reck (2010), usando a distribuição condicional dos salários dos CEOs, encontraram indícios de considerável heterogeneidade no desempenho dos retornos por empresa, ao longo da distribuição condicional dos salários.

Cabe destacar os resultados contraditórios dos estudos de Chang, Choy e Wang (2012)

e Chen, Jeter e Yang (2013), ambos com o objetivo de investigar o impacto da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) sobre a sensibilidade da remuneração executiva. Chang, Choy e Wang (2012) obtiveram evidências de que a propriedade de ações e a sensibilidade da remuneração dos CEOs ao desempenho diminuíram substancialmente com a introdução da lei, indicando que a SOX induz fraco alinhamento dos interesses de proprietários e CEOs, exceto nas companhias pertencentes a setores regulados. Já os resultados dos testes realizados por Chen, Jeter e Yang (2013) foram consistentes com um aumento na ligação entre a remuneração dos executivos e a riqueza dos acionistas nas empresas analisadas após a promulgação da referida lei. Entretanto, a referida lei não se relacionava diretamente com o aumento da transparência, mas sim com o fortalecimento dos mecanismos de controles internos e padrões de governança nas empresas.

O estudo que mais se assemelha ao realizado na presente pesquisa é o de Swan e Zhou (2006), que investigaram os efeitos da legislação acerca do *disclosure* da remuneração executiva sobre os níveis dessa remuneração e sua relação com o desempenho da empresa, examinando a remuneração do CEO de 461 companhias canadenses ao longo de três anos fiscais pré-*disclosure* obrigatório (1991-1993) e cinco anos pós-*disclosure* obrigatório (1994-1998).

Por meio da análise das regressões apresentadas, os autores constataram que sensibilidade da remuneração do CEO ao desempenho no Canadá se tornou mais forte depois que a remuneração dos executivos se tornou uma informação pública. Segundo os autores, no entanto, esta observação não seria suficiente para concluir que a alteração resultou aumento da transparência. Uma crítica óbvia é que fatores alheios à regulação da divulgação no Canadá, que tenham coincidido com o calendário do evento, poderiam ter causado as mudanças nos níveis dos salários e sensibilidade da remuneração ao desempenho estimados. Dessa forma, fez-se necessário o estabelecimento de um grupo de controle. Para realizar tal análise, os autores utilizaram um grupo de companhias americanas como grupo de controle, com aplicação do método *Difference-in-Differences (DID)*.

As conclusões obtidas pelos autores foram que: (i) antes do *disclosure* obrigatório, a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho para as companhias canadenses representava apenas uma pequena fração daquela observada nas companhias americanas, e (ii) a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho nas companhias canadenses aumentou drasticamente a partir da vigência da lei. Para os autores, os achados são estatisticamente significativos, economicamente relevantes, além de robustos à especificação do modelo.

2.1.3 Estrutura de Propriedade

O problema de agência relacionado à estrutura de propriedade da empresa mais amplamente relatado e discutido na literatura é aquele conhecido como *free-rider*. Segundo ele, investidores individuais que monitoram os gestores absorvem todos os custos da atividade de monitoramento, mas obtêm apenas benefícios proporcionais à sua participação acionária. Logo, pequenos acionistas são incentivados a protelar o monitoramento dos investimentos, na expectativa de que algum outro acionista o faça (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998). Dessa forma, embora possa ser do interesse de um grupo coletivo de acionistas externos empreender ações que busquem disciplinar os gestores, nenhum acionista individual racional fará isso sozinho. Na ausência de outros mecanismos de controle, o agente terá relativa liberdade para gerir a empresa de acordo com seus próprios interesses (JENSEN; MECKLING, 1976).

Para Rezaee (2009), em mercados cujas empresas caracterizam-se pela propriedade dispersa, a ausência de um adequado monitoramento pelos *outsiders* (diversos acionistas, com baixa participação no capital da empresa) pode resultar em um efeito de entrincheiramento da gestão, danoso para a companhia. Em vários países, a estrutura de propriedade e a característica dos acionistas das companhias abertas têm se modificado nas últimas décadas. Os mercados e a propriedade das ações tornaram-se mais líquidos, e tanto os investidores individuais quanto institucionais passaram a influenciar de maneira mais significativa a governança corporativa das empresas (REZAEI, 2009).

Diante de tais mudanças, em países com propriedade dispersa, em especial, o papel dos investidores institucionais tem sido mais intensamente investigado, já que se espera que na presença de grandes acionistas, que geralmente são investidores profissionais (gestores de fundos de pensão ou investidores institucionais) experientes na avaliação do desempenho corporativo, os benefícios decorrentes do monitoramento tendam a exceder os custos, acarretando maior monitoramento, diminuição de custos de agência, e conseqüente aumento no valor da empresa (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998).

Por exemplo, Strivens, Espenlaub e Walker (2007) investigaram a influência dos investidores institucionais sobre os salários dos CEOs em empresas do Reino Unido. Os resultados obtidos pelos autores indicaram que a presença de um grande acionista

institucional, ou uma grande concentração de investidores institucionais, é capaz de reduzir significativamente a magnitude dos salários e bônus pagos aos CEOs, e aumentar significativamente a relação entre bônus e desempenho da empresa, bem como reduzir as taxas de aumento de salários, benefícios e bônus.

O importante papel dos investidores institucionais no aprimoramento das práticas de governança das companhias também foi constatado por Carson e Simnett (1997), que encontraram uma relação positiva significativa entre o percentual de propriedade de investidores institucionais e as práticas de divulgação de informações voluntárias pelas empresas listadas na Austrália. No mesmo sentido, Haniffa e Cooke (2002) encontraram uma relação positiva entre a proporção de ações possuídas por investidores estrangeiros e o nível de transparência de informações voluntárias pelas companhias listadas na Malásia.

Contudo, Rezaee (2009) esclarece que a efetividade das funções de monitoramento e controle pelos investidores é determinada com base em uma inter-relação de fatores, incluindo a transparência, responsabilidade e boa comunicação desses com o conselho de administração da empresa. Segundo o autor, quando os acionistas não dispõem das corretas informações para o desempenho de suas funções de controle e monitoramento, permitem que o CEO tenha influência significativa sobre a eleição de diretores, sua remuneração, e seu papel no Conselho de Administração. Assim, quando é dada ao CEO a oportunidade de moldar a estrutura do conselho de administração, a probabilidade de que esse discorde das decisões daquele é substancialmente reduzida.

Logo, é possível perceber porque a efetividade da governança corporativa depende dos vários mecanismos internos (estrutura de propriedade, remuneração, conselho de administração), mas também de leis e mecanismos que garantam aos acionistas o acesso às informações necessárias para o monitoramento da gestão e das funções do conselho de administração.

2.1.4 Conselho de Administração

Um conselho de administração vigilante participa proativamente das decisões estratégicas da empresa; questiona a gestão e monitora sua conduta ética; supervisiona os planos de gestão, decisões, ações e relatórios financeiros, principalmente no que diz respeito à

conformidade legal desses. O sucesso do conselho de administração depende de sua composição, estrutura, recursos, diligência e autoridade de todos os seus membros, bem como da relação de trabalho desse órgão com outros participantes da governança corporativa, incluindo a gestão, auditores externos, auditores internos, assessores jurídicos, consultores profissionais, entidades reguladoras, e investidores (REZAE, 2009).

De acordo com o IBGC, o conselho de administração, órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, é o principal componente do sistema de governança. Seu papel é ser o elo entre a propriedade e a gestão, para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas. O conselho de administração recebe poderes dos sócios e presta contas a eles (IBGC, 2010, p. 29).

Uma vez que sua composição é um dos determinantes da efetividade no desempenho de suas funções, ao se investigar o conselho de administração, uma das características geralmente consideradas é o número de membros que ele possui. Para Paula e Silva (2010), o tamanho ideal do Conselho de Administração é bastante subjetivo, havendo sempre o risco de se formar um conselho muito grande ou muito pequeno. Para o autor, é importante que o tamanho do Conselho de Administração seja compatível com as suas atribuições. A existência de comitês, por exemplo, está diretamente relacionada ao tamanho, já que conselhos pequenos podem dificultar o uso deste tipo de estrutura.

Uma das relações empíricas mais consistentes, referente aos conselhos de administração, é que seu tamanho está negativamente relacionado com a lucratividade da empresa (HERMALIN, WEISBACH, 2003). No Brasil, Da Silveira (2002) constatou a existência de uma relação quadrática entre essa variável e o desempenho da empresa, indicando que empresas com conselhos que possuem de quatro a oito membros alcançaram, em média, melhor desempenho.

Além disso, conselhos com grande número de membros podem ter seu poder de decisão diluído, tornando-se mais dominados pelo CEO da empresa e menos efetivos em sua tarefa de disciplinar a remuneração executiva. Um grande número de membros pode tornar a responsabilidade individual de cada conselheiro menor, bem como dificultar mudanças nas políticas adotadas (ANDEJELKOVIC; BOYLE; McNOE, 2002). Laksmana (2008) identificou que o tamanho do conselho de administração está positivamente relacionado à transparência da remuneração executiva, argumentando que maiores conselhos dispõem de mais recursos para o desempenho de suas funções e tomariam decisões de divulgação de informações mais efetivas.

Bebchuk e Fried (2003) ressaltam que na visão da abordagem da contratação ótima (*optimal contracting approach*), o conselho de administração busca utilizar a remuneração como um mecanismo de incentivo para os gestores, ao menor custo possível para o acionista, estabelecendo o chamado “contrato ótimo de remuneração”. Para os autores, tais contratos resultariam da barganha entre os conselheiros e executivos, ou de pressões do mercado que induziriam as partes à adoção do contrato ótimo, mesmo na ausência de barganha, mas não se pode esperar que nenhuma dessas forças externas produza sobre a remuneração o mesmo efeito objetivado pela barganha por meio de um conselho de administração independente.

Sabe-se que o CEO pode exercer influência significativa no processo de nomeação de conselheiros e nas decisões sobre a remuneração (BEBCHUK; FRIED, 2003) havendo a possibilidade de que os membros do conselho empreendam ações que beneficiam os executivos e prejudicam os acionistas (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998). Para evitar essa influência, a existência de conselheiros não-executivos pode agir como um mecanismo de redução dos conflitos entre principal e agente (FAMA; JENSEN, 1983). Contudo, não se descarta a possibilidade de que conselhos com maioria de membros internos demandem e valorizem mais a divulgação de informações sobre a remuneração executiva, na tentativa de convencer os acionistas de que não estão transferindo riqueza para si (MUSLU, 2003).

Outro aspecto constantemente defendido como promotor da independência do conselho é a separação entre as funções de principal executivo da empresa (CEO) e presidente do conselho de administração (*chairperson*). Como resalta o IBGC (2010, p.20) “as atribuições do presidente do Conselho são diferentes daquelas do executivo principal (CEO). Para que não haja concentração de poder em prejuízo de supervisão adequada da gestão, deve ser evitado o acúmulo dessas funções pela mesma pessoa”.

De acordo com a teoria da agência, a combinação das funções (estrutura unitária de liderança) pode prejudicar significativamente três importantes funções do conselho de administração: o monitoramento, a disciplina e a remuneração dos gestores. Esse fator também pode levar o CEO a um comportamento oportunista, devido à sua dominância no conselho (BARAKO, 2007). Esse potencial conflito de interesses tem levado alguns autores a argumentar que há necessidade de separação das funções, ressaltando que o ideal seria que a função de *chairperson* fosse desempenhada por um conselheiro independente (PETRA, 2005). Assim, percebe-se que seguindo a abordagem principal/agente, a independência do conselho de administração está geralmente relacionada à sua capacidade de não ser influenciado pela gestão da empresa, garantindo assim o correto desempenho de suas funções de monitoramento.

2.2 CONFLITO PRINCIPAL-PRINCIPAL

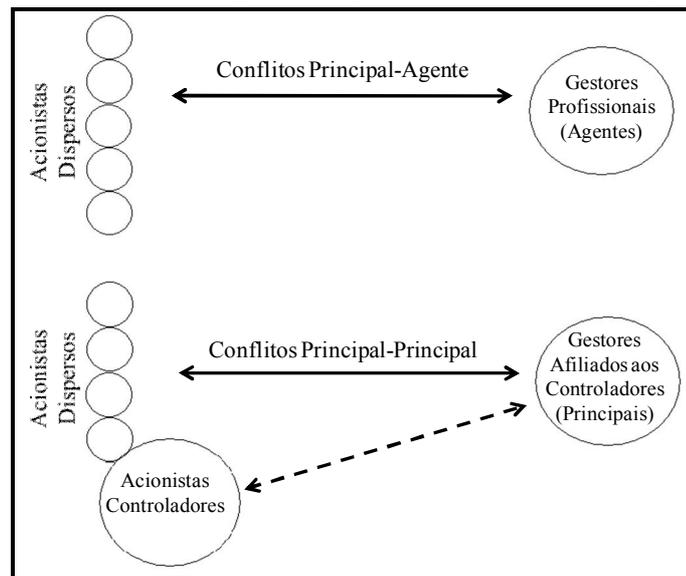
No lugar do tradicional conflito principal-agente exposto em grande parte das pesquisas realizadas com economias desenvolvidas, o conflito entre acionistas controladores e minoritários tem sido identificado como a maior preocupação da governança corporativa em economias emergentes. Como esclarecem Young et. al (2008), esse conflito, conhecido como principal-principal, resulta da propriedade concentrada, da existência de propriedade e controle familiar, das estruturas *business group*, e da fraca proteção legal aos acionistas minoritários. Para os autores, a mesma altera a dinâmica do processo de governança corporativa e exige medidas corretivas diferentes daquelas recomendadas no tradicional conflito principal-agente.

Nessa realidade, de acordo com o que estabelece La Porta et al. (1999), a proteção dos acionistas e credores pelo sistema legal é central no entendimento dos padrões das finanças corporativas em diferentes países e a proteção ao investidor se torna crucial, em muitos casos, pelo potencial de expropriação dos acionistas minoritários e credores pelos acionistas controladores.

Para os autores, quando investidores externos financiam as empresas enfrentam o risco de que os retornos de seus investimentos nunca se materializem, devido ao fato de que os acionistas controladores ou gestores irão expropriá-los. Eles ainda esclarecem que a governança corporativa representa o conjunto de mecanismos através dos quais os investidores protegem-se contra a expropriação dos *insiders* (acionistas controladores e gestores).

A Figura 3 procura destacar as diferenças entre os modelos principal-principal (PP) e principal-agente (PA) de governança corporativa:

Figura 3 – Conflito Principal-Principal *Versus* Conflito Principal-Agente



Fonte: Young et al. (2008, p. 200).

No topo da Figura 3 ilustra-se o conflito PA, que ocorre entre os acionistas dispersos e os gestores profissionais. Já na parte inferior demonstra-se, pela linha pontilhada, a relação entre os acionistas controladores e seus executivos “afiliados”, que podem ser membros da família, ou outros que respondam diretamente aos controladores. Já pela linha sólida, ilustra-se o conflito entre os gestores afiliados – que representam os interesses dos controladores – e os acionistas minoritários. Na verdade, isso demonstra que o real conflito se dá entre acionistas, o que, segundo Young et al. (2008) muda a dinâmica da governança corporativa.

Dessa forma, o impacto da existência de grandes acionistas, denominados *blockholders*, como um mecanismo de monitoramento externo não é claro. Enquanto por um lado os *blockholders* possuem incentivos para agir como monitores e melhorar a gestão da empresa, tendo seus benefícios divididos com os demais acionistas, por outro lado, eles também são incentivados a consumir os recursos da empresa e a influenciar a gestão a seu favor, deteriorando o desempenho da empresa (DEPKEN; NGUYEN; SARKAR, 2006).

Para Okimura (2003), os acionistas controladores podem expropriar o fluxo de caixa da empresa de várias formas: mediante o pagamento de salários excessivos para si próprios; pela auto nomeação em cargos executivos privilegiados ou para posições no conselho, inclusive para familiares; pela realização de transações a preços privilegiados com empresas do grupo controlador, etc. Andrade e Rossetti (2004) destacam ainda a obtenção, pelos acionistas controladores, de empréstimos em condições privilegiadas; e a obtenção de benefícios em transações pessoais, seja pelo uso do alto poder de barganha ou do prestígio da

organização no ambiente de negócios, bem como pelo acesso a informações privilegiadas (ato de *insider trading*).

Diante de tais características, a governança corporativa também se baseia na proteção dada aos acionistas minoritários, apoiada em três elementos principais: (a) o conjunto de regras e leis, (b) disponibilidade de um fluxo contínuo de informações relevantes que permita aos mesmos avaliarem se seus direitos estão sendo observados e (c) potencial que os agentes têm para fazer com que seus direitos legais sejam de fato observados (*enforcement*), sendo que “a proteção a minoritários e credores depende fortemente da qualidade das informações disponíveis” (CARVALHO, 2007, p. 29).

No Brasil, a partir da década de 1990, os investidores institucionais, principalmente os fundos de pensão, passaram a buscar uma participação mais ativa nos conselhos de administração, adquirindo participação significativa em muitas companhias. Paralelamente, houve a internacionalização do mercado de capitais, com um número crescente de empresas que acessaram o mercado internacional por meio de *American Depositary Receipts* (ADRs); a abertura do sistema financeiro para instituições multinacionais; e o aumento da importância dos investidores estrangeiros no mercado acionário nacional, acarretando uma demanda crescente por melhorias nos padrões de governança corporativa (CARVALHO, 2007).

Entretanto, Da Silveira (2009) destaca que o mercado de capitais brasileiro ainda é caracterizado por companhias com altos níveis de concentração de propriedade, nas quais as decisões discricionárias estão concentradas nas mãos de alguns acionistas, com predominância de companhias de controle familiar, estatal, e/ou controle estrangeiro. A grande concentração de controle nas empresas e os desvios de direitos contribuem sobremaneira para a intensificação do problema de expropriação dos controladores sobre os fluxos de caixa da empresa e, conseqüentemente, sobre os acionistas minoritários (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005).

Apesar da grande concentração de ações ordinárias, a emissão de um grande percentual de ações sem direito a voto (preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais fazem com que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas. Essa situação proporciona aos mesmos muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, reduzindo os benefícios de se ter um grande acionista controlador (DA SILVEIRA, 2005).

Santiago-Castro e Brown (2007) analisaram as diferenças e similaridades entre as estruturas de propriedade de companhias do Brasil, Chile e México, com o objetivo principal de avaliar se há relação entre essas estruturas e a expropriação dos direitos dos acionistas

minoritários. No geral, os resultados obtidos pelos autores indicam que se o grupo que exerce o controle da companhia é uma família, o potencial de expropriação dos direitos é alto, porém menor no caso de propriedade por um grupo empresarial.

2.2.1 Reflexos para a Governança Corporativa

Tinaikar (2006) lembra que a concentração de poder de voto (separação entre propriedade e controle) nas empresas pode gerar reflexos na transparência, já que os acionistas controladores possuem fortes incentivos a evitar a divulgação de informações capazes de tornarem seus benefícios individuais visíveis aos interessados externos (*outsiders*). Becht (1997) exemplifica os efeitos da separação entre propriedade e controle em quatro cenários possíveis, destacados no Quadro 2.

Quadro 2 – Efeitos da Separação entre Propriedade e Controle

	PODER DE VOTO DISPERSO	PODER DE VOTO CONCENTRADO
P	I	II
R	Vantagens:	Vantagens:
O	- liquidez;	- monitoramento direto;
P	- possibilidade de diversificação de	- mais liquidez que na situação IV;
R	investidores;	- mais diversificação que na situação IV;
.	- mais baixo custo e capital.	- menor custo de capital que na situação IV;
D	Desvantagens:	Desvantagens:
I	- falta de monitoramento direto (problema de	- desalinhamento entre o direito ao fluxo de caixa e
S	<i>free-riding, “hands off” portfolio</i>	voto;
P	<i>investment</i>);	- provável conspiração entre executivos fracos e
E	- <i>takeovers</i> são possíveis, não agindo como	grandes controladores;
R	um substituto do monitoramento direto.	- fortes incentivos à expropriação de benefícios
S	Implicação à transparência:	privados pelos grandes controladores;
A	Positiva: executivos e proprietários dispersos	- não há <i>takeovers</i> .
	aumentam a transparência.	Implicação à transparência:
	“Poder nas mãos dos executivos”	Negativa: controladores e executivos são opostos à
		transparência.
		“Poder nas mãos dos acionistas controladores não
		majoritários”

Fonte: Becht (1997, p. 25).

Quadro 2 – Efeitos da Separação entre Propriedade e Controle (continuação)

	PODER DE VOTO DISPERSO	PODER DE VOTO CONCENTRADO
P R O P R . C O N C E N T R A D A	<p style="text-align: center;">III</p> <p>Vantagens: - alguma proteção é dispensada aos pequenos acionistas, devido à restrição de votos;</p> <p>Desvantagens: - desalinhamento entre o direito ao fluxo de caixa e voto; - não há monitoramento; - não há liquidez; - não há oportunidades de diversificação; - alto custo de capital; - restrição a <i>takeovers</i>.</p> <p style="text-align: center;">Implicação à transparência: Não foram identificadas desvantagens ou vantagens diretamente associáveis à transparência.</p> <p style="text-align: center;">“Poder nas mãos dos executivos”</p>	<p style="text-align: center;">IV</p> <p>Vantagens: - monitoramento direto; - alinhamento entre os direitos a fluxo de caixa e votos;</p> <p>Desvantagens: - pouca ou nenhuma liquidez - dificuldade de diversificação; - o acionista controlador deseja ser compensado através de benefícios privados, facilitando a expropriação; - alto custo de capital; - o monitoramento pode ser demasiadamente intenso, prejudicando a administração; - não há <i>takeovers</i>.</p> <p style="text-align: center;">Implicação à transparência: Negativa: grandes controladores se opõem à transparência.</p> <p style="text-align: center;">“Poder nas mãos dos acionistas majoritários”</p>

Fonte: Becht (1997, p. 25).

Conforme destacado no Quadro 2, a característica da estrutura de propriedade das empresas pode trazer diferentes implicações à transparência. A propriedade dispersa associada à concentração de poder de voto traz consequências negativas para a divulgação de informações, pois acionistas controladores e executivos podem se opor à transparência. De maneira semelhante, quando a concentração de poder de voto é acompanhada de concentração de propriedade, é possível que grandes acionistas controladores acarretem menores níveis de divulgação de informações.

Tinaikar (2006) também obteve evidências de que a separação entre os direitos de controle e de fluxos de caixa permite aos acionistas controladores utilizarem a remuneração executiva para a obtenção de benefícios particulares. O autor constatou também que as divergências de controle nas empresas conduzem as mesmas a manterem baixos níveis de transparência relacionada à remuneração executiva. No mesmo sentido, a estrutura de propriedade da empresa também pode gerar reflexos na efetividade do conselho de administração no desempenho de suas funções.

O Quadro 3, que trata das características da governança corporativa em economias desenvolvidas e nos países da América Latina, permite compreender as diferenças entre as duas realidades:

Quadro 3 - Problema de Agência: Economias Desenvolvidas Versus América Latina

Características	Economias Desenvolvidas	América Latina
Problema de agência	Propriedade e controle dispersos levam ao desalinhamento entre os objetivos dos gestores profissionais e acionistas dispersos.	Propriedade concentrada - geralmente uma família proeminente ou um grupo de negócios - designam membros da família ou associados como executivos de topo. Pode haver um desalinhamento entre os acionistas majoritários e minoritários.
Resultados dos problemas de agência	Estratégias que beneficiam os gestores entrincheirados, a custo dos acionistas, tal como a vadiagem (<i>shirking</i>), o excessivo consumo de <i>perquisites</i> , remuneração excessiva e projetos de estimação (<i>pet projects</i>).	Estratégias que beneficiam os acionistas majoritários a custo dos acionistas minoritários, tais como expropriação dos minoritários, nepotismo, e corrupção política.
Executivos	Os gestores profissionais, que geralmente escalaram cargos na empresa ou foram contratados após uma extensiva pesquisa de suas qualificações. Monitorados internamente pelo conselho de administração e externamente pelo mercado de controle corporativo.	Geralmente membros da família ou associados (por meio de relações entre grupos de negócios ou casamento). Monitorados prioritariamente por consenso familiar.
Conselho de Administração	Legitimado por instituições legais e sociais, com a obrigação fiduciária de salvaguardar os interesses dos acionistas.	Precisam estabelecer sua legitimidade institucional. São geralmente tidos como " <i>rubber stamp</i> " dos acionistas controladores e, portanto, ineficientes.
Propriedade	Dispersa. Uma propriedade de 5% a 20% já é considerada concentrada.	Concentrada. Geralmente pelo menos 50% da propriedade da empresa é concentrada nas mãos dos acionistas majoritários.
Proteção institucional aos acionistas minoritários	Uma série de restrições legais estabelecem um limite para o potencial de expropriação. Normas informais promovem a maximização da riqueza dos acionistas.	A proteção institucional é geralmente fraca ou corrupta. Normas informais geralmente garantem o interesse dos acionistas majoritários.

Fonte: Adaptado de Young et al. (2008); Santiago-Castro e Brown (2007).

De acordo com o salientado no Quadro 3, percebe-se que a concentração de propriedade acarreta diferentes problemas de agência e consequências derivadas dos mesmos. A existência de acionistas controladores compromete às funções do conselho de administração e, apoiado no fraco sistema de proteção legal, tal quadro intensifica o potencial de expropriação dos direitos dos acionistas minoritários (SANTIAGO-CASTRO; BROWN, 2007). Por isso, o conceito de representação de qualquer das partes interessadas não é adequado para a composição do conselho, uma vez que seus deveres estão relacionados à organização e, conseqüentemente, a todas as partes interessadas. Não deve estar, portanto, vinculado a nenhuma delas (IBGC, 2010, p. 31).

Refletindo as diferentes interações possíveis, Pound (1988) propõe três hipóteses para a análise do reflexo da interação entre a estrutura de propriedade da empresa e o conselho de administração, e conseqüente impacto sobre o valor da empresa:

- (a) *Efficient-Monitoring Hypothesis (EMH)* – hipótese do monitoramento eficiente;
- (b) *Conflict-of-Interest Hypothesis (CIH)* – hipótese do conflito de interesse; e
- (c) *Strategic-Alignment Hypothesis (SAH)* – hipótese do alinhamento estratégico.

De acordo com a hipótese do monitoramento eficiente formulada pelo autor, grandes investidores podem monitorar a administração a um custo mais baixo, comparativamente aos acionistas pequenos. Logo, essa hipótese prevê uma relação positiva entre a participação na propriedade e o valor da empresa.

Por outro lado, a hipótese do conflito de interesse prevê que, devido às outras relações de lucratividade com a empresa, os investidores podem ser coagidos a utilizar seu poder de voto em favor da administração da empresa. Especificamente, quando blocos de acionistas possuem outras relações de negócios atuais e potenciais com a empresa, são criados conflitos de interesses com suas obrigações fiduciárias com maior frequência, comparativamente a empresas com outras categorias de investidores.

Por fim, a hipótese de alinhamento estratégico sugere que os acionistas e os gestores podem encontrar vantagens recíprocas em trabalharem juntos. Essa cooperação pode comprometer a função de monitoramento desses investidores sobre a gestão. A riqueza da empresa pode ser expropriada em função do alinhamento de interesses dos *insiders*, por exemplo, por meio da criação de cláusulas abusivas de transações intra-grupos, entre outros. Em muitas situações, tais abusos podem não ser facilmente verificáveis e, portanto, difíceis de serem provados em juízo pelos acionistas externos. Conseqüentemente, as duas últimas hipóteses formuladas por Pound (1998) preveem uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o valor da empresa.

Schiehl e Santos (2004) ao pesquisarem a estrutura de propriedade e a composição dos conselhos de administração em companhias abertas brasileiras obtiveram evidências de que na ausência de um acionista controlador na estrutura de propriedade da empresa, a proporção de membros externos no conselho de administração da empresa é maior, consistente com o argumento de que a independência do conselho com relação à administração da empresa é inversamente relacionada à concentração de propriedade, e que nestas o conselho de administração tende a ser menor.

Dessa forma, não se pode esperar que em empresas de propriedade concentrada, como no Brasil, os conselhos de administração tenham a mesma influência na composição da

remuneração dos executivos, comparativamente a uma empresa com estrutura de propriedade difusa, uma vez que a independência desse órgão (se mensurada de acordo com os parâmetros geralmente utilizados) pode não se refletir em efetividade no desempenho de suas funções. Ao contrário de um conselho de administração que prioriza o monitoramento, e no qual a experiência dos conselheiros e a dualidade são aspectos considerados importantes, a concentração de propriedade pode incentivar o uso dos recursos em benefício dos conselheiros, a estrutura unitária de liderança, e a composição de um conselho com grande número de membros (DESENDER, 2009).

2.3 TRANSPARÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA

A ligação entre governança corporativa e transparência parece ser clara na percepção dos órgãos reguladores e do público em geral: a transparência é aumentada com o propósito de melhorar a governança (HERMALIN; WEISBACH, 2007). Logo, “a transparência com que as empresas disponibilizam informações ao mercado tem sido reconhecida como um dos principais pilares das boas práticas de governança” (SILVA; MAGALHÃES FILHO, 2005, p. 2). Essa comunicação “não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas deve contemplar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor” (IBGC, 2010, p. 19). Dantas et al. (2005) argumentam que transparência não significa apenas divulgar, mas divulgar com qualidade, oportunidade e clareza.

O objetivo maior de se melhorar a transparência é reduzir a assimetria entre os usuários interessados nas informações da companhia. A assimetria de informação é um problema causado por informação incompleta, em que nem todos os fatos são conhecidos por ambas as partes e assim certas consequências não são consideradas (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007). Ela é criada quando o agente tem maior conhecimento especializado que o principal, relativamente ao desempenho da tarefa, ou quando o agente dispõe de informações que não estão disponíveis para o principal (ROTH; O’DoNNELL, 1996).

Todavia, não há uma resposta para a questão de quais informações devem ser divulgadas pela empresa. A falta de consenso entre os autores reflete o constante estado de evolução da pesquisa em economia, finanças e contabilidade, e em outras disciplinas como

psicologia e política. Tal evolução constante significa dizer que, com base nas pesquisas atuais, muito a respeito de evidenciação pode ser afirmado com segurança, mas grande parte do consenso sobre aquilo que deve ser divulgado é intuitivo, ou seja, não possui evidência sólida (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007).

É conhecido que o nível de divulgação das informações depende de diversos fatores, alguns externos à empresa, podendo-se destacar o ambiente; o grau de exigência dos usuários; informações advindas de setores da sociedade e de seus próprios pares; divulgação de dados econômicos da população e de diversos setores do governo (arrecadação, investimentos), e a existência de um mercado de capitais estruturado (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006). Além disso, a fixação do nível apropriado de divulgação depende, em termos ideais, do nível de bem estar social decorrente dessa divulgação. Na ausência de uma teoria ética permitindo a mensuração do bem-estar social, as autoridades são forçadas a apoiarem-se em critérios como relevância e precisão (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007).

O argumento maior para o aumento no nível de evidenciação de informações pelas empresas tem sido o de que tais informações são capazes de causar uma repercussão positiva no mercado de valores mobiliários (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006), principalmente o de redução do custo do capital e custo do capital próprio, sendo que tal benefício já foi constatado por uma série de estudos empíricos (HEALY; PAPELU; HULTON, 1998; BOTOSAN, 1995; HAIL, 2002), inclusive no caso das companhias abertas brasileiras (LIMA, 2007; ALENCAR, 2007).

Ao mesmo tempo, acredita-se que a apresentação de detalhes sem importância pode ocultar a informação relevante e dificultar a interpretação (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007). Corroborando com essa ideia, Dantas et al. (2005) afirmam ser tão prejudicial ocultar ou fornecer informação demasiadamente resumida, quanto fornecer informação em excesso, de maneira que a divulgação de informações deve estar diretamente relacionada aos conceitos de relevância e de materialidade da informação, que definem os limites e a abrangência do que deve ser divulgado. Além disso, devem ser considerados os custos diretos e indiretos da geração e disseminação das informações, que não devem exceder os benefícios de sua produção.

Os estudiosos em regulamentação estão constantemente à procura de mais transparência, pois acreditam que informações são necessárias para que os mercados funcionem corretamente. Contudo, Larrain e Calado (2010) questionam: é possível definir o que seria “informação suficiente”?

Esse questionamento move o debate em torno do uso da regulação como instrumento

de garantia de transparência junto ao mercado de capitais. Afinal, qual deve ser o nível adequado de transparência exigido por meio de legislação? Como identificar até que ponto essa transparência é capaz de gerar benefícios ao mercado de capitais e a companhia, respectivamente? É possível garantir a transparência na divulgação de informações, sem que a relação custo-benefício para a empresa seja negativa?

2.3.1 Divulgação Voluntária e Compulsória

A teoria sobre transparência indica que a divulgação de informações pelas companhias é um construto complexo, aberto a uma variedade de interpretações. As mudanças ocorridas no ambiente de negócios têm exigido reavaliações tanto sobre a natureza quanto ao conteúdo dos relatórios divulgados pelas empresas, gerando polêmicas entre os usuários desses relatórios e os diferentes organismos reguladores. O principal impulsionador dessas polêmicas é a necessidade inerente aos usuários de compreensão das diferenças existentes entre o valor contábil e de mercado de um empreendimento (ADINA; ION, 2008).

Enquanto, por um lado, há uma demanda crescente por informações por parte dos usuários externos, há também, historicamente, uma relutância por parte das empresas em aumentar seu grau de transparência, passando a evidenciar mais informações de caráter voluntário. Tal relutância tem se baseado, entre outros, no argumento de que a divulgação poderá ajudar aos concorrentes, em prejuízo dos acionistas; que os investidores não são capazes de compreender as políticas e procedimentos contábeis e, portanto, a divulgação completa apenas os confundiria, em vez de auxiliar; que pode haver outras fontes de informação disponíveis, a custos mais baixos, do que se essas informações fossem fornecidas pela empresa em suas demonstrações financeiras; e que a maior transparência poderia não gerar resultados, já que há falta de conhecimento, por parte das empresas, sobre as reais necessidades dos investidores (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007).

Tamanha relutância não apenas impacta na quantidade de informações voluntariamente divulgadas ao mercado, como também afeta a credibilidade daquelas que são disponibilizadas. Conforme destacam Yamamoto e Salotti (2006), há entre a divulgação de natureza voluntária e compulsória uma relação de utilidade para fins de avaliação versus confiabilidade. Enquanto os relatórios financeiros obrigatórios são pouco úteis para fins de

avaliação de empresas, devido aos ruídos e sinais tardios das informações relevantes, a informação voluntária pode possuir maior relevância para fins de avaliação, mas sua credibilidade só pode ser medida por meio das informações compulsoriamente divulgadas pela companhia.

Dessa forma, o regime de divulgação que dá suporte à eficiência do mercado é aquele que ignora a informação compulsória para fins de avaliação, mas a considera quando da análise da confiabilidade das informações voluntárias (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006). Nesse sentido, pode-se questionar se os benefícios potenciais advindos do aumento da transparência são suficientes para justificar a existência de divulgação de natureza obrigatória, ainda que os órgãos reguladores estejam convencidos de que tais benefícios excedem os custos relacionados. Isso porque, conforme destacam Leuz e Wysocki (2006), se existem tais benefícios, as empresas possuem incentivos para divulgar voluntariamente, não sendo claro, portanto, a necessidade de regulação neste sentido. Supondo mercados que funcionem de maneira eficiente, as empresas seriam capazes de avaliar corretamente a relação custo-benefício da divulgação e, nesse caso, estariam melhor informadas do que os órgãos reguladores sobre essa relação.

O fato é que certos custos indiretos potenciais da transparência (tais como os custos de propriedade e de litígio) não são tão facilmente mensuráveis como os custos diretos de produção e disseminação da informação. Considerando um mercado com atores racionais, com a falta de padronização quanto ao nível de transparência e potencial comportamento oportunista das partes, o principal pode decidir por evidenciar apenas informações que o beneficiem. É nesse contexto que têm se justificado a regulamentação, fundamentalmente com base na ideia de que o mercado não possui a capacidade de oferecer um nível adequado de informações aos usuários (VICTOR et al., 2010).

2.3.2 Transparência da Remuneração Executiva

Dados os benefícios e custos associados à transparência, os defensores da divulgação obrigatória de informações sobre a remuneração dos executivos esperam que com isso os custos de monitoramento pelos acionistas e os custos de agência relacionados à remuneração possam ser minimizados (BAHAR, 2005). A adequada divulgação de informações sobre a

remuneração executiva também é amplamente reconhecida como o eixo da regulamentação eficaz dessa remuneração e das boas práticas de governança (HILL, 1997). Além disso, como ressaltam Jensen e Murphy (1990), essa transparência salvaguarda o patrimônio da empresa em possíveis casos de conluio entre gestores e conselheiros.

No que se refere a esse tipo de comportamento, o mercado de controle corporativo pode penalizar conselhos de administração que permitem pacotes de remuneração considerados acima do normal (BEBCHUK; FRIED, 2004). Tal argumento é consistente com a visão de Agrawal e Knoeber (1996) de que determinados mecanismos de governança podem agir como substitutos uns dos outros. Ou seja, nas vezes em que o conselho de administração falhar em sua tarefa de disciplinar os gestores, considerando nesse contexto o pagamento de remuneração não condizente com o desempenho da empresa e do gestor em particular, outros mecanismos agirão no sentido de impor tal disciplina.

O mercado de trabalho para os executivos também pode motivar os gestores a preservar sua reputação junto aos empregadores, melhorando seu desempenho. Além disso, o risco de demissão do executivo como consequência do mercado de controle corporativo, pode exercer grande disciplina aos gestores de baixo desempenho (AGRAWAL; KNOEBER, 1996). Mesmo assim, o papel exercido pelos mercados está longe de ser um mecanismo eficiente e permite substanciais desvios dos resultados obtidos mediante a atuação independente e descomprometida do conselho de administração (*arm's-length bargaining*) (BEBCHUK; FRIED, 2004). Além disso, no Brasil, o mercado de controle corporativo é praticamente inexistente.

Bebchuk e Fried (2003) destacam que a abordagem da remuneração executiva como mecanismo de controle baseia-se nos pressupostos da abordagem da contratação ótima, teoria que pressupõe que o conselho pode utilizar a remuneração como um mecanismo de incentivo para os gestores, ao menor custo possível para o acionista, originando o contrato ótimo de remuneração. Porém, segundo os autores, há uma visão alternativa, que considera a remuneração não apenas como um mecanismo de controle, mas também como parte do problema de agência em si, conhecida como *managerial power approach* (abordagem do poder gerencial). A ideia principal dessa teoria é que o CEO possui um forte controle sobre o conselho de administração, que inclui o poder de fixar uma larga proporção de sua própria remuneração.

Conforme evidenciado por Bebchuk e Fried (2004, p.5), um importante bloco de sustentação da *managerial power approach* é a existência dos chamados *outrage costs*. Ou seja, quando o conselho aprova um pacote de remuneração favorável aos gestores, a extensão

com a qual esses conselheiros e executivos suportam custos econômicos e sociais dependerá de como o pacote for percebido pelos *outsiders*. Caso essa percepção seja negativa, pode levar a: (a) reduzir a vontade dos acionistas de resistir a tomadas de aquisição hostis; (b) levar os acionistas a pressionar os gestores e conselheiros; e (c) manchar a reputação dos gestores e conselheiros. Por essas razões, quanto mais negativo for o impacto que se espera gerar pela divulgação de determinado pacote de remuneração, mais relutantes serão os conselheiros em aprová-lo e mais hesitantes serão os gestores em propor o mesmo como primeira opção.

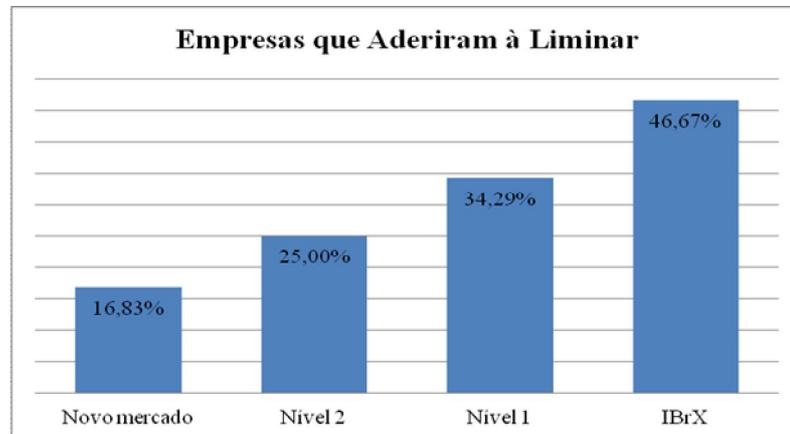
Tal quadro torna explícito o papel do *feedback* social na fixação da remuneração executiva. O mercado de trabalho para executivos é influenciado por muitos fatores, incluindo o senso de adição de valor e merecimento social. Ele evidencia que, embora muitos executivos queiram sempre mais, poucos querem parecer gananciosos ou enganadores perante a sociedade. Por isso, o *accountability* promovido às partes interessadas ajuda a criar um senso da remuneração apropriada (BEBCHUK; FRIED, 2004).

Os autores ainda ressaltam que o papel crítico da percepção dos *outsiders* e a significância dos *outrage costs* explicam a importância de outro componente da *Managerial Power Approach*: a camuflagem (*camouflage*). O desejo de minimizar os *outrage costs* dá aos responsáveis pela remuneração um forte incentivo para tentar obscurecer e legitimar – ou, mais genericamente, camuflar – tanto o nível da remuneração dos executivos quanto a sua insensibilidade ao desempenho. Além de permitir que os executivos obtenham benefícios à custa dos acionistas, a camuflagem pode levar à adoção de estruturas ineficientes de remuneração, que prejudicam tanto os benefícios dos gestores quanto o desempenho da companhia, impondo custos muito maiores aos acionistas.

Nesse sentido, a divulgação obrigatória de informações torna mais difícil camuflar o nível e PPS da remuneração executiva. Questiona-se, portanto, se no caso brasileiro essa seria a verdadeira razão da tentativa de algumas empresas, apoiadas pela liminar do IBEF-RJ, não divulgarem os valores mínimos e máximos da remuneração dos órgãos de administração. De acordo com a pesquisa realizada pelo IBGC, as companhias listadas nos segmentos mais altos de governança, das quais se espera maior comprometimento com transparência - as empresas do Novo Mercado - foram, proporcionalmente, as que menos se valeram da liminar, enquanto as empresas integrantes do IBrX não listadas nos segmentos diferenciados foram as que mais lançaram mão deste instrumento legal para não divulgar as informações requeridas pela CVM (IBGC, 2011). Isso indica que a não divulgação das informações pode estar sendo incentivada por conflitos de interesse, e não por questões relacionadas à segurança dos executivos, principal argumento utilizado pelas empresas que utilizaram a liminar. A Figura 4 destaca

essa distribuição.

Figura 4 – Distribuição das Empresas que Utilizaram a Liminar



Fonte: Remuneração dos Administradores - IBGC (2011, p. 36).

Segundo pesquisa realizada pelo IBGC, a partir das informações divulgadas pelas companhias abertas em 2012, constatou-se que algumas companhias abriram mão do uso da liminar do IBEF-RJ, e passaram a divulgar a seção 13.11 do Formulário de Referência, o que reflete no percentual menor de uso da liminar em relação ao estudo anterior. Em 2012, 18,65% das empresas fizeram uso da liminar, contra 24% em 2011. Contudo, a mesma pesquisa aponta que ainda há resistência na divulgação da remuneração Máxima, Média e Mínima, o que prejudica a transparência, e que as companhias que se valeram da liminar apresentaram salários maiores em todos os órgãos comparativamente à amostra utilizada.

Tão ou mais preocupante do que a omissão de algumas empresas quanto à divulgação das informações sobre a remuneração no ano de 2011 e dos erros de preenchimento, foram os dados curiosos apresentados por algumas das empresas.

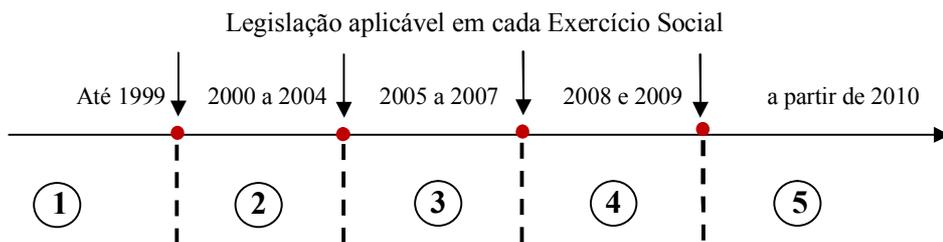
Uma análise qualitativa das primeiras informações divulgadas em detrimento da nova legislação, realizada pela revista *Capital Aberto* (TANOUE, 2010), destacou companhias nas quais o comitê executivo é mais bem remunerado do que toda a diretoria; diferenças significativas entre salários de executivos que ocupam cargos idênticos; membros cujas remunerações individuais representavam bem mais da metade da remuneração global oferecida aos demais administradores; planos de remuneração por meio de opções de ações com períodos de *vesting* demasiadamente curtos, e até mesmo casos que indicam a possibilidade de distribuição disfarçada de dividendos para controladores e membros do

conselho de administração.

2.4 REGULAMENTAÇÃO BRASILEIRA SOBRE A TRANSPARÊNCIA DA REMUNERAÇÃO

A legislação que trata da divulgação da remuneração executiva no Brasil vem sofrendo uma série de alterações ao longo da última década. A Figura 5 ilustra a linha do tempo, destacando a legislação vigente em cada exercício social de 1999 até o início de 2009, relativa à transparência da remuneração executiva, assim discriminada:

Figura 5 – Linha do Tempo da Legislação sobre a Transparência da Remuneração Executiva no Brasil.



Fonte: Elaborado pela autora.

Até 1999 - É possível dizer que disposições regulamentares sobre a divulgação de informações relativas à remuneração executiva no Brasil, anteriormente ao ano de 2000, eram praticamente inexistentes. Também não havia legislação específica regulando a divulgação de informações sobre os Planos de Opções de Ações. Apenas o Parecer de Orientação CVM nº 04/79 estabelecia a obrigatoriedade de discriminar as participações de debêntures, empregados, administradores e partes beneficiárias, e as contribuições para instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados, tal como expressamente previsto no artigo 187, inciso VI, da Lei 6.404/76. A referida Lei dispõe em seu artigo 152, § 1º, seus limites máximos, se fazendo necessária a divulgação do montante da remuneração paga aos administradores na demonstração do resultado do exercício. Também o Parecer de Orientação CVM nº 24/92 consolidou as informações que deveriam ser divulgadas pelas companhias abertas em notas explicativas, estabelecendo que o montante da remuneração dos

administradores deveria ser divulgado na própria demonstração do resultado ou em nota explicativa em obediência ao Parecer de Orientação CVM nº 4/79.

De 2000 a 2004 - Norma de Procedimento de Contabilidade nº 26 do Instituto de Auditores Independentes do Brasil (IBRACON), aprovado pela Deliberação CVM Nº 371, de 13 de dezembro de 2000.

2005 a 2007 - Ofícios Circulares CVM/SNC/SEP nº 01/2004, de 19 de janeiro de 2004; 01/2005, de 25 de fevereiro de 2005; 01/2006, de 22 de fevereiro de 2006 e 01/2007 de 14 de fevereiro de 2007.

2008 e 2009 - Lei 11.638/07 e Pronunciamento Contábil CPC – 10/08: Pagamento Baseado em Ações.

2010 - Instrução Normativa CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

As regulamentações elencadas de 2 a 5 são abordadas no decorrer desta seção.

2.4.1 2000 – 2004: Norma de Procedimento de Contabilidade nº 26 do Ibracon

O objetivo da Norma de Procedimento de Contabilidade nº 26 do Instituto de Auditores Independentes do Brasil (IBRACON), aprovado pela Deliberação CVM Nº 371, de 13 de dezembro de 2000, foi estabelecer quando e de que forma o custo para proporcionar benefícios a empregados deve ser reconhecido pela Entidade empregadora/patrocinadora, assim como as informações que deveriam ser divulgadas nas demonstrações contábeis dessa entidade. Este pronunciamento não tratava da contabilização de benefícios em ações ou de outros instrumentos financeiros equivalentes, requerendo, todavia, divulgação sobre os benefícios em ações.

Segundo a Deliberação CVM nº 371, de 31 de dezembro de 2000, deveriam ser divulgadas as seguintes informações nas demonstrações contábeis:

- A natureza e as condições dos planos de remuneração em ações;
- A política contábil adotada; e
- A quantidade e o valor pelo qual as ações foram emitidas.

Os benefícios de remuneração em ações incluem: **a.** Ações, opções em ações e outros títulos de participações emitidos a favor de empregados; e **b.** Pagamentos futuros a empregados que dependem do valor de mercado das ações da Entidade.

2.4.2 2005 – 2007: Ofícios Circulares CVM/SNC/SEP nº 01/2004 a 01/2007

Os Ofícios Circulares aqui referenciados são os de números 01/2004, de 19 de janeiro de 2004; 01/2005, de 25 de fevereiro de 2005; 01/2006, de 22 de fevereiro de 2006 e 01/2007 de 14 de fevereiro de 2007. Os Ofícios emitidos pela área técnica da CVM têm como objetivo principal divulgar os problemas centrais e esclarecer dúvidas sobre a aplicação das normas de contabilidade pelas companhias abertas e das normas relativas aos auditores independentes. Buscam também incentivar a adoção de novos procedimentos e divulgações, bem como antecipar futura regulamentação por parte da CVM e, em alguns casos, esclarecer questões relacionadas às normas internacionais emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB).

Houve a introdução dos aspectos relacionados à contabilização e divulgação dos contratos de remuneração por opções, no item 21 - Remuneração por ações, do Ofício-Circular 01/2004. A partir de então, os Ofícios-Circulares posteriores substituíram os precedentes, abordando a questão em seus Itens 25, mas não houve mudança significativa em seu conteúdo.

Era do entendimento da área técnica da CVM que as companhias deveriam reconhecer contabilmente as despesas referentes à concessão de ações como forma de remunerar os empregados utilizando-se de método de precificação adequado. No entanto, não havia ainda determinação expressa nesse sentido, de maneira que as companhias abertas deveriam apenas divulgar em nota explicativa qual seria o montante do resultado do período e do patrimônio líquido, caso essa contabilização tivesse sido feita.

Os ofícios lembravam também do Pronunciamento 26 do Ibracon, e esclareciam que para cumprir os objetivos de divulgação, e atender ao artigo 176 da lei societária que prevê a divulgação das opções de compra de ações outorgadas e exercidas no exercício social, a companhia deve divulgar em Nota Explicativa (NE) às demonstrações contábeis e no formulário Informações Trimestrais (ITR) as seguintes informações relativas aos ESOP, sempre comparativamente aos respectivos períodos anteriores:

I – a existência de Planos de Opções, com a descrição de sua natureza e condições (incluindo condições de elegibilidade por parte dos beneficiários);

II – a quantidade, descrição da natureza e condições (incluindo, quando aplicável, direitos a dividendos, voto, conversão, datas de exercício e expiração) e montante de opções outorgadas, exercidas e expiradas, se for o caso, detidas por cada grupo de beneficiários, incluindo o seu preço de exercício ou, se for o caso, a forma de cálculo para obtê-lo. A medida da elegibilidade dos beneficiários ao exercício do direito deve ser indicada (por exemplo, o prazo decorrido desde a data da outorga da opção em relação ao prazo total até que o beneficiário possa exercer a opção);

III – o percentual de diluição de participação a que eventualmente serão submetidos os atuais acionistas em caso de exercício de todas as opções a serem outorgadas;

IV – quanto às opções exercidas, descrição das ações entregues, em quantidade, classe e espécie, e o preço total e unitário de exercício relativamente a cada uma das classes e espécies e o respectivo valor de mercado nas respectivas datas;

V – as datas ou períodos em que poderão ser exercidas opções pelos beneficiários e eventuais datas de expiração;

VI – descrição das eventuais negociações envolvendo ações em tesouraria para efetuar o resgate das opções, indicando a quantidade de ações, por classe e espécie, bem como o valor recebido pela companhia; e

VII – o efeito na Demonstração do Resultado do Exercício e no Patrimônio Líquido, caso essa contabilização tivesse sido feita.

Os Ofícios-Circulares constituem esclarecimentos e guias para a divulgação de informações, sendo emitidos entre dezembro e fevereiro e válidos para as próximas informações a serem divulgadas pelas companhias, de acordo com a legislação. Cabe ressaltar que os ofícios em questão caracterizavam-se por serem de natureza facultativa. No mesmo sentido, até o exercício social findo em 31/12/2007, nenhuma legislação foi aprovada no sentido de promover qualquer tipo de melhoria na transparência dos demais componentes da remuneração executiva.

2.4.3 2008 e 2010: Lei 11.638/07 e Pronunciamento Técnico CPC – 10/2008

Com a promulgação da Lei nº 11.638/07, que alterou, revogou e introduziu novos dispositivos à Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976),

notadamente em relação ao capítulo XV que trata de matéria contábil, que teve origem no Projeto de Lei nº 3.741/2000, de iniciativa da CVM junto ao Executivo, foram eliminadas algumas barreiras regulatórias que impediam a inserção total das companhias abertas no processo de convergência contábil internacional. Em resumo, até a promulgação desta Lei, a CVM não possuía autorização expressa em Lei para regular matérias contábeis. Isso explica porque, apesar da aprovação da Norma 26 do IBRACON pela CVM e recomendações em Ofícios-Circulares posteriores, grande parte das Companhias Abertas não divulgavam informações a respeito de seus planos de opções de ações.

A Lei representou um grande avanço no processo de convergência das demonstrações contábeis aos padrões internacionais de contabilidade. No mesmo sentido, pela Resolução do Conselho Federal de Contabilidade, CFC nº 1.055/2005 foi também criado o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, a partir da comunhão de objetivos das seguintes entidades:

- Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA);
- Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC NACIONAL);
- Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa);
- Conselho Federal de Contabilidade (CFC);
- Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI);
- Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON).

O CPC foi estabelecido em função das necessidades de: (1) convergência internacional das normas contábeis (redução de custo de elaboração de relatórios contábeis, redução de riscos e custo nas análises e decisões, redução de custo de capital); (2) centralização na emissão de normas dessa natureza; (3) representação e processo democráticos na produção dessas informações (produtores da informação contábil, auditor, usuário, intermediário, academia, governo) (CPC, 2013).

O objetivo do Pronunciamento Contábil CPC – 10/08: Pagamento Baseado em Ações – é estabelecer procedimentos para o reconhecimento e divulgação, nas demonstrações contábeis, das transações com pagamento baseado em ações realizadas pela entidade. Especificamente, exige-se que os efeitos das transações de pagamentos baseados em ações estejam refletidos no resultado e no balanço patrimonial da entidade, incluindo despesas associadas com transações nas quais opções de ações são outorgadas a empregados (CPC 10, 2008).

Esse Pronunciamento Técnico foi aprovado pela Deliberação CVM no. 562/08, pela Circular da Superintendência de Seguros Privados - SUSEP 379/08 e pela Resolução CFC no.

1.149/09; para as companhias abertas e entidades reguladas pela SUSEP, sendo vigente a partir das demonstrações contábeis do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2008, publicadas em 2009. Em casos raros, nos quais era impraticável essa contabilização, as entidades deveriam divulgar, de maneira totalmente justificada, os motivos dessa impossibilidade.

Esse representou o maior avanço em termos de divulgação de informações sobre a remuneração executiva já visto no Brasil, mas até aquele momento, apenas os planos de opções de ações eram compreendidos neste pronunciamento, de maneira que os demais componentes fixos e variáveis da remuneração ainda não eram de divulgação obrigatória.

2.4.4 A partir de 2010: IN CVM nº 480, 7 de dezembro de 2009

Também como parte integrante do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade, o objetivo da IN 480 era dispor sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados. Dentre as informações periódicas de envio obrigatório, a instrução estabeleceu o Formulário de Referência, que deve ser enviado anualmente, em até cinco meses contados da data de encerramento do exercício social.

Construída a partir de um longo e intenso debate com o mercado de capitais em processo de Audiência Pública, o texto final da IN buscou agrupar em um único documento informações relevantes sobre o emissor de valores mobiliários. A IN 480 é de caráter obrigatório para todas as companhias emissoras de valores mobiliários admitidos para a negociação no mercado de capitais regulamentado. Essa legislação entrou em vigor em 1º de janeiro de 2010, sendo obrigatória, portanto, para as informações divulgadas a partir de então.

As informações de divulgação obrigatória relativas à remuneração executiva estão previstas em seu item 13, sendo que os itens 13.4 a 13.9 estabelecem a divulgação de informações detalhadas relativas aos planos de remuneração baseada em ações do conselho de administração e da diretoria estatutária, em vigor no último exercício social e previsto para o exercício social corrente.

Um resumo das informações requeridas pelo item 13 do formulário de referência é fornecido no Quadro 4:

Quadro 4 – Informações Sobre a Remuneração Executiva a Serem Divulgadas

Item	Descrição
13.1	Descrever a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração.
13.2	Elaborar tabela em relação à remuneração reconhecida no resultado dos 3 últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal.
13.3	Elaborar tabela em relação à remuneração variável dos 3 últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal.
13.4 a 13.9	Fornecer informações detalhadas relativas aos planos de remuneração baseado em ações do conselho de administração e da diretoria estatutária, em vigor no último exercício social e previsto para o exercício social corrente.
13.10	Elaborar tabela contendo informações sobre os planos de previdência em vigor conferidos aos membros do conselho de administração e aos diretores estatutários.
13.11	Elaborar tabela, indicando, para os 3 últimos exercícios sociais, em relação ao conselho de administração, à diretoria estatutária e ao conselho fiscal: a) órgão; b) número de membros; c) valor da maior remuneração individual; d) valor da menor remuneração individual; e) valor médio da remuneração individual.
13.12	Descrever arranjos contratuais, apólices de seguros ou outros instrumentos que estruturam mecanismos de remuneração ou indenização para os administradores em caso de destituição do cargo ou de aposentadoria, indicando quais as consequências financeiras para o emissor
13.13	Em relação aos 3 últimos exercícios sociais, indicar o percentual da remuneração total de cada órgão reconhecida no resultado do emissor referente a membros do conselho de administração, da diretoria estatutária ou do conselho fiscal que sejam partes relacionadas aos controladores, diretos ou indiretos, conforme definido pelas regras contábeis que tratam desse assunto.
13.14	Em relação aos 3 últimos exercícios sociais, indicar os valores reconhecidos no resultado do emissor como remuneração de membros do conselho de administração, da diretoria estatutária ou do conselho fiscal, agrupados por órgão, por qualquer razão que não a função que ocupam, como por exemplo, comissões e serviços de consultoria ou assessoria prestados.
13.15	Em relação aos 3 últimos exercícios sociais, indicar os valores reconhecidos no resultado de controladores, diretos ou indiretos, de sociedades sob controle comum e de controladas do emissor, como remuneração de membros do conselho de administração, da diretoria estatutária ou do conselho fiscal do emissor, agrupados por órgão, especificando a que título tais valores foram atribuídos a tais indivíduos.
13.16	Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.

Fonte: Item 13 do Formulário de Referência, Apêndice 24, Instrução Normativa CVM 480/2009.

Em função da discussão jurídica estabelecida em torno do item 13 do Formulário de Referência, Chaves (2010) acredita que o modelo de divulgação que se objetiva instituir pela IN 480 ainda não está implantado em sua plenitude no Brasil, mas o conjunto de informações hoje disponibilizadas para os investidores é mais amplo, e está em sintonia com as práticas recomendadas em outros países, especialmente naqueles pioneiros no tema “governança corporativa”.

3 CONSTRUÇÃO DAS HIPÓTESES DE ESTUDO

Pretende-se mensurar o impacto da introdução da divulgação compulsória de informações – por meio da regulamentação destacada na seção 2.4 – sobre a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho, à luz das características de governança das empresas. Dessa forma, inicia-se esta seção descrevendo os impactos potenciais da transparência sobre a sensibilidade da remuneração executiva e, em seguida, procura-se explicar o efeito complementariedade e substituição dos mecanismos de governança corporativa, discorrendo sobre a influência da estrutura de propriedade e conselho de administração da empresa nesse processo.

3.1 EFEITO DA TRANSPARÊNCIA SOBRE A SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA

Com base na premissa de que os fatores institucionais são capazes de afetar as decisões de contrato nas corporações, espera-se também que possam exercer efeitos sobre a estrutura de remuneração executiva das companhias (BRYAN, NASH, PATEL, 2010).

Uma vez que o principal busca estabelecer a remuneração do agente como uma função positiva do desempenho observado, a intensidade da relação *pay-performance* aumentará quanto mais forte for a relação entre as ações do agente e o desempenho sinalizado. Se o principal puder estimar com maior acurácia as ações não observáveis do agente, a partir do sinal de desempenho observável, então o principal tentará atrelar de maneira mais clara a remuneração ao desempenho do mesmo (DE FRANCO; HOPE; LAROCQUE, 2011).

O mecanismo que permeia a ideia de que a transparência na divulgação de informações, como um todo, aumenta a sensibilidade da remuneração ao desempenho pode atuar de três formas diferentes. Conforme explicam De Franco, Hope e Larocque (2011), primeiro, os modelos teóricos usualmente assumem que o principal conhece a função específica existente entre as ações do agente e o desempenho da empresa, e que as ações do agente estão limitadas a uma única dimensão (por exemplo, esforço). Porém, na prática, a

verdadeira função entre o desempenho e as ações do agente é complexa, e não pode ser conhecida com precisão. O erro entre a função esperada e a verdadeira representa uma fonte adicional de ruído na relação entre as ações do agente e o desempenho da empresa. A maior transparência permitiria a estimação mais acurada desta relação. Segundo, o aumento da transparência facilita filtrar o ruído no desempenho sinalizado causado por fatores não relacionados às ações do agente. Terceiro, a transparência potencialmente melhora a precisão do desempenho sinalizado.

Já no que se refere especificamente ao efeito da transparência da remuneração executiva sobre a sensibilidade dessa remuneração ao desempenho, a melhoria nos contratos de remuneração pelo aumento da transparência destes contratos poderia ser explicada pela redução de quatro fontes de fricção entre gestores e proprietários, destacadas por Lo (2003). Em primeiro lugar, há custos de agência associados aos contratos indiretos entre proprietários e gestores, que se dão por meio do conselho de administração. Ainda que a propriedade de ações, a obrigação legal, e a reputação do conselho de administração ajudem a alinhar seus interesses com aqueles dos acionistas, esses são apenas fatores mitigadores que reduzem, mas não eliminam as diferenças de interesses entre os dois grupos. Portanto, a descrição e a divulgação das medidas de desempenho utilizadas para remunerar os gestores podem reduzir as diferenças de incentivo, ao encorajar o conselho de administração (ou comitê de remuneração) a participar mais ativamente do processo de estabelecimento dos contratos.

Segundo, pode haver assimetria entre as informações disponíveis ao conselho de administração e aos gestores. É razoável assumir que os gestores possuem incentivos para se manterem informados (por exemplo, por meio de consultores) a fim de negociarem seus próprios contratos de remuneração. Já os benefícios pessoais que os conselheiros possuem em se manterem informados podem ser bem menores. As exigências de divulgação de informações podem encorajar o conselho a reduzir essa assimetria de informação, a fim de justificar as políticas de remuneração junto aos acionistas (LO, 2003).

Terceiro, pode haver conluio entre o conselho e os gestores, resultante de relações existentes entre os membros. A divulgação de informações relativas a esses relacionamentos pode desencorajar a formação de conluio. Por fim (quarto), a disseminação de informações de baixa qualidade para os acionistas dificulta sua capacidade de monitorar tanto o conselho quanto os gestores. Particularmente, quando a propriedade é difusa, a relação custo-benefício de se obter informações sobre a remuneração executiva para cada um dos acionistas não é vantajosa. A padronização e o aumento das informações disponibilizadas são capazes de tornar menos oneroso esse processo, fazendo com que os acionistas tornem-se mais propensos

a se manifestarem nos casos em que as práticas de remuneração lhes pareçam sub-ótimas (LO, 2003).

Inicialmente, esse último argumento parece ser o que melhor explicaria o efeito esperado da divulgação compulsória de informações sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho no caso brasileiro. O aumento uniforme (obrigatório para todas as companhias abertas) no nível de informações divulgadas aos usuários externos permitiria aos acionistas o monitoramento dessa remuneração e, cientes de tal efeito, as companhias passariam a buscar pacotes mais atrelados ao desempenho e dessa forma, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Com o advento da divulgação obrigatória de informações, houve aumento na sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho da empresa.

Conforme se observa, esse argumento faz surgir uma questão fundamental, que ajuda a esclarecer o impacto da divulgação compulsória de tais informações: se a evidenciação pode mitigar as fricções de contrato e aumentar o valor da firma, por que as empresas não divulgavam tais informações voluntariamente? Ou seja, se a evidenciação sinaliza melhores contratos de incentivo, as empresas divulgariam mais para se distinguirem das demais e aumentarem o preço de suas ações e, logo, a introdução da divulgação obrigatória não traria impacto algum na sensibilidade da remuneração ao desempenho.

Para Lo (2003), há duas razões principais para que as empresas não divulguem informações acima daquilo exigido por lei. Evidenciar mais informações pode acarretar em custos adicionais para a empresa ou para os executivos que determinam a política de divulgação dessas informações. Se todas as empresas divulgam a mesma quantidade de informação sobre a remuneração executiva, e uma empresa tenta se destacar divulgando mais que elas, essa companhia irá atrair maior atenção do público em geral. Mesmo que a estrutura de remuneração dessa companhia seja superior à das demais, a empresa desejará evitar os custos políticos associados ao maior escrutínio.

Seguindo o mesmo raciocínio, a transparência da remuneração pode ser vista como um bem coletivo, uma vez que aumenta a habilidade de comparar diferentes empresas. Contudo, se as empresas não possuem interesse em divulgar mais, surge o dilema do prisioneiro, e nenhuma empresa irá divulgar mais (LO, 2003). Além disso, se o aumento no valor da empresa associado à maior transparência não se traduz em maior remuneração para os

gestores, eles não terão incentivo para divulgar mais. Se os gestores estiverem extraindo benefícios pessoais do contrato de remuneração existente, à custa dos acionistas, eles não têm razão para modificar o *status quo* e reduzir tais benefícios (LO, 2003).

Por outro lado, um aspecto relevante a ser observado na hipótese de pesquisa formulada é que a mesma se baseia fortemente na ideia de assimetria de informação existente entre o principal e o agente, que permite ao último aproveitar o monitoramento imperfeito de suas ações para envolver-se em atividades que melhorem seu bem-estar pessoal (BARAKO, 2007), nesse caso, utilizando a remuneração executiva para obter benefícios à custa dos acionistas. Essa abordagem é base de grande parte da literatura acerca das contribuições da transparência na diminuição da assimetria informacional, que foca no conflito entre acionistas (principais) e gestores (agentes).

Por outro lado, é importante destacar que a visão de que o aumento na divulgação de informações sobre a remuneração executiva impacta positivamente sobre a sensibilidade da mesma ao desempenho da empresa não é unânime. Jensen e Murphy (1990) afirmam que os contratos dos gestores não são um assunto de interesse apenas de empregados e empregadores, pois outras partes desempenham um importante papel no processo de contratação, e forças políticas operam dentro e fora das empresas para definir a remuneração executiva. Além disso, segundo os autores, as decisões sobre a remuneração geralmente estão nas mãos dos comitês de remuneração que, embora eleitos pelos acionistas, não são agentes perfeitos dos mesmos. Os comitês de remuneração tendem a reagir à polêmicas em torno da remuneração, nivelando explicita ou implicitamente os valores recebidos pelos CEOs. Na opinião de Jensen e Murphy (1990) isso não significa que a remuneração não deva ser divulgada, pois os custos da publicidade negativa e os custos políticos são potencialmente menos severos para os acionistas que aqueles relacionados à distorções nos sistemas de remuneração executiva.

3.2 EFEITOS DOS MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA

Uma das principais deficiências da maioria dos estudos em governança corporativa é que os mecanismos de governança são conceituados e operacionalizados como independentes, presumindo-se que tais fatores são tanto lineares quanto aditivos, na medida em que seus

efeitos são os mesmos, independentemente do nível e das combinações com outros atributos organizacionais, ou mesmo das condições institucionais que cercam a empresa (FILATOTCHEV; ALLCOCK, 2010). Seguindo tal linha de raciocínio, é útil pensar no impacto da transparência (divulgação obrigatória) sobre a remuneração executiva como sendo influenciado pelos mecanismos internos da governança corporativa da empresa, a saber, sua estrutura de propriedade e seu conselho de administração.

Aguilera, Desender e Castro (2011) explicam que os mecanismos de governança podem agir como substitutos ou complementares uns dos outros. Conforme esclarecem os autores, a complementaridade dos mecanismos de governança diz respeito ao fato de que a sua efetividade depende de todo o pacote de mecanismos de governança, e não de qualquer um desses mecanismos isoladamente. Da mesma forma, ainda que o pacote completo seja efetivo em alinhar os interesses de gestores e proprietários (ou entre majoritários e minoritários, no caso brasileiro), o impacto isolado de qualquer um dos mecanismos desse pacote pode ser insuficiente para alcançar tal objetivo.

Para melhor compreender essa relação, os autores exemplificam que a independência do conselho de administração tende a aumentar na presença de outros elementos de governança corporativa, tal como na existência de comitês, que estruturam e aumentam a influência dos conselheiros independentes. Essa abordagem ajuda a compreender porque não existe uma única melhor forma de alcançar a governança corporativa efetiva, explicando a diversidade dos arranjos de governança e suas variações entre empresas e ambientes.

Já a substituíbilidade, segundo os autores, diz respeito a quando um mecanismo age como substituto de outro, referindo-se, portanto, à substituição funcional do primeiro mecanismo pelo segundo. Ou seja, um aumento no segundo mecanismo substitui diretamente uma porção do primeiro mecanismo, enquanto a funcionalidade total do sistema permanece constante. Por essa razão, qualquer mecanismo de governança corporativa, interno ou externo, pode causar efeitos opostos em diferentes contextos institucionais. Por exemplo, enquanto o mercado de controle corporativo mostra-se capaz de exercer disciplina em contextos de propriedade dispersa e alta transparência, ele também pode comprometer a participação efetiva das partes interessadas. Por outro lado, em empresas com controle definido, o mercado de controle corporativo não é capaz de exercer disciplina alguma.

Traçando um paralelo, e conforme o que foi destacado na revisão de literatura, investiga-se a possibilidade de que a hipótese de alinhamento estratégico proposta por Pound (1998), que foca no alinhamento de interesses dos interessados internos à empresa (gestores e acionistas majoritários), ajude a explicar o impacto da divulgação de informações relativas à

remuneração executiva, nas empresas com propriedade concentrada.

Independente de quem exerce a figura de acionista controlador na empresa, a principal consequência da estrutura de propriedade observada nas companhias abertas brasileiras é que o acionista controlador, que é executivo, diretor, ou ambos, pode obter tanto benefícios pecuniários quanto não pecuniários, e pode reter o controle para manter o fluxo de tais benefícios, que não são compartilhados com os acionistas minoritários (SCHIEHLL; SANTOS, 2004). Sem a garantia da real independência do conselho de administração, pressupõe-se que o impacto que o aumento da transparência causará sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho não será uniforme entre as companhias, formulando-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1a: Com o advento da divulgação obrigatória, o aumento da sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho foi maior naquelas empresas que não possuem acionista controlador definido.

Cabe aqui retomar alguns estudos que analisaram características da estrutura de propriedade das empresas e sua relação com a PPS. Por exemplo, Jiang, Habib e Smallman (2009) analisaram o papel de monitoramento dos investidores institucionais sobre a relação *pay-performance* da remuneração dos CEOs, de acordo com a classificação proposta por Pound (1988), utilizando dados de empresas listadas na Nova Zelândia, de 2001 a 2005. A análise de regressão realizada pelos autores demonstrou que, nos casos em que a concentração de propriedade é muito severa, a remuneração do CEO não possui uma relação estatisticamente significativa com o desempenho da empresa, ou mesmo apresenta uma relação negativa estatisticamente significativa, enquanto que uma relação positiva e significativa entre as variáveis foi observada nas empresas com baixa concentração de propriedade. Para os autores, esses resultados indicam que a concentração de propriedade nas empresas Neo-Zelandesas não exerce restrições sobre o poder dos gestores, mas, ao contrário, agrava ainda mais os problemas associados à remuneração dos executivos.

No mesmo sentido, Ke, Petroni e Safieddine (1999) investigaram a relação entre a remuneração do CEO e medidas contábeis de desempenho, como uma função da estrutura de propriedade da empresa em companhias seguradoras, segregando tais companhias entre aquelas com propriedade dispersa e concentrada. Os autores encontraram uma relação estatisticamente significativa entre o ROA e o nível de remuneração do CEO nas empresas

com propriedade dispersa. Por outro lado, consistente com a abordagem da contratação ótima, tal relação não foi constatada nas empresas com propriedade concentrada. Segundo os autores, os resultados indicam que a remuneração, nas últimas, pode ser menos sensível a indicadores objetivos de desempenho – tal como os indicadores contábeis – e mais baseada em indicadores subjetivos.

Assim, no caso brasileiro, em empresas caracterizadas pela existência de investidores com participação acionária significativa e/ou controladas por um grupo familiar, espera-se que o processo de comunicação empresarial apresente uma dinâmica distinta e, logo, que as informações divulgadas ao público externo não desempenhem um papel tão significativo na quebra de assimetria informacional (LOPES; MARTINS, 2007). O impacto da existência de grandes acionistas como um mecanismo de monitoramento da remuneração executiva não é claro. Ao mesmo tempo em que os controladores possuem incentivos para agir como monitores e melhorarem a gestão da empresa, eles também são incentivados a consumir os recursos da empresa e a influenciar a gestão a seu favor (DEPKEN; NGUYEN; SARKAR, 2006).

Além disso, em empresas com acionistas controladores definidos, entende-se que o monitoramento atuante dos acionistas minoritários se apoia não apenas na disponibilidade e fluxo contínuo de informações relevantes, mas também no conjunto de regras que garantam efetivamente que seus direitos legais sejam observados (CARVALHO, 2007, p. 29), ou seja, o aumento da transparência por si só pode não ser suficiente para garantir aumento da PPS nas empresas em questão.

Semelhantemente, entende-se que se o grupo que exerce o controle da companhia é uma família, o potencial de expropriação dos direitos é maior que nos casos de controle por investidores institucionais, governo ou outros. Sabe-se que em tais empresas os executivos são geralmente membros da família ou pessoas a eles associados por meio de relações entre grupos de negócios ou casamento, e que esses executivos são monitorados prioritariamente por consenso familiar (SANTIAGO-CASTRO; BROWN, 2007; Young et. al, 2008). Nesse sentido, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1b: Com o advento da divulgação obrigatória, o aumento da sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho foi menor nas empresas familiares.

Por fim, mesmo levando em conta a estrutura de propriedade da empresa, não se pode

desconsiderar o papel de monitoramento exercido pelo conselho de administração. Significa dizer que espera-se que a independência do conselho de administração possa ser capaz de influenciar positivamente a sensibilidade da remuneração ao desempenho. Logo, sugere-se que a legislação causaria impacto menor nas empresas com conselhos dependentes, uma vez que nesses casos o conselho seria mais propenso à atuar em benefício dos acionistas majoritários. A partir disso, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1c: Com o advento da divulgação obrigatória, o aumento da sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho foi menor naquelas empresas com conselhos de administração dependentes.

Cabe salientar que a característica fundamental de independência para os conselhos de administração nas empresas brasileiras, que será considerada no presente estudo, é a não vinculação do conselheiro ao acionista ou grupo de acionistas controladores. Para exemplificar, Cheng et al. (2011) estudaram a efetividade do Código de Práticas de Governança Corporativa de Hong Kong (*Hong Kong Code on Corporate Governance Practices – CG Code*) em proteger o interesse dos acionistas no que diz respeito à remuneração dos executivos, examinando como essa remuneração é afetada pela participação de conselheiros externos (não executivos) no comitê de remuneração, nos casos em que o presidente do conselho de administração é um membro da família.

Os resultados obtidos pelos autores mostraram que participação de conselheiros externos no comitê de remuneração funciona como um mecanismo de controle menos eficiente da remuneração executiva quando membros da família estão em condições de exercer maior influência sobre suas decisões. Ou seja, mesmo nos casos em que a maioria dos membros do comitê de remuneração é externa, a independência dos mesmos é discutível, pois o fato de o Presidente do Conselho ou CEO ser membro da família que controla a empresa influencia significativamente as decisões de remuneração tomadas pelos conselheiros externos.

4 MÉTODO DE PESQUISA

Nesta seção são descritas as variáveis utilizadas e a amostra objeto de estudo. Na sequência é brevemente destacado o método de análise aplicado aos dados.

4.1 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

A definição inicial da amostra, no que diz respeito às empresas brasileiras, deu-se em função da disponibilidade das variáveis necessárias para a mensuração da sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho. Conforme destacado na Seção 2.1.2, isso implica dizer que a amostra foi construída em virtude tanto da disponibilidade de informações relativas à remuneração executiva (variável dependente) quanto das variáveis de desempenho da empresa (variáveis independentes), uma vez que ambas são necessárias para a mensuração da sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho.

Inicialmente, foram obtidas informações relativas ao valor de mercado (VM) da empresa e retorno do ativo (ROA), para o período de análise (2007-2010), tendo sido selecionadas 186 empresas brasileiras. A seguir, para as 186 empresas em questão procedeu-se a coleta das informações relativas à remuneração executiva para o período de análise (2007 a 2010). Em função da indisponibilidade ou não confiabilidade das informações relativas à remuneração executiva, 53 empresas foram excluídas da amostra. Exemplos são os casos de empresas para as quais os montantes da remuneração dos anos de 2007 e 2008 divulgados foram exatamente os mesmos, e não foi possível confirmar as informações por meio dos valores da remuneração dos administradores divulgados na Demonstração do Resultado do Exercício.

A partir disso, a amostra final contou com 133 empresas brasileiras. A Tabela 1 apresenta uma comparação entre a composição da amostra e 405 empresas listadas na Bovespa (incluindo as próprias empresas da amostra) para as quais foi possível obter os dados apresentados para os 4 anos de análise (2007 a 2010), a partir das informações disponibilizadas no banco de dados da econômica:

Tabela 1- Estatísticas de Representatividade da Amostra de Empresas Brasileiras

Setor	Bovespa		Amostra**		Bovespa x Amostra (%)	
	Nº	%	Nº	%		
Agro e Pesca	4	1,57%	2	1,50%	50,00%	
Alimentos e Bebidas	17	6,69%	4	3,01%	23,53%	
Comércio	13	5,12%	8	6,02%	61,54%	
Construção	21	8,27%	12	9,02%	57,14%	
Eletroeletrônicos	7	2,76%	3	2,26%	42,86%	
Energia Elétrica	34	13,39%	21	15,79%	61,76%	
Máquinas Industriais	4	1,57%	2	1,50%	50,00%	
Mineração	2	0,79%	1	0,75%	50,00%	
Minerais não Metais	2	0,79%	2	1,50%	100,00%	
Outros	54	21,26%	27	20,30%	50,00%	
Papel e Celulose	4	1,57%	1	0,75%	25,00%	
Petróleo e Gás	2	0,79%	2	1,50%	100,00%	
Química	12	4,72%	5	3,76%	41,67%	
Siderurgia e Metalurgia	21	8,27%	14	10,53%	66,67%	
Software e Dados	3	1,18%	3	2,26%	100,00%	
Telecomunicações	9	3,54%	5	3,76%	55,56%	
Têxtil	21	8,27%	11	8,27%	52,38%	
Transporte Serviços	11	4,33%	6	4,51%	54,55%	
Veículos e Peças	13	5,12%	4	3,01%	30,77%	
Total	254	100	133	100	52,36%	
Participação no Ibovespa	67,08%		42,95%			
Variável	Média	σ	Média	σ	Est-t	p
Tamanho da Empresa (Ativo Total)*	4.847	22.023	7.402	30.009	1,9	0,06
Valor de Mercado (VM)*	3.373	15.756	4.667	21.014	1,36	0,17
Retorno do Ativo (ROA)	-12,7	205,93	6,348	8,304	2,13	0,03
Endividamento (ENDIV)	105,84	1.044	24,504	17,448	1,79	0,07
Preço / Valor Patrimonial Ação (PVPA)	2,853	12,416	4,028	15,528	1,58	0,11

*Em US\$ milhões.

Fonte: Elaborado pela Autora.

De acordo com os resultados dispostos na Tabela 1, a representatividade da amostra é examinada comparativamente à média das empresas listadas em termos das variáveis: Tamanho da Empresa, Valor de Mercado, Endividamento, ROA e PVPA. Os resultados demonstram que, considerando um nível de significância de 5%, as empresas integrantes da amostra apresentam maior retorno do ativo (ROA), comparativamente ao mercado como um todo. Entretanto, visivelmente os resultados são influenciados pela presença de *outliers*.

Destaca-se o fato de que a mediana do ROA para as empresas listadas na Bovespa é de 4,15, acreditando-se que o retorno negativo apresentado na média pode estar sendo distorcido por empresas com altos prejuízos. A mediana do ROA para as empresas da amostra, por sua vez, é de 5,60. Para as demais variáveis, não é possível afirmar que existem diferenças

significativas entre a amostra do estudo e as empresas listadas na BM&FBovespa.

Além disso, para a aplicação do método de pesquisa, explicado na Seção 4.4.2, foi necessário definir um grupo de controle. A característica primordial do grupo de controle deve ser a de não sofrer impacto pela mudança de política que se objetiva investigar. Conforme destaca Meyer (1995) muita atenção se concentra na identificação de um grupo de comparação (controle) adequado. No presente estudo, portanto, deve consistir de um grupo de empresas cuja sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho não sofra qualquer influência pela aprovação da IN CVM nº 480/2009, e que sejam semelhantes às empresas brasileiras em todos os demais aspectos.

Nesse sentido, foi definido como grupo de controle aquele composto por companhias da América Latina que negociam *American Depositary Receipts* (ADRs) e, logo, estão obrigadas a divulgar suas informações à *Securities and Exchange Commission* - SEC.

Após uma busca inicial no site www.adr.com, foram consultados os formulários 20F entregues à SEC por empresas do México, Argentina, Chile e Colômbia. Após consulta e coleta de todas as informações necessárias para a realização do estudo (remuneração, conselho de administração, estrutura de propriedade e variáveis de controle) para os quatro anos compreendidos pela análise (2007 a 2010), 35 empresas constam na amostra final. É importante ressaltar a grande dificuldade encontrada para a construção do grupo de controle. As informações do Formulário 20F são disponibilizadas em formato .pdf e, embora existam campos específicos destinados a cada uma das informações, não existe uma estrutura padronizada de divulgação. Por exemplo, o montante da remuneração era muitas vezes divulgado em moeda original, exigindo conversão e as informações sobre o conselho de administração em muitos casos não constavam em tabelas, mas em texto, assim como as relativas à estrutura de propriedade.

Ao total, foram analisadas 168 empresas (133 brasileiras e 35 estrangeiras) e, em função da utilização da variação nos montantes de remuneração executiva e variáveis de desempenho, o número final de observações foi de 504 (168 x 3 anos), já que o ano de 2007 não pôde ser incluído nas análises, já que exigiria a coleta do montante da remuneração para o ano de 2006.

No que tange ao período de análise do estudo, é importante destacar que a inclusão de um número maior de períodos anteriores ao de vigência da lei (por exemplo, 2006 e 2005) acarretaria uma diminuição na amostra, dado o número restrito de empresas que divulgava as informações sobre a remuneração voluntariamente. Igualmente, a inclusão de períodos

posteriores ao de vigência da lei (por exemplo, 2011) não aumentaria o tamanho da amostra, que estava limitada às empresas que divulgaram voluntariamente as informações em 2007 e 2008.

4.2 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Silva (2003, p. 59) afirma que “a escolha da metodologia oscila de acordo com os objetivos traçados pela pesquisa e o problema a ser investigado”. A classificação é, portanto, posterior à definição do problema e dos objetivos pretendidos. De forma geral, uma pesquisa pode ser classificada com relação à natureza, à forma de abordagem, aos objetivos e aos procedimentos técnicos aplicados.

Observando os objetivos estabelecidos, quanto à natureza, a pesquisa é aplicada, pois “objetiva gerar conhecimentos para aplicação prática dirigidos à solução de problemas específicos. Envolve verdades e interesses locais” (SILVA; MENEZES, 2001, p. 20). Quanto à forma de abordagem do problema de pesquisa, a pesquisa é quantitativa, uma vez que se destina a testar as hipóteses previamente sugeridas (RICHARDSON, 1999, p. 70), usando para tanto procedimentos estatísticos.

Quanto aos objetivos, a pesquisa caracteriza-se como explicativa, já que se destina a identificar o relacionamento entre mecanismos internos e externos de governança corporativa das empresas. Silva (2003) salienta que a pesquisa explicativa é aquela que mais aprofunda o conhecimento da realidade, porque explica as razões. No que tange aos procedimentos técnicos aplicados, a pesquisa é classificada como documental e *survey* (BEUREN, 2006, p. 89).

4.3 IDENTIFICAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Foi necessária a coleta de variáveis pertencentes a quatro grupos principais para cada uma das empresas integrantes da amostra: variáveis de controle; informações sobre a remuneração executiva; informações sobre o conselho de administração e informações sobre a

estrutura de propriedade. As variáveis de controle foram obtidas por meio do banco de dados da econômica.

Com relação às variáveis pertencentes aos três grupos restantes (remuneração executiva, conselho de administração e estrutura de propriedade), para as companhias brasileiras a coleta foi realizada por meio do Formulário de Referência (para aos anos de 2009 e 2010) e do programa Divulgação Externa (para os anos de 2007 e 2008), ambos enviados pelas companhias abertas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e disponibilizados no site da BM&FBovepa, para consulta pública. Para as empresas do grupo de controle, os três grupos de variáveis foram coletados por meio do Formulário 20-F disponibilizado no site da SEC.

A sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho é a variável de interesse. Para mensurá-la fez-se necessária a obtenção do montante total da remuneração dos executivos para cada uma das empresas, nos quatro anos em questão. É relevante destacar que algumas das empresas da amostra recorreram a liminar para não divulgar as informações sobre a remuneração individual dos administradores nos anos de 2009 e 2010. Contudo tal informação não é necessária para a realização do estudo. Já para os anos de 2007 e 2008 só foi possível obter o valor total da remuneração, sem segregação entre os componentes fixos e variáveis ou seus tipos, para todas as empresas, e esta foi a informação usada para a mensuração da PPS.

O Parecer de Orientação CVM nº 04/79 já estabelecia a obrigatoriedade de discriminar as participações de debêntures, empregados, administradores e partes beneficiárias, e as contribuições para instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados sobre o resultado da empresa, tal como expressamente previsto no artigo 187, inciso VI, da Lei 6.404/76. Posteriormente, o Parecer de Orientação CVM nº 24/92 consolidou as informações que deveriam ser divulgadas pelas companhias abertas em notas explicativas, estabelecendo que o montante da remuneração dos administradores deveria ser divulgado na própria demonstração do resultado ou em nota explicativa em obediência ao Parecer de Orientação CVM nº 4/79.

Mais recentemente, os Ofícios-Circulares emitidos anualmente pela CVM para a orientação sobre normas contábeis a serem seguidas pelas Companhias Abertas também traziam o mesmo texto em sua redação. Em decorrência disso, algumas companhias abertas no ano de 2007, primeiro ano objeto de análise no estudo, divulgavam em nota explicativa a remuneração global da administração, em alguns casos fazendo segregação entre aquela que cabe ao conselho de administração e diretoria, e ainda sua divisão entre fixa, variável e

baseada em ações.

Mas na maioria dos casos, o montante total da remuneração executiva das Companhias Abertas para os anos de 2007 e 2008 foi obtido por meio do programa Divulgação Externa, da Comissão de Valores Mobiliários. No Grupo 7 – Participações e Remunerações, o valor total da remuneração dos administradores era divulgado sem qualquer tipo de discriminação quanto às parcelas fixas, variáveis e outras. Embora tais informações não sejam detalhadas, o número de empresas que divulgaram a mesma foi consideravelmente maior.

Conforme já mencionado, durante a coleta das informações foi possível constar empresas que divulgavam, para os anos de 2007 e 2008, valores exatamente iguais para o montante da remuneração dos executivos. Tais empresas, dentre outras, para garantia de maior acurácia das informações utilizadas nos procedimentos estatísticos, foram excluídas da amostra final.

Com relação à estrutura de propriedade, a partir das evidências teóricas e empíricas destacadas na revisão de literatura e no estudo de Da Silveira et al. (2007), foram preliminarmente selecionadas, para as empresas brasileiras, as seguintes medidas, destacadas no Quadro 5:

Quadro 5 – Informações Sobre a Estrutura de Propriedade das Empresas Brasileiras Coletadas

Variável	Descrição
MORD	Percentual das ações ordinárias possuídas pelo maior acionista ordinário.
PMORD	Percentual das ações preferenciais possuídas pelo maior acionista ordinário.
TMORD	Percentual de participação total (em ações ordinárias e preferenciais) do maior acionista ordinário.
ALAV	Alavancagem de controle, medida como MORD / TMORD
MPREF	Percentual das ações preferenciais possuídas pelo maior acionista preferencial.
MAIOR TOTAL	Maior percentual de participação total (em ações ordinárias e preferenciais) possuído por um único acionista.
AC	Total de empresas nas quais foi indicado, de acordo com as informações enviadas à CVM, que existia um acionista controlador definido.
FAM	Total de empresas classificadas como de controle familiar.

Fonte: Elaborado pela Autora.

No que diz respeito ao conselho de administração, de acordo com as evidências teóricas e empíricas destacadas na revisão de literatura, foram selecionadas algumas características como relevantes para a determinação de sua independência, baseadas também nas premissas do Código de Melhores Práticas do IBGC, demonstradas no Quadro 6:

Quadro 6 – Informações Sobre o Conselho de Administração das Empresas Brasileiras Coletadas

Variável	Descrição
PCANC	Percentual dos membros do conselho de administração não indicados pelo controlador.
NCAC	Número de membros do conselho de administração indicados pelo controlador.
SUPL	Total de membros suplentes.
NEXT	Número de membros do conselho de administração que não são administradores da empresa (membros externos).
TOTAL	Número total de membros efetivos (não incluídos os suplentes) do conselho de administração – tamanho do conselho.

Fonte: Elaborado pela Autora.

Embora nem todas variáveis dispostas nos Quadros 5 e 6 tenham sido usadas nos modelos testados, todas são apresentadas nas estatísticas descritivas das empresas brasileiras. Ressalta-se também que muitas das variáveis indicadas não puderam ser coletadas para o grupo de controle do estudo.

4.4 MÉTODO DE ANÁLISE DOS DADOS

4.4.1 Mensuração da Sensibilidade da Remuneração Executiva

Hallock, Madalozzo e Reck (2010) discutem a forma de especificação das equações nos estudos sobre PPS, ressaltando que ao longo de 20 anos de pesquisas desenvolvidas no tema, não há consenso sobre como a sensibilidade da remuneração ao desempenho deve ser mensurada. Tendo como ponto de partida o modelo desenvolvido por Murphy (1998), os autores destacam que uma das decisões que o pesquisador enfrenta ao trabalhar com os dados relativos à remuneração executiva é optar por quando mensurar a remuneração em montante (\$) ou em logaritmo.

Além disso, os autores destacam que o estimador por Mínimos Quadrados Ordinários pode conter um viés se forem utilizados os valores globais da remuneração (e do desempenho) para o período de análise. Isso ocorre porque podem existir variáveis omitidas, representativas da “qualidade” do executivo ou de características da empresa relacionadas com o montante da remuneração. Nesse caso, o estimador da PPS resultante da equação

poderá mostrar-se viesado para cima. Uma forma de eliminar esse viés é utilizar a diferença do montante da remuneração de um ano para o outro.

Cabe ressaltar que no presente estudo, diferentemente de grande parte da literatura produzida sobre o tema, o foco de análise não é a remuneração do CEO, mas de todo o conjunto de executivos. O mais adequado, neste caso, seria segregar os diversos componentes da remuneração (tais como salários e bônus) a fim de analisar a dinâmica de interação entre a remuneração e o desempenho da companhia. Contudo tal separação torna-se incompatível com as informações disponíveis, uma vez que anteriormente à obrigatoriedade de divulgação das informações, as empresas que disponibilizavam em seus relatórios a remuneração de seus executivos o faziam apenas pelo montante global, sem qualquer tipo de segregação entre os componentes fixos e variáveis da mesma.

Outra dificuldade surge ao se substituir a remuneração do CEO pela remuneração global dos executivos. Para evitar distorções nos dados, resultantes do aumento ou diminuição no número executivos de um ano para o outro, foi necessário coletar informações sobre o número total de executivos (Diretoria+Conselho de Administração). Além disso, como não há, para os anos de 2007 e 2008, indicação dos valores da remuneração que pertencem ao Conselho de Administração, presumiu-se que os membros são remunerados. Dada a impossibilidade de segregar os valores para os dois anos em questão, nos dados relativos à remuneração média, ao se mencionar o número de executivos, significa tanto diretores quanto conselheiros e, para evitar a dupla contagem pela existência de conselheiros internos (membros do conselho que também são membros da diretoria), o total de executivos considerados nos cálculos representa: número de diretores + número de membros do conselho de administração – membros internos do conselho de administração.

Dessa forma, a variável representativa da remuneração utilizada no presente estudo é descrita $\Delta \ln RemMed_{i,t}$ e é obtida por meio da subtração $\ln RemMed_{i,t} - \ln RemMed_{i,t-1}$. Onde $RemMed$ é a remuneração global dos executivos (conselho de administração e diretoria) dividido pelo número de executivos (número de membros do conselho de administração mais diretoria, menos membros internos do conselho de administração).

4.4.2 Método Difference-in-Difference-in-Differences

Para a análise do impacto da política de divulgação de informações sobre a PPS foi aplicado o método conhecido como *Difference-in-Differences (DID)* e uma extensão do mesmo, denominada *Difference-in-Difference-in-Differences (DDD)*. O método tem sido utilizado em estudos relacionados à política monetária (GOMÉZ-SOLER, 2009), educação (BONHOMME; SAUDER, 2011, BUSCHA et. al, 2012), controle de natalidade (LI, YI, ZHANG; 2011), trânsito (LI, GRAHAM, MAJUMDAR; 2012), competição empresarial (BRAUN et al, 2013) e impacto de políticas de incentivo ao turismo na economia (HU, 2013), dentre outros.

Em seu trabalho seminal, Meyer (1995) estabelece o método DID como adequado para a aplicação em experimentos, definindo um experimento como um estudo no qual é possível identificar uma clara fonte exógena de variação sobre as variáveis explicativas, induzida por uma mudança de política ou evento semelhante. Nota-se que no desenvolvimento do método DID, os três principais requisitos a serem cumpridos são: (a) identificar uma variação nas variáveis explanatórias que é realmente exógena; (b) estabelecer um adequado grupo de comparação; (c) avaliar as implicações da hipótese a ser testada (MEYER, 1995).

Assim, o método DID é adequado quando se faz necessária a observação de resultados para dois grupos distintos, em dois ou mais períodos de tempo. Um deles – denominado grupo de tratamento – é sujeito a um tratamento no segundo período, mas não no primeiro. O outro – denominado grupo de controle – não é exposto a nenhum tipo de tratamento durante os períodos estudados (IMBENS; WOOLDRIDGE, 2009).

A partir disso, o aumento médio do grupo de controle é subtraído do aumento médio do grupo de tratamento. Esse procedimento tem como objetivo remover possíveis vieses nas comparações relativas ao segundo período entre o grupo de tratamento e o grupo controle, resultantes de diferenças permanentes entre esses grupos, bem como vieses de comparações ao longo do tempo no grupo de tratamento que poderiam ser o resultado de tendências. O modelo para um membro genérico de qualquer um dos grupos pode ser escrito conforme a Equação (1):

$$y = \beta_0 + \beta_1 dB + \delta_0 d2 + \delta_1 d2.dB + u \quad (1)$$

Onde:

- y = é a variável de interesse.
- $d2$ - é uma variável *dummy* para o segundo período. Seu objetivo é captar fatores agregados que causam alterações em y , mesmo na ausência de uma mudança política.
- dB - é uma variável *dummy* que capta possíveis diferenças entre os grupos tratamento e de controle anteriores à mudança de política;
- δ_1 é o coeficiente que acompanha o termo de interação entre as variáveis $d2$ e dB . Esse termo de interação corresponderá a uma variável *dummy* igual a um apenas para aquelas observações do grupo de tratamento ($dB=1$) no segundo período ($d2=1$). Nesse caso, o estimador DID corresponde a:

$$\hat{\delta}_1 = (\bar{y}_{B,2} - \bar{y}_{B,1}) - (\bar{y}_{A,2} - \bar{y}_{A,1}) \quad (2)$$

Meyer (1995) salienta que no modelo destacado em (1) o efeito específico da mudança de política sobre o grupo de tratamento é obtido pela interação entre duas variáveis *dummy*: dB (grupo de tratamento) e $d2$ (período de alteração da política).

Entretanto, para a análise de uma característica específica dentro do grupo de tratamento, a partir da mudança da política, faz-se necessária a interação entre três variáveis *dummy*: dB , $d2$ e uma terceira, representativa da característica específica que se pretende investigar, já que nesse subgrupo específico que se espera que a mudança na política cause alterações significativas. Expandindo (1) tem-se:

$$y = \beta_0 + \beta_1 dB + \beta_2 dE + \beta_3 dB.dE + \delta_0 d2 + \delta_1 d2.dB + \delta_2 d2.dE + \delta_3 d2.dB.dE + u \quad (3)$$

O coeficiente de interesse agora é $\hat{\delta}_3$, do termo de tripla interação $d2.dB.dE$, e o estimador OLS $\hat{\delta}_3$ pode ser expresso por:

$$\hat{\delta}_3 = (\bar{y}_{B,E,2} - \bar{y}_{B,E,1}) - (\bar{y}_{B,N,2} - \bar{y}_{B,N,1}) - (\bar{y}_{A,E,2} - \bar{y}_{A,E,1}) - (\bar{y}_{A,N,2} - \bar{y}_{A,N,1}) \quad (4)$$

Onde os subscritos A e B representam grupos distintos de análise (empresas, pessoas,

países, etc.), enquanto N e E representam uma característica específica que se pretende investigar nos grupos em questão. O estimador em (4) é chamado de estimador *difference-in-difference-in-differences* (DDD) e representa o efeito que se pretende investigar obtido a partir da subtração dos valores médios da variável de interesse y de cada um dos grupos:

$\bar{y}_{B,E,2}$ - Empresas do grupo de tratamento, que possuem a característica específica que se pretende investigar no período *posterior* à mudança da política;

$\bar{y}_{B,E,1}$ - Empresas do grupo de tratamento, que possuem a característica específica que se pretende investigar no período *anterior* à mudança da política;

$\bar{y}_{B,N,2}$ - Empresas do grupo de tratamento, que não possuem a característica específica que se pretende investigar no período *posterior* à mudança da política;

$\bar{y}_{B,N,1}$ - do grupo de tratamento, que não possuem a característica específica que se pretende investigar no período *anterior* à mudança da política;

$\bar{y}_{A,E,2}$ - Empresas do grupo de controle, que possuem a característica específica que se pretende investigar no período *posterior* à mudança da política;

$\bar{y}_{A,E,1}$ - Empresas grupo de controle, que possuem a característica específica que se pretende investigar no período *anterior* à mudança da política;

$\bar{y}_{A,N,2}$ - Empresas do grupo de controle, que não possuem a característica específica que se pretende investigar no período *posterior* à mudança da política;

$\bar{y}_{A,N,1}$ - Empresas grupo de controle, que não possuem a característica específica que se pretende investigar no período *anterior* à mudança da política.

Suprimindo o termo do meio ou o último termo, é possível obter o estimador DID descrito em (2). Já o estimador DDD inicia com a variação média da variável de interesse na parcela do grupo de tratamento que possui a característica de interesse que se pretende investigar, e depois subtrai dessa a variação a média de y das empresas do grupo de controle que possuem a mesma característica, e em seguida subtrai também a variação média de y das empresas do grupo de tratamento que não possuem a característica de interesse do estudo. Os dois últimos grupos mencionados, portanto, são aqueles para os quais não se espera que a mudança na política cause alterações na variável de interesse (IMBENS; WOOLDRIDGE, 2010).

4.4.3 Modelo Empírico

A característica primordial do grupo de controle deve ser a de não sofrer impacto pela mudança de política que se pretende investigar, e possuir semelhança com o grupo de tratamento em todos os demais aspectos relevantes (MEYER, 1995). Dessa formam, foi estabelecido como grupo de controle companhias abertas do México, Argentina, Chile e Colômbia, conforme destacado na Seção 4.1, por acreditar-se que as mesmas possuem características semelhantes às das companhias brasileiras sem, contudo, serem impactadas pela divulgação obrigatória de informações sobre a remuneração executiva.

Adaptando a nomenclatura destacada em 4.4.2 para as informações em questão e para o objetivo do presente estudo, o modelo original da equação (1) ficaria descrito conforme (5):

$$\begin{aligned} \Delta \ln Re mMédia_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta \ln VM_{it} + \beta_3 Lei + \beta_4 Lei \times Brasileiras \\ & + \beta_5 Lei \times \Delta \ln VM_{it} + \beta_6 Brasileiras \times \Delta \ln VM_{it} + \beta_7 Brasileiras \times Lei \times \Delta \ln VM_{it} \\ & + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControl e + u_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

Onde:

- *Lei* - é uma variável *dummy* para o ano de 2010, período de vigência da IN 480. Seu objetivo é captar fatores agregados que causam alterações na sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho, mesmo na ausência de uma mudança política.

- *Brasileiras* - é uma variável *dummy* que capta possíveis diferenças entre os grupos tratamento e de controle anteriores à mudança de política;

- β_4 é o coeficiente que acompanha o termo de interação entre as variáveis *Lei* e *Brasileiras*. Esse termo de interação corresponderá a uma variável *dummy* igual a um apenas para aquelas observações do grupo de tratamento (brasileiras) no ano de impacto da política (2010).

- β_7 é o coeficiente de interesse, que representa a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho para aquelas observações do grupo de tratamento (brasileiras) no ano de impacto da política (2010).

Nesse caso, o estimador DID corresponde a (6):

$$\hat{\beta}_7 = (\bar{y}_{B,2} - \bar{y}_{B,1}) - (\bar{y}_{AL,2} - \bar{y}_{AL,1}) \quad (6)$$

Onde o subscrito *AL* representa as companhias da América Latina que pela negociação de títulos no mercado norte-americano foram obrigadas a apresentar suas informações contábeis à *Securities and Exchange Commission* – SEC (grupo de controle) e o subscrito *B* representa as empresas brasileiras. Dessa forma, o aumento médio do Grupo *B* (Grupo de Tratamento: Empresas Brasileiras) seria subtraído do aumento médio do Grupo *AL* (Grupo de Controle: Empresas da América Latina, exceto Brasileiras).

O método DID foi aplicado no estudo de Swan e Zhou (2006) sobre os efeitos da legislação acerca do *disclosure* da remuneração executiva sobre a PPS. Entretanto, não houve qualquer segregação, no referido estudo, entre as empresas em termos de suas características da estrutura de propriedade.

A equação (5) permite apenas que se avalie o impacto causado pela divulgação obrigatória de informações sobre a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho (H1). No presente estudo formula-se a hipótese de que o efeito observado sobre a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho, em virtude da divulgação obrigatória de informações, seria diferente dependendo de características de sua Governança Corporativa (Estrutura de Propriedade e Conselho de Administração).

Espera-se que a legislação cause impacto mais significativo sobre a PPS naquelas empresas não possuem acionista controlador definido, controle familiar e nas quais o conselho administração pode ser considerado dependente da figura do acionista controlador, conforme as hipóteses desenvolvidas na Seção 3. Logo, para testar as hipóteses, é preciso expandir o modelo original descrito em (5), a fim de incluir o termo de interação que represente a característica específica da governança da empresa que se deseja pesquisar em cada uma das três hipóteses restantes (H1a: *NãoControl*, H1b: *Fam* e H1c: *CAC*). Adaptando o modelo para a mensuração da sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho em H1a, tem-se (7):

$$\begin{aligned} \Delta \ln \text{Re mMed}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Brasileiras} + \beta_2 \Delta \ln \text{VM}_{it} + \beta_3 \text{N\~{a}oControl} + \beta_4 \text{Brasileiras} \times \text{N\~{a}oControl} \\ & + \beta_5 \text{Lei} + \beta_6 \text{Lei} \times \text{Brasileiras} + \beta_7 \text{Lei} \times \Delta \ln \text{VM}_{it} + \beta_8 \text{Brasileiras} \times \Delta \ln \text{VM}_{it} \\ & + \beta_9 \text{Brasileiras} \times \text{Lei} \times \Delta \ln \text{VM}_{it} + \beta_{10} \text{Lei} \times \text{N\~{a}oControl} + \beta_{11} \text{Lei} \times \text{Brasileiras} \times \text{N\~{a}oControl} \\ & + \beta_{12} \text{N\~{a}oControl} \times \Delta \ln \text{VM}_{it} + \beta_{13} \text{Brasileiras} \times \text{N\~{a}oControl} \times \Delta \ln \text{VM}_{it} \\ & + \beta_{14} \text{Lei} \times \text{N\~{a}oControl} \times \Delta \ln \text{VM} + \beta_{15} \text{Lei} \times \text{Brasileiras} \times \text{N\~{a}oControl} \times \Delta \ln \text{VM} + \sum_{j=1}^n \gamma_j V \text{Controle} + u_{it} \end{aligned} \quad (7)$$

O coeficiente de interesse agora é β_{15} , do termo interação $Lei \times Brasileiras \times NãoControl \times \Delta LnVM$, e o estimador OLS $\hat{\beta}_{15}$ pode ser expresso por (8):

$$\hat{\beta}_{15} = (\bar{y}_{B,NC,2} - \bar{y}_{B,NC,1}) - (\bar{y}_{B,C,2} - \bar{y}_{B,C,1}) - (\bar{y}_{AL,NC,2} - \bar{y}_{AL,NC,1}) - (\bar{y}_{AL,C,2} - \bar{y}_{AL,C,1}) \quad (8)$$

Onde o subscrito AL significa as empresas da América Latina, exceto Brasil (grupo de controle) e o subscrito B representa as empresas brasileiras (grupo de tratamento), enquanto C representa as empresas nas quais há um acionista controlador definido e NC as empresas nas quais não há um acionista controlador definido.

O estimador em (8) é chamado de estimador *Difference-in-Difference-in-Differences* (*DDD*) e os valores representam a PPS média (\bar{y}) para cada um dos grupos de empresas:

- $\bar{y}_{B,NC,2}$ - Empresas brasileiras, que não possuem acionista controlador, no período *posterior* ao impacto da divulgação obrigatória;
- $\bar{y}_{B,NC,1}$ - Empresas brasileiras, que não possuem acionista controlador, no período *anterior* ao impacto da divulgação obrigatória;
- $\bar{y}_{B,C,2}$ - Empresas brasileiras, que possuem acionista controlador, no período *posterior* ao impacto da divulgação obrigatória;
- $\bar{y}_{B,C,1}$ - Empresas brasileiras, que possuem acionista controlador, no período *anterior* a introdução da divulgação obrigatória de informações;
- $\bar{y}_{AL,NC,2}$ - Empresas do grupo de controle, que não possuem acionista controlador, no período *posterior* ao impacto da divulgação obrigatória;
- $\bar{y}_{AL,NC,1}$ - Empresas do grupo de controle, que não possuem acionista controlador, no período *anterior* ao impacto da divulgação obrigatória;
- $\bar{y}_{AL,C,2}$ - Empresas do grupo de controle, que possuem acionista controlador, no período *posterior* ao impacto da divulgação obrigatória;
- $\bar{y}_{AL,C,1}$ - Empresas do grupo de controle, que possuem acionista controlador, no

período *anterior* ao impacto da divulgação obrigatória.

O estimador DDD inicia com a variação média da sensibilidade da remuneração ao desempenho nas empresas brasileiras que não possuem acionista controlador (e, portanto, aquelas nas quais se espera que a nova legislação efetivamente cause impacto sobre a PPS), e depois subtrai dessa a variação média na PPS das empresas do grupo de controle que não possuem acionista controlador e, em seguida, também subtrai a variação média da PPS das empresas brasileiras que possuem acionista controlador.

O resumo da separação entre os grupos, a partir do grupo de tratamento e de controle para o teste de H1a é apresentado no Quadro 7.

Quadro 7 – Grupos para Aplicação do Método *Diff-in-Diff-in-Diffs* (DDD)

	Característica da Estrutura de Propriedade	Efeito do Regime de Divulgação da Remuneração Executiva Vigente no Brasil	
		Voluntário	Compulsório
Grupo de Controle	Possuem acionista controlador	Nulo	Nulo
	Não possuem acionista controlador	Nulo	Nulo
Brasileiras	Possuem acionista controlador	Nulo	Positivo
	Não possuem acionista controlador	Nulo	Positivo

Fonte: Elaborado pela Autora.

Sendo assim, presume-se um efeito positivo da divulgação obrigatória de informações sobre a PPS das empresas brasileiras, como reflexo da vigência da IN 480. Espera-se que esse efeito seja maior nas empresas brasileiras que não possuem acionista controlador (último quadrante), do que naquelas que possuem acionista controlador. Ao mesmo tempo, a vigência da lei não deverá causar qualquer impacto sobre a PPS das empresas do grupo de controle.

Para adaptar a classificação descrita no Quadro 7 para o teste da hipótese H1b, substitui-se “Possuem acionista controlador / Não possuem acionista controlador” por “Não são familiares / São familiares”, e espera-se que o resultado no último quadrante seja “Nulo” ou “Negativo”. Da mesma forma, para o teste de H1c, substitui-se os termos “Possuem acionista controlador / Não possuem acionista controlador” por “Apresentam conselho de administração com maioria independente / Apresentam conselho de administração com maioria dependente”, nesta ordem e espera-se que o resultado no último quadrante seja “Nulo” ou “Negativo”.

4.4.4 Método de Interpretação dos Resultados

O método DDD permite que a cada nova variável de interação inserida no modelo seja possível verificar o efeito da característica específica que esta variável representa sobre a sobre a PPS, conforme representado na Tabela 2:

Tabela 2 - Método de Interpretação das Variáveis

β	Variável	Significado
2	$\Delta \ln VM$	PPS
7	Lei* $\Delta \ln VM$	Efeito adicional do ano de 2010.
8	Brasileiras* $\Delta \ln VM$	Efeito adicional da característica “brasileiras”.
9	Lei*Brasileiras* $\Delta \ln VM$	Efeito adicional do ano de 2010 sobre as empresas brasileiras.
12	NãoControl* $\Delta \ln VM$	Efeito adicional da característica “não controladas”.
13	Brasileiras*NãoControl* $\Delta \ln VM$	Efeito adicional da característica “não controlada” nas empresas brasileiras.
14	Lei*NãoControl* $\Delta \ln VM$	Efeito adicional do ano de 2010 nas empresas não controladas.
15	Lei*Brasileiras*NãoControl* $\Delta \ln VM$	Efeito adicional do ano de 2010, nas empresas não controladas brasileiras.

Fonte: Elaborado pela Autora.

Por exemplo, o β_8 permite que se mensure a variação da PPS, em função inserção da característica “Brasileiras”, comparativamente ao valor original β_2 . Já β_{15} torna possível capturar apenas o efeito sobre a PPS que se acredita ter sido oriundo da introdução da Lei no ano de 2010 em empresas sem acionista controlador, já que outros eventos capazes de alterar a PPS em empresas sem controle definido no ano de 2010 já estariam sendo capturados por β_{14} .

Essa é justamente a utilidade do método DDD, pois ele permite que β_7 , β_{12} e β_{14} segreguem, respectivamente, os efeitos de outras variáveis ou eventos que possam ter causado alterações na PPS: no ano de 2010 como um todo; nas empresas não controladas como um todo; e nas empresas não controladas especificamente no ano de 2010. Dessa forma, as informações da Tabela 2 visam esclarecer a correta forma de se avaliar se as hipóteses devem ou não ser rejeitadas, objetivo principal do estudo. Em H1a pressupõe que β_{15} é positivo e estatisticamente significativo. Já para o teste de H1b e H1c, espera-se que β_{15} seja negativo e

estatisticamente significativo.

Adicionalmente, para serem feitas considerações acerca do montante da sensibilidade da remuneração ao desempenho para cada grupo de empresas faz-se necessário considerar os coeficientes em conjunto. As informações disponibilizadas na sequência visam apenas facilitar essa interpretação. Inicialmente, a Tabela 3 retoma os grupos testados em cada uma das hipóteses:

Tabela 3 - Grupos de Empresas Testados em Cada Hipótese de Estudo

N	H1a	H1b	H1c
1	Grupo de controle, antes da Lei	Grupo de controle, antes da Lei	Grupo de controle, antes da Lei
2	Brasileiras, antes da Lei	Brasileiras, antes da Lei	Brasileiras, antes da Lei
3	Grupo de controle, após a Lei	Grupo de controle, após a Lei	Grupo de controle, após a Lei
4	Brasileiras, após a Lei	Brasileiras, após a Lei	Brasileiras, após a Lei
5	Grupo de controle, sem acionista controlador definido, antes da Lei	Grupo de controle, familiares, antes da Lei	Grupo de controle, com CA dependente, antes da Lei
6	Brasileiras, sem acionista controlador definido, antes da Lei	Brasileiras, familiares, antes da Lei	Brasileiras, com CA dependente, antes da Lei
7	Grupo de controle, sem acionista controlador definido, após a Lei	Grupo de controle, familiares, após a Lei	Grupo de controle, com CA dependente, após a Lei
8	Brasileiras, sem acionista controlador definido, após a Lei	Brasileiras, familiares, após a Lei	Brasileiras, com CA dependente, após a Lei

Fonte: Elaborado pela Autora.

A Tabela 4 demonstra como deve ser realizado o cômputo da sensibilidade da remuneração ao desempenho (PPS) em cada um dos grupos que derivam da aplicação do método DDD em H1a:

Tabela 4 - Método de Cálculo da Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho em Cada Grupo de Empresas Avaliado em H1a

Grupos	β_2	β_7	β_8	β_9	β_{12}	β_{13}	β_{14}	β_{15}
	$\Delta \ln VM$	Lei* $\Delta \ln VM$	Brasileiras* $\Delta \ln VM$	Lei*Brasileiras* $\Delta \ln VM$	NãoControl* $\Delta \ln VM$	Brasileiras* NãoControl* $\Delta \ln VM$	Lei* NãoControl* $\Delta \ln VM$	Lei*Brasileiras* NãoControl* $\Delta \ln VM$
1	X							
2	X		X					
3	X	X						
4	X	X	X	X				
5	X				X			
6	X		X		X	X		
7	X	X			X		X	
8	X	X	X	X	X	X	X	X

Fonte: Elaborado pela Autora.

O método destacado na Tabela 4 é o mesmo a ser utilizado nos grupos de empresas oriundos de H1b e H1c, sendo possível resumir o cálculo geral da PPS conforme evidenciado na Tabela 5:

Tabela 5 - Método de Cálculo da Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho

Grupo	Fórmula
1	β_2
2	$\beta_2 + \beta_8$
3	$\beta_2 + \beta_7$
4	$\beta_2 + \beta_7 + \beta_8 + \beta_9$
5	$\beta_2 + \beta_{12}$
6	$\beta_2 + \beta_8 + \beta_{12} + \beta_{13}$
7	$\beta_2 + \beta_7 + \beta_{12} + \beta_{14}$
8	$\beta_2 + \beta_7 + \beta_8 + \beta_9 + \beta_{12} + \beta_{13} + \beta_{14} + \beta_{15}$

Fonte: Elaborado pela Autora.

As informações fornecidas nas Tabelas 3, 4 e 5 são úteis especialmente para a interpretação da síntese dos resultados destacada na Seção 5.3.4.

5 RESULTADOS

Esta seção apresenta os resultados da pesquisa, subdivididos em: estatísticas descritivas; mensuração da sensibilidade da remuneração ao desempenho; impacto da divulgação obrigatória de informações; testes alternativos; e testes de robustez para o estimador DID.

5.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

As estatísticas descritivas estão segregadas em características das empresas do grupo de tratamento (brasileiras) e do grupo de controle (América latina, exceto brasileiras).

5.1.1 Características do Grupo de Tratamento: Companhias Abertas Brasileiras

A Tabela 6 apresenta os dados relativos à remuneração executiva das companhias abertas brasileiras, de 2007 a 2010.

Tabela 6 - Estatísticas Descritivas da Remuneração Executiva

	2007	2008	2009	2010	Total
Remuneração Global (em milhares de dólares/ano)					
Mínimo	99	83	135	152	83
Médio	3.679	2.883	3.894	4.893	3.837
Máximo	54.762	29.953	29.450	58.470	58.470
Desvio Padrão	6.104	3.899	4.365	6.365	5.326
Número de Administradores					
Mínimo	4,00	4,00	4,00	3,00	3,00
Médio	13,35	13,20	13,47	14,92	13,73
Máximo	33,00	33,00	41,00	51,00	51,00
Desvio Padrão	6,05	5,94	6,37	7,54	6,55
Remuneração Média por Administrador (em milhares de dólares/ano)					
Mínimo	7	5	13	14	5
Médio	301	220	304	338	290
Máximo	2.566	1.810	2.104	2.166	2.566
Desvio Padrão	405	238	304	318	324

Fonte: Elaborada pela Autora.

Dentre as informações dispostas na Tabela 6, cabe salientar o ano de 2008 como

aquele que apresentou as menores médias e também os menores desvios-padrão, para as três variáveis em questão. A remuneração global inclui todos os componentes fixos e variáveis da remuneração dos executivos. Tomando como base a remuneração média geral (contemplando os quatro anos de análise) dos administradores, chega-se ao valor de \$ 290 mil dólares/ano que, considerando as taxas de conversão aplicadas em cada ano e médias correspondentes, resulta em uma média geral final de R\$ 540 mil/ano.

As estatísticas consideravelmente baixas para o valor mínimo da remuneração média dos executivos correspondem às empresas Ceee-d e Ceee-GT, sendo que ambas possuem conselhos de administração com o tamanho máximo observado na amostra (14 membros). A explicação para esse fato é que, uma vez que o valor da remuneração global inclui a remuneração do conselho de administração, e não é possível segregar esse montante do valor total, o número de executivos considerados para o cálculo da remuneração média também considera os conselheiros externos. Conforme já mencionado, é possível que os membros externos sejam remunerados apenas pela sua participação em reuniões. Isso resulta, nesses casos, em valores mais baixos de remuneração média a partir do cálculo apresentado na Seção 4.4.1.

Estatísticas detalhadas do Conselho de Administração e da Estrutura de Propriedade para as empresas brasileiras estão disponíveis nos Apêndices A e B, respectivamente. A Tabela 7 apresenta um resumo das principais informações relativas ao Conselho de Administração, segregando os dados entre as empresas brasileiras com e sem acionista controlador definido:

Cabe destacar, conforme os dados apresentados na Tabela 7, o baixo percentual médio de conselheiros não indicados pelo controlador nas empresas com controle definido (21%) e o maior número médio de conselheiros indicados pelo controlador (5,9), ambas as médias significativamente diferentes das médias observadas nas empresas que não possuem acionista controlador definido. Já as variáveis que representam o número e a proporção de membros externos no conselho de administração, bem como seu tamanho, não podem ser consideradas significativamente diferentes entre os grupos de empresas com e sem acionista controlado definido.

Tabela 7 - Conselho de Administração das Empresas Brasileiras

VARIÁVEL	Sem Controle Definido		Com Controle Definido		Sem Controle x Com Controle Definido	
	Média	σ	Média	σ	Est-t	p
	N* = 21		N* = 112		Total = 133	
Percentual de Conselheiros não Indicados pelo Controlador (PCANC) (%)	54,19**	43,42	21,11	25,04	9,27	0,00
Número de Conselheiros Indicados pelo Controlador (NCAC)	3,42**	3,44	5,90	3,02	6,76	0,00
Número de Suplentes (SUPL)	1,10	2,64	1,75	3,18	1,77	0,07
Número de Externos (não Administradores) (NEXT)	5,96	2,36	6,36	2,85	1,17	0,24
Percentual de Conselheiros Externos (não Administradores) (PCAEXT)	83,34	13,90	84,29	14,67	0,54	0,58
Número de Membros do Conselho de Administração (Efetivos) (TOTAL)	7,11	2,61	7,44	2,93	0,949	0,34

* O número de empresas classificadas em cada um dos grupos não é igual ao longo do período de análise.

**De acordo com informações disponibilizadas na base de dados da CVM, mesmo para aquelas empresas nas quais não foi indicada a existência de um acionista controlador, houve a sinalização de conselheiros indicados pelo controlador. Acredita-se que, nesse caso, o conselheiro pode ter sido indicado por aquele acionista que possui a maior participação acionária sem que, contudo, exerça controle efetivo.

Fonte: Elaborado pela Autora.

A Tabela 8 apresenta um resumo das principais informações relativas à Estrutura de Propriedade dos dois grupos de empresas:

Tabela 8 - Estrutura de Propriedade das Empresas Brasileiras

VARIÁVEL	Sem Controle Definido		Com Controle Definido		Sem Controle x Com Controle Definido	
	Média	σ	Média	σ	Est-t	p
Participação do Maior Acionista Ordinário em Ações Ordinárias (MORD) (%)	35,53	24,78	55,09	26,45	6,33	0,00
Participação do Maior Acionista Ordinário em Ações Preferenciais (PMORD) (%)	6,94	20,41	12,33	23,00	2,02	0,04
Participação Total do Maior Acionista Ordinário (TMORD) (%)	29,88	21,02	42,53	23,36	4,65	0,00
Alavancagem de Controle (ALAV)	1,21	0,43	1,46	0,70	3,14	0,00
Participação do Maior Acionista Preferencialista em Ações Preferenciais (MPREF) (%)	11,14	22,24	20,60	25,92	3,13	0,00
Participação Total do Maior Acionista (Ações Ordinárias + Preferenciais) (MAIOR TOTAL) (%)	30,25	20,89	43,46	22,97	4,93	0,00

Fonte: Elaborado pela Autora.

No que se refere à estrutura de propriedade, conforme evidenciado na Tabela 8, todas as médias apresentaram-se significativamente diferentes entre os grupos. Nas empresas que possuem acionista controlador definido, o maior acionista ordinário possui em torno de 55,09% das ações desta natureza, e conta ainda com uma participação de, em média, 12,33% nas ações preferenciais da empresa. Isso garante ao maior acionista ordinário em empresas com controle definido, em média, uma participação total de 42,53% das ações da empresa ((ordinárias + preferenciais) / total de ações).

As diferenças observadas entre as empresas sem e com acionista controlador definido repercutem na diferença do indicador de alavancagem de controle entre os dois grupos, que é de 1,21 e 1,46 respectivamente. Os resultados eram esperados, já que a existência ou não de acionista controlador foi o critério usado para separação entre os grupos, mas são importantes para garantir que os mesmos são realmente diferentes nos aspectos relacionados à sua estrutura de propriedade.

5.1.2 Características do Grupo de Controle

A Tabela 9 apresenta as estatísticas descritivas da remuneração executiva para as companhias integrantes do grupo de controle:

Tabela 9 - Características da Remuneração Executiva – Grupo de Controle					
Variável	2007	2008	2009	2010	Total
Remuneração Global (US\$mil/ano)					
Máximo	59.300	65.800	76.000	92.000	92.000
Média	11.081	10.678	12.530	14.955	12.311
Mínimo	259	259	705	810	259
Desvio Padrão	13.810	14.451	16.253	20.939	16.505
Número de Administradores					
Máximo	29,00	31,00	33,00	31,00	33,00
Média	18,97	18,91	19,37	19,69	19,24
Mínimo	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Desvio Padrão	5,49	5,92	5,87	5,95	5,75
Remuneração Média por Administrador (US\$mil/ano)					
Máximo	3.294	3.463	4.000	4.842	4.842
Média	533	508	589	683	578
Mínimo	37	37	89	81	37
Desvio Padrão	663	669	761	939	761

Fonte: Elaborada pela Autora

Segundo as informações dispostas na Tabela 9, a remuneração global média do grupo de controle é US\$ 12.310 mil. Esse valor é visivelmente superior à média das empresas brasileiras (US\$ 3.837 mil). Da mesma forma, a média da remuneração média dos administradores para o grupo de controle é US\$ 578 mil, também consideravelmente maior que a média das empresas brasileiras (US\$ 290 mil). Considerações adicionais sobre as diferenças citadas são feitas na Seção 5.5.2, quando se testa a adequação do grupo de controle.

A Tabela 10 destaca as informações relativas ao conselho de administração, para as empresas do grupo de controle que possuem acionista controlador definido:

Tabela 10 - Características do Conselho de Administração – Grupo de Controle

VARIÁVEL	Com Controle Definido	
	Média	σ
	N = 29	
Percentual de Conselheiros não Indicados pelo Controlador (PCANC) (%)	45,00	31,00
Número de Conselheiros Indicados pelo Controlador (NCAC)	5,63	4,11
Número de Externos (não Administradores) (NEXT)	9,25	3,67
Número de Membros do Conselho de Administração (Efetivos) (TOTAL)	10,61	4,15

Fonte: Elaborada pela Autora.

A Tabela 10 ressalta o fato de que o percentual de conselheiros não indicados pelo controlador nas empresas do grupo de controle que possuem acionista controlador (45%) é maior que aquele das brasileiras de mesma característica (21%) (Tabela 7). O número médio de conselheiros indicados pelo controlador (NCAC) nas empresas do grupo de controle é de 5,63, semelhante ao número médio para as empresas brasileiras (5,90). Por fim, o tamanho médio do conselho de administração das empresas do grupo de controle que possuem acionista controlador definido (10,61) é superior ao observado para o respectivo grupo de empresas brasileiras (7,44).

A Tabela 11 disponibiliza informações a respeito da estrutura de propriedade das empresas integrantes do grupo de controle:

Tabela 11 - Características da Estrutura de Propriedade – Grupo de Controle

Possui Acionista Controlador Definido?	
Sim	29
Não	6
Total	35
Possui Controle Familiar?	
Sim	7
Não	28
Total	35
Empresas com Acionista Controlador Definido – Percentual de Ações Ordinárias Possuídas pelo Controlador (PMORD) (%)	
Mínimo	11,60
Médio	54,58
Máximo	100
Desvio Padrão	18,67

Fonte: Elaborado pela Autora.

Os dados da Tabela 11 demonstram que, nas empresas do grupo de controle que possuem acionista controlador, o percentual médio de ações ordinárias possuídas pelo mesmo (54,58%) é semelhante ao percentual das empresas brasileiras que possuem acionista controlador (55,09%). As demais informações sobre a estrutura de propriedade não puderam ser coletadas para o grupo de controle, pois não estavam disponíveis no relatório 20F.

5.2 SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO AO DESEMPENHO

Em um primeiro momento foram realizadas estimativas das Equações (5) e (7) usando a variável $\Delta \text{LnRemMédia}$ como variável dependente, cujos resultados são destacados no Apêndice C. Apesar de os modelos testados indicarem algumas variáveis estatisticamente significativas, e não apresentarem problemas de heterocedasticidade (erros-padrão com correção de White) ou autocorrelação (pela estatística Durbin-Watson), em ambos persistiram problemas de não-normalidade dos resíduos.

Após serem analisadas as distribuições das variáveis (dependentes e independentes), optou-se pela realização do procedimento denominado *Winsorization*. Este procedimento consiste em uma transformação estatística nos dados que possuem valores extremos, a fim de reduzir a possibilidade de resultados espúrios pela presença de *outliers* (WELSH, 1987).

Para tanto, obteve-se o valor médio de $\Delta \text{LnRemMédia}$ (0,0966) e seu desvio padrão

(0,4916). Aplicando a winsorização a 5%, obteve-se o limite inferior ($0,0966 - 1,96 \cdot 0,4916 = -0,8670$) e superior ($0,0966 + 1,96 \cdot 0,4916 = 1,0602$) para a variável $\Delta LnRemMédia$. Dessa forma, nos casos em que $\Delta LnRemMédia$ mostrou-se abaixo do limite inferior ou acima do limite superior, seus valores foram substituídos por $-0,8670$ e $1,0602$, respectivamente. Das 504 observações (168 empresas, ao longo de 3 anos de análise) 29 foram ajustadas, correspondendo a 5,75% do total das observações.

O cálculo da winsorização também foi efetuado para as variáveis dependentes. Contudo, após realização de novas estimativas utilizando tanto a variável dependente quanto as independentes winsorizadas, somente os modelos nos quais apenas a variável dependente ($\Delta LnRemMédia$) foi winsorizada geraram resultados satisfatórios em termos da não indicação de problemas de não-normalidade dos resíduos.

É importante salientar que tanto os sinais quanto as significâncias dos coeficientes obtidos por meio da utilização da variável original $\Delta LnRemMédia$ (Apêndice C) e da variável winsorizada $\Delta WLnRemMédia$, descritos na próxima seção, foram os mesmos. A diferença principal repousa apenas na normalização dos resíduos.

A variável dependente winsorizada é designada $\Delta WLnRemMédia$, e o modelo estimado para a mensuração da sensibilidade da remuneração ao desempenho é (9):

$$\Delta WLnRemMédia_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta LnVM_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it} \quad (9)$$

Para efetuar uma comparação entre a PPS das empresas brasileiras e do grupo de controle, incluiu-se a variável de interação “*Brasileiras*” e o modelo destacado na equação (9) passou a ser (10):

$$\Delta WLnRemMédia_{it} = \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta LnVM_{it} + \beta_3 Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it} \quad (10)$$

Os resultados obtidos a partir das equações (9) e (10) são destacados na Tabela 12.

Tabela 12 - Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Painel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (painel balanceado): 504 / Erros-padrão com correção de White.

Variável	β	(9)			β	(10)		
		Coef.	Est.t	p		Coef.	Est.t	P
C	0	0,332	2,517	0,012	0	0,359	2,482	0,013
Brasileiras					1	-0,020	-0,543	0,588
$\Delta LnVM$	1	0,198	8,036	0,000	2	0,132	2,736	0,006
Brasileiras* $\Delta LnVM$					3	0,075	1,365	0,173
Ln(AT)		-0,014	-1,461	0,145		-0,015	-1,490	0,137
Endiv		-0,001	-1,963	0,050		-0,001	-1,927	0,055
Comercial		0,071	0,947	0,343		0,070	0,927	0,355
Industrial		-0,010	-0,245	0,806		-0,007	-0,164	0,870
Petrol		-0,017	-0,374	0,708		-0,025	-0,561	0,575
Constr		0,149	2,033	0,042		0,151	2,054	0,041
Util_publica		-0,018	-0,332	0,740		-0,017	-0,320	0,749
R ² Ajustado		0,127				0,125		
Estat. Durbin-Watson		2,161				2,150		
Estatística-f (Prob)		10,11			0,000	8,196		
Prob. Jarque-Bera		0,965				0,952		

Fonte: Elaborado pela Autora.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 12, na equação (9) o sinal positivo (0,198) e a significância (1%) de β_1 indicam que a remuneração executiva é sensível ao desempenho na amostra como um todo.

Na equação (10), ao inserir o termo de interação representativo das empresas brasileiras, percebe-se que o coeficiente que acompanha a variável $\Delta LnVM$ é positivo (0,132) e estatisticamente significativo (1%). Já o coeficiente β_3 do termo de interação $Brasileiras * \Delta LnVM$ é positivo (0,075), porém não é estatisticamente significativo.

Em conjunto, os resultados indicam que considerado todo o período de análise, e sem fazer qualquer segregação relativa às características de governança da empresa, a remuneração executiva apresenta sensibilidade ao desempenho, e nas empresas brasileiras tal sensibilidade não é maior comparativamente ao grupo de controle.

O endividamento demonstrou ter relação estatisticamente significativa (5%) e negativa com $\Delta WLnRemMed$ nas duas equações. Isso significa que nos casos em que o endividamento aumenta, $\Delta WLnRemMed$ diminui, ou seja, o endividamento relaciona-se negativamente com variações no valor da remuneração executiva. O endividamento é constantemente usado como variável de controle nos estudos sobre PPS, pois espera-se que a estrutura da remuneração executiva seja determinada não apenas pela relação entre gestores e proprietários, mas também pelas relações de agência com outras partes interessadas, que fazem parte do

conjunto de contratos no qual a empresa está inserida. Dessa forma, empresas mais endividadas tendem a decidir por estruturas que conduzem à menor alinhamento entre os interesses de executivos e proprietários, a fim de reduzir os custos de agência oriundos da dívida, esse modelo é conhecido como *agency cost of debt model* (JOHN; JOHN, 1993).

Além disso, em ambas as equações o setor da Construção se relaciona positivamente com a $\Delta WLnRemMed$, ou seja, nesse setor a variação na remuneração é maior comparativamente aos demais. Acredita-se que os resultados podem ser explicados pelo fato de que os anos contemplados no estudo representaram um período de forte expansão do setor no Brasil.

5.3 IMPACTO DA DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES

A fim de verificar se a lei exerceu impacto significativo sobre a PPS foi aplicado o método DID, tendo sido inseridos termos de interação com a variável *dummy* denominada “Lei”, correspondente a “1” para o ano de 2010, e “0” para os anos de 2008 e 2009, resultando em (11):

$$\begin{aligned} \Delta WLnRemMédia_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta LnVM_{it} + \beta_3 Lei + \beta_4 Brasileiras \times Lei \\ & + \beta_5 Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_6 Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} + \beta_7 Lei \times Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} \\ & + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it} \end{aligned} \quad (11)$$

Os resultados obtidos por meio da equação (11) são destacados na Tabela 13.

Por meio das informações dispostas na Tabela 13, percebe-se que ao se salientar o efeito do ano de 2010, por meio da interação dos termos com a *dummy Lei*, os resultados evidenciados continuam indicando a existência de sensibilidade da remuneração ao desempenho na amostra como um todo, com base no sinal positivo (0,125) e significância (5%) do coeficiente β_2 , que acompanha a variável $\Delta LnVM$.

Entretanto, nenhum dos coeficientes dos termos de interação ($\beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$) demonstrou significância estatística. Dessa forma, a partir dos resultados de β_7 e sem a segregação das empresas em termos de suas características de governança, não é possível afirmar que existe um efeito diferencial da lei, no ano de 2010, sobre a PPS das empresas brasileiras.

Tabela 13 - Impacto da Divulgação Obrigatória de Informações

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Pannel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (panel balanceado): 504 / Erros-padrão com correção de White

Variável	β	Coef.	(11) Est.t	P
C	0	0,354	2,387	0,017
Brasileiras	1	-0,012	-0,251	0,802
$\Delta LnVM$	2	0,125	2,257	0,024
Lei	3	-0,012	-0,178	0,859
Brasileiras*Lei	4	0,003	0,032	0,975
Lei* $\Delta LnVM$	5	0,064	0,441	0,659
Brasileiras* $\Delta LnVM$	6	0,089	1,411	0,159
Lei*Brasileiras* $\Delta LnVM$	7	-0,177	-0,939	0,348
Ln(AT)		-0,015	-1,414	0,158
Endiv		-0,001	-1,985	0,048
Comercial		0,075	1,003	0,316
Industrial		-0,006	-0,138	0,890
Petrol		-0,028	-0,599	0,550
Constr		0,150	2,041	0,042
Util_Publica		-0,022	-0,406	0,685
R ² Ajustado		0,120		
Estatística Durbin-Watson		2,104		
Estatística-F (Prob.)		5,913		0,000
Prob. Jarque-Bera		0,961		

Fonte: Elaborado pela Autora.

Com base nesses resultados, rejeita-se H1, já que não é possível afirmar que o aumento da transparência oriundo da aprovação da lei tenha conduzido a um aumento indiscriminado da PPS. De acordo com o desenvolvimento de H1, é possível perceber que a mesma se baseia fortemente na ideia de assimetria de informação existente entre o principal e o agente, que permite ao último utilizar a remuneração executiva para obter benefícios à custa dos acionistas (BARAKO, 2007). Essa abordagem foca no conflito entre acionistas (principais) e gestores (agentes).

Acredita-se que algumas explicações para os resultados encontrados na equação (11) podem ser:

- (1) a lei realmente não exerceu qualquer efeito sobre a PPS nas empresas brasileiras;
- (2) a lei pode ter exercido efeitos distintos sobre a PPS nas empresas brasileiras, em virtude de uma ou mais características específicas não observadas em (11). Ou seja, em

determinadas empresas a aprovação da lei pode ter ocasionado um aumento da PPS, enquanto causou uma diminuição da PPS em outras; ou

(3) para a maioria das empresas a lei não exerceu qualquer impacto na PPS, mas é possível que para um grupo pouco representativo dentro da amostra o efeito (positivo ou negativo) tenha sido significativo e o modelo em (11) não esteja capturando esse efeito.

Além disso, conforme destacam Jensen e Murphy (1990), é possível que para certos grupos de empresas, a maior transparência tenha conduzido ao nivelamento (ou à limitação) dos valores pagos aos executivos, na tentativa de evitar o escrutínio público e os custos políticos associados.

Por fim, as variáveis *Endiv* e *Constr* continuam demonstrando o mesmo sinal e significância já apresentados nas outras equações.

5.3.1 Influência da Estrutura de Propriedade

Conforme formulado em H1a, espera-se que a estrutura de propriedade da empresa possa refletir na sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho. A fim de avaliar tanto o relacionamento entre a concentração de poder de voto (nesse caso, ausência de acionista controlador), representada pela variável “*NãoControl*” e a PPS, bem como o efeito da legislação sobre essa relação, foi aplicado o método DDD, tendo sido testados os modelos (12) e (13). No total, 27 empresas foram classificadas como não controladas (21 brasileiras e 6 do grupo de controle).

$$\Delta WLn \text{ Re } mMed_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta LnVM_{it} + \beta_2 NãoControl + \beta_3 NãoControl \times \Delta LnVM_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it} \quad (12)$$

$$\begin{aligned} \Delta WLn \text{ Re } mMed_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta LnVM_{it} + \beta_3 NãoControl + \beta_4 Brasileiras \times NãoControl \\ & + \beta_5 Lei + \beta_6 Lei \times Brasileiras + \beta_7 Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_8 Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} \\ & + \beta_9 Brasileiras \times Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{10} Lei \times NãoControl + \beta_{11} Lei \times Brasileiras \times NãoControl \\ & + \beta_{12} NãoControl \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{13} Brasileiras \times NãoControl \times \Delta LnVM_{it} \\ & + \beta_{14} Lei \times NãoControl \times \Delta LnVM + \beta_{15} Lei \times Brasileiras \times NãoControl \times \Delta LnVM + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it} \end{aligned} \quad (13)$$

Os resultados obtidos por meio das Equações (12) e (13) são fornecidos na Tabela 14.

Na equação (12) o coeficiente que demonstra a alteração na PPS em virtude da inexistência de acionista controlador definido é β_3 , que acompanha $N\tilde{a}oControl*\Delta LnVM$. Os resultados continuam demonstrando que a remuneração é sensível ao desempenho na amostra como um todo, pois β_1 é positivo (0,196) e estatisticamente significativo (1%). Entretanto, não parecem existir diferenças significativas entre a PPS de empresas com ou sem acionista controlador definido, considerando β_3 , sem que seja feita qualquer separação entre empresas brasileiras e demais, no período antes ou depois da lei.

Tabela 14 - Influência da Estrutura de Propriedade

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Painel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (painel balanceado): 504 / Erros-padrão com correção de White

Variável	(12)				(13)			
	β	Coef.	Est.t	p	β	Coef.	Est.t	P
C	0	0,339	2,542	0,011	0	0,358	2,348	0,019
Brasileiras					1	-0,038	-0,722	0,471
$\Delta LnVM$	1	0,196	7,452	0,000	2	0,129	2,113	0,035
Nãocontrol	2	-0,028	-0,579	0,563	3	-0,126	-1,054	0,292
Brasileiras*NãoControl					4	0,144	0,985	0,325
Lei					5	-0,032	-0,396	0,692
Brasileiras*lei					6	0,044	0,439	0,661
Lei* $\Delta LnVM$					7	0,102	0,580	0,562
Brasileiras* $\Delta LnVM$					8	0,083	1,206	0,229
Lei*Brasileiras* $\Delta LnVM$					9	-0,261	-1,163	0,245
Lei*NãoControl					10	0,074	0,542	0,588
Lei*Brasileiras*NãoControl					11	-0,187	-0,992	0,322
NãoControl* $\Delta LnVM$	3	0,020	0,270	0,788	12	-0,042	-0,279	0,781
Brasileiras*NãoControl* $\Delta LnVM$					13	0,050	0,290	0,772
Lei*NãoControl*$\Delta LnVM$					14	-0,600	-2,279	0,023
Lei*Brasileiras*NãoControl*$\Delta LnVM$					15	0,849	2,352	0,019
Ln(at)		-0,014	-1,482	0,139		-0,013	-1,256	0,210
Endiv		-0,001	-1,961	0,050		-0,002	-2,208	0,028
Comercial		0,072	0,962	0,337		0,074	0,949	0,343
Industrial		-0,010	-0,255	0,799		-0,006	-0,138	0,890
Petrol		-0,022	-0,475	0,635		-0,044	-1,000	0,318
Constr		0,149	1,995	0,047		0,159	2,065	0,039
Util_publica		-0,021	-0,377	0,706		-0,029	-0,530	0,597
R ² Ajustado		0,124				0,110		
Estatística Durbin-Watson		2,165				2,155		
Estatística-F (Prob)		8,098		0,000		3,858		0,000
Prob. Jarque-Bera		0,965				0,956		

Fonte: Elaborado pela Autora.

Nos resultados da equação (13) destacados na Tabela 14, continua sendo constatada a significância estatística (5%) de $\Delta \ln VM$, com um coeficiente de (0,129). O coeficiente de interesse β_{15} , que acompanha o termo $Lei*Brasileiras*NãoControl*\Delta \ln VM$ e representa o impacto da legislação sobre a PPS nas empresas brasileiras que não possuem acionista controlador, demonstrou uma relação positiva (0,849) e estatisticamente significativa (5%) com $\Delta WLnRemMed$.

Além disso, o termo de interação $Lei*NãoControl*\Delta \ln VM$ também demonstra ser estatisticamente significativo, com um coeficiente negativo (-0,60). Esse termo permite capturar possíveis fenômenos ocorridos no ano de 2010, alheios à legislação aplicável às empresas brasileiras, que afetaram a sensibilidade da remuneração ao desempenho em empresas não controladas. Além disso, permanecem estatisticamente significativos (5%) o endividamento da empresa e a variável que representa o setor da Construção, com o mesmo sinal observado em todas as equações anteriores.

Com base nos resultados da equação (13) não é possível rejeitar H1a, ou seja, existem indícios de que o aumento da transparência pode ter ocasionado uma variação positiva na PPS das empresas brasileiras que não possuem acionista controlador definido. Considerando os resultados de (11) e (13) em conjunto, pode-se presumir que para a maioria das empresas brasileiras a lei não exerceu qualquer impacto na PPS, mas para o restrito grupo de empresas que não possuem acionista controlador, seu efeito foi positivo e estatisticamente significativo.

Os resultados são convergentes com o argumento de que empresas caracterizadas pela existência de investidores com participação acionária significativa e/ou controladas por um grupo familiar o processo de comunicação empresarial apresenta uma dinâmica distinta e, logo, que as informações divulgadas ao público externo não desempenhem um papel tão significativo na quebra de assimetria informacional (LOPES; MARTINS, 2007). Além disso, nessas empresas o monitoramento atuante dos acionistas minoritários se apoia não apenas na disponibilidade e fluxo contínuo de informações relevantes, mas também no conjunto de regras que garantam efetivamente que seus direitos legais sejam observados (CARVALHO, 2007, p. 29), ou seja, o aumento da transparência por si só pode não ser suficiente para garantir aumento da PPS nas empresas que possuem acionista controlador. Por outro lado, a tradicional abordagem do efeito da transparência sobre a remuneração executiva, baseada no conflito principal x agente, pode explicar os efeitos da lei no grupo restrito de empresas que não possuem acionista controlador.

5.3.2 Influência da Propriedade Familiar

A hipótese H1b destaca a possibilidade de que a identidade do controlador impacte na sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho, e que o efeito do advento da divulgação obrigatória de informações sobre a PPS pode ser diferente nas empresas que possuem controle familiar (*Fam*). No total, 22 empresas brasileiras e 7 empresas do grupo de controle foram classificadas como de propriedade familiar, totalizando 29. Foram estimados dois modelos (14) e (15):

$$\Delta WLn RemMed_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta LnVM_{it} + \beta_2 Fam + \beta_3 Fam \times \Delta LnVM_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it} \quad (14)$$

$$\begin{aligned} \Delta WLn RemMed_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta LnVM_{it} + \beta_3 Fam + \beta_4 Brasileiras \times Fam \\ & + \beta_5 Lei + \beta_6 Lei \times Brasileiras + \beta_7 Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_8 Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} \\ & + \beta_9 Lei \times Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{10} Lei \times Fam + \beta_{11} Lei \times Brasileiras \times Fam \\ & + \beta_{12} Fam \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{13} Brasileiras \times Fam \times \Delta LnVM_{it} \\ & + \beta_{14} Lei \times Fam \times \Delta LnVM + \beta_{15} Brasileiras \times Lei \times Fam \times \Delta LnVM + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it} \end{aligned} \quad (15)$$

Os resultados das equações (14) e (15) são destacados na Tabela 15.

Tabela 15 - Influência da Identidade do Controlador

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Painel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (painel balanceado): 504 / Erros-padrão com correção de White

Variável	β	(14)			β	(15)		
		Coef.	Est.t	p		Coef.	Est.t	P
C	0	0,327	2,456	0,014	0	0,310	2,016	0,044
Brasileiras					1	-0,055	0,013	0,990
$\Delta LnVM$	1	0,205	6,866	0,000	2	0,150	2,413	0,016
Fam	2	0,004	0,116	0,908	3	0,081	1,112	0,267
Brasileiras*Fam					4	-0,056	-0,514	0,607
Lei					5	0,042	0,640	0,523
Brasileiras*Lei					6	-0,055	-0,631	0,528
Lei* $\Delta LnVM$					7	0,016	0,103	0,918
Brasileiras* $\Delta LnVM$					8	0,062	0,854	0,393
Lei*Brasileiras* $\Delta LnVM$					9	-0,014	-0,062	0,951
Lei*Fam					10	-0,423	-4,864	0,000
Lei*Brasileiras*Fam					11	0,410	2,543	0,011

Fonte: Elaborado pela Autora.

Tabela 15 - Influência da Identidade do Controlador (continuação)

Variável	β	(14)			β	(15)		
		Coef.	Est.t	p		Coef.	Est.t	P
Fam* Δ LnVM	3	-0,035	-0,753	0,452	12	-0,120	-1,093	0,275
Brasileiras*Fam* Δ LnVM					13	0,131	1,071	0,285
Lei*Fam*ΔLnVM					14	0,608	2,601	0,010
Brasileiras*lei*Fam*ΔLnVM					15	-0,982	-3,074	0,002
Ln(at)		-0,014	-1,425	0,155		-0,013	-1,223	0,222
Endiv		-0,001	-1,935	0,054		-0,001	-1,856	0,064
Comercial		0,071	0,942	0,346		0,085	1,082	0,280
Industrial		-0,009	-0,235	0,815		0,001	0,019	0,985
Petrol		-0,016	-0,344	0,731		-0,025	-0,488	0,626
Constr		0,149	2,036	0,042		0,157	2,116	0,035
Util_publica		-0,018	-0,325	0,746		-0,012	-0,205	0,838
R ² ajustado		0,124				0,115		
Estatística Durbin-Watson		2,159				2,147		
Estatística-f (Prob)		8,101		0,000		3,962		0,000
Prob (Jarque-bera)		0,948				0,878		

Fonte: Elaborado pela Autora.

Os resultados da equação (14), evidenciados na Tabela 15, não indicam existir, a priori, diferenças entre a sensibilidade da remuneração ao desempenho das empresas com controle familiar e demais empresas. Porém, os resultados da equação (15) indicam ter ocorrido uma mudança, para as companhias brasileiras, com a introdução da divulgação obrigatória de informações. O coeficiente β_{15} mostrou-se negativo (-0,982) e estatisticamente significativo a 1%. Isso indica que o efeito incremental da introdução da lei nas empresas brasileiras de controle familiar foi significativamente diferente daquele observado nas demais empresas, não sendo possível, portanto, rejeitar H1b.

Ao mesmo tempo, o coeficiente β_2 , que acompanha Δ LnVM, permaneceu com mesmo sinal e significância estatística já observados nas demais equações. Cabe também salientar que o coeficiente β_{14} , que acompanha *Lei*Fam* Δ LnVM*, mostrou-se positivo (0,608) e estatisticamente significativo (1%) capturando possíveis fatores que tenham elevado a PPS em empresas familiares no ano de 2010, não relacionados com a legislação brasileira. Para avaliar a PPS obtida com base na equação (15), para cada um dos grupos de empresas, é útil observar as informações apresentadas na Seção 5.3.4. As demais variáveis significativas (β_{10} e β_{11}) capturam efeitos diversos à lei ou à nacionalidade da empresa que afetam a Δ LnVM, porém não se relacionam com sua sensibilidade ao desempenho. Além disso, *Endiv* e *Constr* continuam apresentando os mesmos sinais e significâncias estatísticas destacados nos

modelos anteriores.

Sintetizando os resultados obtidos, os mesmos permitem inferir que ao segregar as empresas com propriedade familiar daquelas empresas caracterizadas por outros tipos de estrutura de propriedade, obtêm-se evidências de que o efeito da lei sobre a PPS das primeiras foi diferente. Uma possível explicação para os resultados destacados é que, dentre os outros tipos de estrutura de propriedade mencionados estão tanto aquelas empresas que não possuem acionista controlador (para as quais já foi observado, por meio da não rejeição de H1a, que a lei pode ter causado aumento na PPS), quanto empresas controladas por investidores institucionais, pelo governo, dentre outras. Logo, o sinal negativo e significância de β_{15} na equação (15) são coerentes com a possibilidade de que a transparência não tenha causado qualquer efeito sobre a PPS das empresas familiares, ao passo que tenha causado efeito positivo sobre a PPS das demais empresas.

5.3.3 Relevância da Independência do Conselho de Administração

Na hipótese H1c avalia-se a relação entre a PPS e a dependência do Conselho de administração, assim como sua interação com o advento da divulgação obrigatória de informações. Cabe destacar que a independência do conselho de administração pode ser avaliada sob duas perspectivas: 1) independência com relação ao acionista controlador; 2) independência com relação à administração da empresa. No presente estudo, o objetivo é avaliar os efeitos da lei sobre conselhos de administração dependentes da figura do controlador.

No que se refere à dependência entre conselho de administração e acionista controlador, foram estimados dois modelos, incluindo termos de interação com a variável *dummy* *CAC*, correspondente a “1” para empresas nas quais mais de 50% dos membros do Conselho de Administração foram indicados pelo acionista controlador e “0” para as demais. Assim, foram estimadas as equações (16) e (17):

$$\Delta WLn Re mMed_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Ln VM_{it} + \beta_2 CAC + \beta_3 CAC \times \Delta Ln VM_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it} \quad (16)$$

$$\begin{aligned}
\Delta WLnRemMed_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta LnVM_{it} + \beta_3 CAC + \beta_4 Brasileiras \times CAC \\
& + \beta_5 Lei + \beta_6 Lei \times Brasileiras + \beta_7 Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_8 Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} \\
& + \beta_9 Brasileiras \times Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{10} Lei \times CAC + \beta_{11} Lei \times Brasileiras \times CAC \\
& + \beta_{12} CAC \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{13} Brasileiras \times CAC \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{14} Lei \times CAC \times \Delta LnVM_{it} \\
& + \beta_{15} Lei \times Brasileiras \times CAC \times \Delta LnVM + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}
\end{aligned} \tag{17}$$

Os resultados obtidos por meio das equações (16) e (17) constam na Tabela 16:

Tabela 16 - Relevância da Independência do Conselho de Administração

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Painel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (painel balanceado): 504 / Erros-padrão com correção de White.

Variável	β	Coef.	(16) Est.t	P	β	Coef.	(17) Est.t	p
C	0	0,341	2,558	0,011	0	0,269	1,711	0,088
Brasileiras					1	0,098	0,886	0,376
$\Delta LnVM$	1	0,200	3,761	0,000	2	-0,039	-0,339	0,735
CAC	2	-0,022	-0,482	0,630	3	0,079	0,872	0,383
Brasileiras *CAC					4	-0,132	-1,102	0,271
Lei					5	0,079	0,694	0,488
Brasileiras*Lei					6	-0,200	-1,175	0,241
Lei*$\Delta LnVM$					7	0,087	0,249	0,804
Brasileiras *$\Delta LnVM$					8	0,279	2,145	0,033
Lei*Brasileiras*$\Delta LnVM$					9	0,016	0,040	0,968
Lei*CAC					10	-0,143	-1,076	0,283
Lei* Brasileiras *CAC					11	0,269	1,396	0,163
CAC*$\Delta LnVM$	3	-0,003	0,059	0,957	12	0,222	1,724	0,085
Brasileiras *CAC*$\Delta LnVM$					13	-0,256	-1,759	0,079
Lei*CAC* $\Delta LnVM$					14	0,044	0,117	0,907
Lei* Brasileiras *CAC* $\Delta LnVM$					15	-0,300	-0,674	0,501
Ln(at)		-0,014	-1,380	0,168		-0,013	-1,245	0,214
Endiv		-0,001	-1,941	0,052		-0,002	-2,171	0,030
Comercial		0,073	0,983	0,326		0,080	1,039	0,300
Industrial		-0,009	-0,233	0,815		-0,008	-0,188	0,851
Petrol		-0,013	-0,271	0,786		-0,028	-0,667	0,505
Constr		0,146	1,970	0,049		0,144	1,907	0,057
Util_publica		-0,014	-0,264	0,791		-0,023	-0,415	0,678
R ² Ajustado		0,123				0,134		
Estatística Durbin-Watson		2,164				2,101		
Estatística-F (Prob)		8,080			0,000	4,524		
Prob (Jarque-bera)		0,973				0,458		

Fonte: Elaborado pela Autora.

Os números destacados na Tabela 16, para a equação (16) indicam não existir qualquer diferença significativa entre a PPS em empresas com conselhos controladores ou não, levando

em conta todo o período de análise e sem fazer qualquer distinção entre empresas brasileiras ou do grupo de controle.

Na equação (17), β_2 perde significância estatística e β_8 indica haver um diferencial na PPS das empresas brasileiras, pois o coeficiente é positivo (0,279) e estatisticamente significativo (5%). Além disso, o coeficiente β_{12} , que acompanha $CAC*\Delta LnVM$, e o coeficiente β_{13} , da variável $Brasileiras*CAC*\Delta LnVM$ são marginalmente significativos (10%), sendo os mesmos positivo (0,222) e negativo (-0,256) respectivamente.

Interpretando β_2 , β_{12} e β_{13} conjuntamente é possível perceber que há, para as empresas brasileiras com conselhos de administração dependentes, uma PPS menor (0,245), comparativamente às empresas como um todo (0,279), o que fornece indícios de que a falta de independência do conselho de administração no Brasil pode conduzir a estruturas de pagamento menos eficientes em atrelar o desempenho do gestor ao desempenho da empresa. Contudo, não é possível avaliar, apenas por meio desses resultados, se essa diferença pode ser considerada significativa. No mesmo sentido, não é possível descartar a possibilidade de que a PPS mais elevada (0,279) para o grupo de empresas que NÃO possui conselhos dependentes da figura do controlador seja reflexo da independência do conselho de administração. A fim de esclarecer esses aspectos, informações mais detalhadas sobre o cálculo das sensibilidades indicadas são fornecidas na Seção 5.3.4.

Na equação (17) os resultados não indicam existir qualquer efeito adicional da lei sobre a PPS nas empresas brasileiras com conselhos de administração dependentes, uma vez que o coeficiente β_{15} do termo de interação $Lei*Brasileiras*CAC*\Delta LnVM$ não possui significância estatística, conduzindo à rejeição de H1c. As variáveis *Endiv* e *Constr* continuam apresentando mesmo sinal e significância estatística já demonstrados nas demais equações.

Os resultados da equação (17) podem ser analisados à luz daqueles obtidos em (11), (13) e (15), bem como das características descritivas fornecidas na Seção 5.1.1. Uma vez que H1 foi rejeitada, com base nos resultados da equação (11), descartou-se a possibilidade de que lei tenha gerado um impacto médio positivo na PPS de todas as empresas brasileiras indiscriminadamente. Ao mesmo tempo, Como H1a não pode ser rejeitada, levando-se em conta os resultados da equação (13), há indícios de que apenas para o grupo restrito de empresas nas quais não há acionista controlador definido a lei tenha gerado um impacto positivo sobre a PPS.

Da mesma forma, como não foi possível rejeitar H1b, a partir dos resultados obtidos

na equação (15), sabe-se que a lei não gerou impacto sobre a PPS das empresas familiares, nas quais também se espera que a maioria dos membros do conselho de administração seja dependente do controlador, em muitos casos inclusive membro(s) da(s) família(s) que exerce(m) o controle.

Observando-se as estatísticas descritivas foi possível constatar que nas empresas brasileiras com acionista controlador definido, os percentuais de membros do conselho de administração indicados e não indicados pelo controlador são de, respectivamente, 78,90% e 21,11%, enquanto que nas empresas que não possuem acionista controlador, esses percentuais são de 45,81% e 54,19%, respectivamente. Sendo assim, seguindo a classificação proposta nesse estudo, as empresas que possuem conselhos de administração dependentes são, necessariamente, aquelas que possuem acionista controlador definido.

Portanto, os resultados obtidos na equação (17) salientam o fato de que embora existam indícios de que a independência/dependência do conselho de administração possa influenciar a PPS, não houve efeito distinto da lei para os dois grupos de empresas em questão. Acredita-se que uma explicação possível é que o grupo de empresas que possui conselho de administração dependente da figura do controlador é muito heterogêneo em termos de sua estrutura de propriedade. Possivelmente, o efeito da dependência do conselho com relação ao acionista controlador sobre a PPS seja distinto, dependendo do tipo de controlador que os conselheiros representam. Por exemplo, no caso de conselhos de administração de empresas familiares, a tendência é que o efeito da lei sobre a PPS seja negativo em comparação às demais empresas, ao passo que no caso das empresas cujos controladores são investidores institucionais ou o governo, o resultado esperado não é tão claro. Isso significa que para identificar de maneira mais adequada o efeito da dependência do conselho de administração sobre a PPS, em virtude do aumento da transparência, seria necessário incluir na análise variáveis representativas do tipo de controle exercido na empresa.

5.3.4 Considerações sobre a PPS

A Tabela 17 apresenta o somatório dos coeficientes obtidos por meio da regressão 13 (H1a), com o objetivo é tecer considerações sobre a PPS em cada um dos grupos de empresas

analisados, inicialmente considerando todos os coeficientes encontrados, significativos ou não. Assim, procedeu-se um teste de hipótese conjunta, onde se assumiu, na hipótese nula, que o somatório dos mesmos era igual à zero.

Tabela 17 – Síntese do Cálculo da PPS em H1a

G	EMPRESAS	FÓRMULA	COEFICIENTES	Est-t / Est-F (Sig.)
2	Brasileiras, antes da Lei	$\beta_2 + \beta_8$	0,129**+0,083	0,212***
3	Grupo de controle, após a Lei	$\beta_2 + \beta_7$	0,129**+0,102	0,231
4	Brasileiras, após a Lei	$\beta_2 + \beta_7 + \beta_8 + \beta_9$	0,129**+0,102+0,083-0,261	0,053
5	Grupo de controle, sem acionista controlador definido, antes da Lei	$\beta_2 + \beta_{12}$	0,129**-0,042	0,087
6	Brasileiras, sem acionista controlador definido, antes da Lei	$\beta_2 + \beta_8 + \beta_{12} + \beta_{13}$	0,129**+0,083-0,042+0,050	0,219***
7	Grupo de controle, sem acionista controlador definido, após a Lei	$\beta_2 + \beta_7 + \beta_{12} + \beta_{14}$	0,129**+0,102-0,042-0,600**	-0,411**
8	Brasileiras, sem acionista controlador definido, após a Lei	$\beta_2 + \beta_7 + \beta_8 + \beta_9 + \beta_{12} + \beta_{13} + \beta_{14} + \beta_{15}$	0,129**+0,102+0,083-0,261-0,042+0,050-0,600**+0,849**	0,309

Fonte: Elaborado pela Autora.

Conforme os resultados demonstrados na Tabela 17, referente às empresas brasileiras, nota-se uma PPS de 0,212 para o Grupo 2: empresas brasileiras antes da lei, e de 0,219 para o Grupo 6: Brasileiras, sem acionista controlador definido, antes da Lei. Os valores são muito próximos, o que permite dizer que a PPS para as empresas brasileiras no período analisado é semelhante. Para a PPS das empresas do Grupo 8: Brasileiras, sem acionista controlador definido, após a Lei, não foi possível comprovar a significância estatística do somatório de todos os coeficientes, que foi de 0,309.

A Tabela 18 demonstra o somatório dos coeficientes para o cálculo da PPS em H1b:

Tabela 18 – Síntese do Cálculo da PPS em H1b

G	EMPRESAS	FÓRMULA	COEFICIENTES	PPS Final (Sig. Est-t / Est-F)
1	Grupo de controle, antes da Lei	β_2	0,15**	0,150**
2	Brasileiras, antes da Lei	$\beta_2 + \beta_8$	0,15**+0,062	0,212***
3	Grupo de controle, após a Lei	$\beta_2 + \beta_7$	0,15**+0,016	0,166
4	Brasileiras, após a Lei	$\beta_2 + \beta_7 + \beta_8 + \beta_9$	0,15**+0,016+0,062 -0,014	0,242
5	Grupo de controle, familiares, antes da Lei	$\beta_2 + \beta_{12}$	0,15**-0,120	0,030
6	Brasileiras, familiares, antes da Lei	$\beta_2 + \beta_8 + \beta_{12} + \beta_{13}$	0,15**+0,062-0,120+0,131	0,223***
7	Grupo de controle, familiares, após a Lei	$\beta_2 + \beta_7 + \beta_{12} + \beta_{14}$	0,15**+0,016-0,120+0,608**	0,654***
8	Brasileiras, familiares, após a Lei	$\beta_2 + \beta_7 + \beta_8 + \beta_9 + \beta_{12} + \beta_{13} + \beta_{14} + \beta_{15}$	0,15**+0,016+0,062-0,014-0,120+0,131+0,608**-0,982***	0,149

Fonte: Elaborado pela Autora.

As considerações que podem ser tecidas por meio dos resultados da Tabela 18 são muito semelhantes as da Tabela 17, ou seja, referente às empresas brasileiras, nota-se uma PPS de 0,212 para o Grupo 2: empresas brasileiras antes da lei, e de 0,223 para o Grupo 6: Brasileiras, familiares, antes da Lei. Os valores também são muito próximos, indicando que pode não existir diferenças antes da lei para os dois grupos. Para a PPS das empresas do Grupo 8: Brasileiras, sem acionista familiares, após a Lei, também não foi possível comprovar a significância estatística da PPS obtida pelo somatório de todos os coeficientes, que foi de 0,149.

A Tabela 19 evidencia o somatório dos coeficientes para o cálculo da PPS em H1c:

Tabela 19 – Síntese do Cálculo da PPS em H1c

G	EMPRESAS	FÓRMULA	COEFICIENTES	PPS Final (Sig. Est-t / Est-F)
1	Grupo de controle, antes da Lei	β_2	-0,039	-0.039
2	Brasileiras, antes da Lei	$\beta_2+\beta_8$	-0,039+0,279**	0,240***
3	Grupo de controle, após a Lei	$\beta_2+\beta_7$	-0,039+0,087	0,048
4	Brasileiras, após a Lei	$\beta_2+\beta_7+\beta_8+\beta_9$	-0,039+0,087+0,279**+0,016	0,343*
5	Grupo de controle, com CA dependente, antes da Lei	$\beta_2+\beta_{12}$	-0,039+0,222*	0,183***
6	Brasileiras, com CA dependente, antes da Lei	$\beta_2+\beta_8+\beta_{12}+\beta_{13}$	-0,039+0,279**+0,222*-0,256*	0,206***
7	Grupo de controle, com CA dependente, após a Lei	$\beta_2+\beta_7+\beta_{12}+\beta_{14}$	-0,039+0,087+0,222*+0,044	0,314***
8	Brasileiras, com CA dependente, após a Lei	$\beta_2+\beta_7+\beta_8+\beta_9+\beta_{12}+\beta_{13}+\beta_{14}+\beta_{15}$	-0,039+0,087+0,279**+0,016+0,222*-0,256*+0,044-0,300	0,0530

Fonte: Elaborado pela Autora.

De acordo com os resultados da Tabela 19, destacando os valores significativos segundo o teste de hipótese conjunta, para o Grupo 2: Brasileiras, antes da Lei, obteve-se uma PPS de 0,240, enquanto que para o Grupo 5: Brasileiras, após a Lei, a PPS foi de 0,343. Para o Grupo 6: Brasileiras, com CA dependente, antes da Lei, a PPS encontrada foi de 0,206. Os números indicam dois resultados importantes: primeiro, a PPS após a lei (0,343) é superior ao valor referente ao período antes da lei (0,240) em 0,103, embora caiba salientar que o primeiro é apenas marginalmente significativo (10%). Em segundo, a PPS obtida para as empresas que possuem CA dependente, antes da lei (0,206), é inferior ao obtido para as empresas brasileiras como um todo (0,240), mas a diferença é de apenas 0,034.

Adicionalmente, foram calculadas as PPS para os grupos em cada uma das três hipóteses testadas, considerando apenas os coeficientes significativos em cada regressão, e

foram testadas suas significâncias conjuntas. Os resultados são fornecidos na Tabela 20:

Tabela 20 – Síntese dos Coeficientes Significativos para o Cálculo da PPS

G	Empresas	Coeficientes Significativos	PPS Final (Sig. Est-t / Est-F)
H1a - Equação 13			
2	Brasileiras, antes da Lei	0,129**	0,129**
4	Brasileiras, após a Lei	0,129**	0,129**
6	Brasileiras, sem acionista controlador definido, antes da Lei	0,129**	0,129**
8	Brasileiras, sem acionista controlador definido, após a Lei	0,129** - 0,600** +0,842**	0,371***
H1b - Equação 15			
2	Brasileiras, antes da Lei	0,15**	0,15**
4	Brasileiras, após a Lei	0,15**	0,15**
6	Brasileiras, familiares, antes da Lei	0,15**	0,15**
8	Brasileiras, familiares, após a Lei	0,15**+0,608** - 0,982***	-0,224
H1c - Equação 17			
2	Brasileiras, antes da Lei	0,279**	0,279**
4	Brasileiras, após a Lei	0,279**	0,279**
6	Brasileiras, com conselho de administração dependente, antes da Lei	0,279**+0,222*-0,256*	0,245**
8	Brasileiras, com conselho de administração dependente, após a Lei	0,279** + 0,222* - 0,256*	0,245**

Fonte: Elaborado pela Autora.

De acordo com os dados da Tabela 20, no teste da hipótese H1a, salienta-se que, a PPS das empresas brasileiras sem acionista controlador definido após a lei, obtida apenas pelo somatório dos coeficientes significativos é de 0,371. A estatística-F aponta a significância conjunta dos mesmos a 1%. Esse valor, portanto, corresponde a um diferencial de 0,242 (0,371-0,129) na PPS para esse grupo de empresas, comparativamente às demais. Já para o teste de H1b, embora tenha se constatado o efeito negativo da lei sobre a PPS das empresas brasileiras familiares, o teste de significância conjunta dos coeficientes não indica que o resultado de -0,224 para a PPS dessas empresas seja robusto. No teste de H1c, cabe salienta a PPS para as empresas brasileiras (0,279), que se mostra sensivelmente inferior ao se considerar empresas brasileiras com conselhos dependentes (0,245).

5.4 USANDO MEDIDAS ALTERNATIVAS PARA AS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS SELECIONADAS

Foram estimados modelos usando medidas alternativas para as variáveis independentes e dependente do estudo. O objetivo é apenas lançar questões relativas a outros pontos relevantes de pesquisa não contemplados nos objetivos principais da pesquisa. As medidas alternativas foram:

- Medida de concentração de propriedade – Em substituição à variável *NãoControl*, foi usada a variável *NãoControlA*, correspondente a “0” para as empresas nas quais existe um acionista que possua mais de 50% das ações ordinárias da empresa e “1” para as demais. Trata-se, portanto, de uma variável que representa os casos nos quais a concentração de propriedade é mais severa *versus* demais empresas. Os resultados podem ser visualizados na equação (19), apresentada no Apêndice D.

Comparativamente ao modelo original, da equação 13, o coeficiente β_{15} que acompanha a variável (*Lei*Brasileiras*NãoControlA*ΔLnVM*) não demonstrou significância.

Isso significa dizer que classificando como controladas apenas aquelas empresas onde existe um acionista com 50% ou mais das ações ordinárias, e definindo como não controladas todas as empresas restantes, não é possível afirmar que o aumento da transparência tenha conduzido à maior PPS. Isso pode ser explicado pelo fato de que, seguindo essa nova classificação, muitas das empresas que antes eram classificadas como controladas, passaram a ser caracterizadas como não controladas.

O resultado parece coerente com a realidade observada em muitas empresas brasileiras, nas quais um acionista, ou grupo de acionistas, é capaz de exercer controle, mesmo sem possuir a maioria das ações ordinárias. Os dados parecem salientar que a maior transparência só será útil para o aumento da PPS nos casos em que não existe controlador definido, independente da proporção de sua participação acionária, uma vez que a simples existência de poder de voto concentrado já diminui a capacidade de os acionistas externos influenciarem as decisões relacionadas à remuneração executiva.

- Período alternativo para o impacto da Legislação – Uma vez que a IN 480/09 estava em audiência pública desde o início do ano de 2009, estimou-se que seu efeito sobre a PPS poderia ser sentido já no ano em questão, uma vez que sua aprovação era iminente. Dessa forma, substituiu-se a variável *Lei* (*dummy* correspondente a “1” apenas para o ano de 2010)

pela variável *Lei1* (*dummy* correspondente a “1” para os anos de 2009 e 2010). Os resultados obtidos podem ser visualizados na equação (20) apresentada no Apêndice E.

Diferentemente da equação onde foi utilizado apenas o período de vigência da lei, os resultados sugerem que a Audiência Pública e iminente aprovação da legislação, por si só, não geraram impacto sobre a PPS. Tais resultados parecem ser coerentes com a realidade enfrentada pelas empresas brasileiras no ano de 2009, já que a discussão e as tentativas de evitar a divulgação obrigatória perduraram até a aprovação da lei. Com relação à divulgação dos valores mínimos e máximos da remuneração em cada órgão, por exemplo, a tentativa de evitar a divulgação por parte de algumas empresas prevalece até agora.

Ainda em comparação com os resultados da equação (13), na equação (20) *Endiv* continua apresentando sinal negativo e significância estatística. Já β_5 que captura alterações na $\Delta \ln \text{RemMed}$ nos anos de 2009 e 2010 é estatisticamente significativa, diferentemente do ocorrido ao utilizar-se, na equação original, apenas o ano de 2010 para este coeficiente. Tal diferença nos resultados das equações (13) e (20) para β_5 é coerente com o fato de que o valor da remuneração média nos anos de 2007 e 2008 é menor que aquele dos anos de 2009 e 2010, possivelmente por influência da crise financeira de 2008. Cabe salientar que β_5 não se relaciona com a PPS.

- Medidas alternativas de desempenho - Sabe-se que a remuneração executiva pode estar atrelada a indicadores contábeis de desempenho. A fim de testar esta hipótese, foram estimadas equações substituindo a variável $\Delta \ln VM$ pela ΔROA (variação do retorno do ativo), cujos resultados são destacados na equação (22) do Apêndice F. Além disso, foi também testada a possibilidade de que a remuneração executiva pudesse ser influenciada pela relação entre preço e valor patrimonial das ações da empresa, que representa as oportunidades de investimento. Para tanto, foram estimadas equações substituindo a variável $\Delta \ln VM$ pela $\Delta PVPA$ (variação na relação entre preço e valor patrimonial das ações da empresa) cujos resultados constam na equação (24) do Apêndice G. As variáveis de controle por setores não significativas foram omitidas.

Utilizando o Retorno do Ativo como medida de desempenho da empresa (ROA) Apêndice F, todos os quatro modelos estimados indicam que a remuneração é sensível à ROA. Na equação 22, o sinal positivo e a significância (1%) da variável *Lei*Brasileiras*NãoControl*ROA* indicam que houve um aumento da PPS para as empresas brasileiras que não possuem acionista controlador, a partir de 2010, tendo como medida de desempenho o Retorno do Ativo. A variável *Endiv* permanece negativa e marginalmente

significativa (10%) nas duas equações. Entretanto, cabe ressaltar o fato de que o R^2 , a Estatística-F e a Estatística Durbin-Watson pioraram consideravelmente em todos os modelos.

Considerando como medida de desempenho a variação da relação entre preço e valor patrimonial das ações (PVPA) (Apêndice G), não há indícios de efeitos da Lei sobre a sensibilidade da remuneração. Também se observa nesse caso que o R^2 , a Estatística-F e a Estatística Durbin-Watson pioraram consideravelmente em todos os modelos.

Comparativamente ao modelo original da equação (13), no qual foi utilizada $\Delta LnVM$ como variável representativa do desempenho da empresa, há indícios de que os resultados são semelhantes para a variável contábil de desempenho ΔROA , mas não há evidências de que a lei cause aumento da sensibilidade da remuneração executiva às oportunidades de investimento.

- Medida alternativa de independência do conselho de administração – no presente estudo a dependência do conselho de administração foi medida em virtude do relacionamento entre seus membros e o acionista controlador da empresa, sendo que em empresas nas quais a maioria dos conselheiros foi indicada pelo controlador, utilizou-se uma variável *dummy* igual a 1 (*CAC*).

Alternativamente, para testar dependência do conselho de administração com relação à diretoria, foram estimados dois modelos substituindo a variável *CAC* originalmente testada na equação (17), pela variável *CAInt*, correspondente ao percentual de membros do conselho de administração considerados internos (administradores). Os resultados podem ser visualizados na Equação (26) do Apêndice H.

Comparativamente à equação (17), os resultados para o teste alternativo demonstraram sinal positivo (0,027) e significância estatística (5%) para a variável $\Delta LnVM$. Nenhuma das demais variáveis de interação relacionadas com $\Delta LnVM$ apresentaram significância estatística no modelo alternativo, indicando que parecem não existir diferenças relevantes na PPS de empresas brasileiras que possuem conselhos de administração prioritariamente dependentes, se for utilizado como parâmetro de independência a não vinculação de seus membros à administração da empresa.

É possível afirmar, portanto, que esse resultado é sensivelmente diferente daqueles destacados na equação (17), já que neste último se apurou uma pequena diferença (negativa) na PPS das empresas com conselhos dependentes da figura do controlador, comparativamente às demais. É possível interpretar as diferenças nas equações no sentido de que a existência de conselhos de administração dependentes do controlador parece ser mais prejudicial à sensibilidade da remuneração executiva do que a dependência desse órgão com relação à

administração da empresa. Para o impacto da lei sobre a PPS, entretanto, ambos modelos não indicaram efeitos significativos da transparência.

5.5 TESTES DE ROBUSTEZ

Nas próximas seções são apresentados os resultados para quatro testes de robustez realizados, todos com relação ao teste de hipótese de H1a, fornecido na Equação (13) da Tabela 14:

- (1) teste de ajuste da remuneração ao tamanho da empresa;
- (2) teste para a adequação do grupo de controle;
- (3) teste para os efeitos da crise financeira de 2008 sobre os resultados obtidos (evento que afeta a amostra como um todo) e;
- (4) teste para o efeito da convergência das normas contábeis brasileiras sobre os resultados do estudo (evento que afeta as empresas brasileiras).

Os resultados são apresentados na sequência.

5.5.1 Remuneração Ajustada ao Tamanho da Empresa

Foi estimado um modelo usando a Remuneração Média ajustada pelo tamanho da empresa ($\Delta WLnRemMed/Ln(AT)$) como variável dependente, disponíveis na Equação (21) do Apêndice I. Os resultados obtidos são consistentes com aqueles das equações baseadas em $\Delta WLnRemMed$ (modelo original da equação 13), pois o coeficiente que acompanha $Lei*Brasileiras*NãoControl*\Delta LnVM$ é positivo (0,0556) e estatisticamente significativo (5%). Ou seja, mesmo após o ajuste, os resultados permaneceram consistentes para um efeito positivo da lei sobre a PPS em empresas brasileiras sem acionista controlador. Além disso, os coeficientes que acompanham $\Delta LnVM$, $Lei* NãoControl*\Delta LnVM$, $Endiv$ e $Constr$ continuaram demonstrando mesmo sinal e permaneceram estatisticamente significativos.

5.5.2 Adequação do Grupo de Controle

Conforme salientado na Seção 4.4.2, um dos pressupostos do Método *Diff-in-Diffs* é que o grupo de controle deve possuir características semelhantes às do grupo de tratamento do estudo. De acordo com as estatísticas descritivas apresentadas nas Seções 5.1.1 e 5.1.2, notou-se que as empresas do grupo de controle, no presente estudo, apresentam médias superiores às das empresas brasileiras para os valores de remuneração global e remuneração média dos executivos.

A fim de verificar se os grupos (de controle e de tratamento) podem ser considerados semelhantes, foi realizado o teste de diferença de médias para as principais variáveis do estudo. Os resultados são apresentados na Tabela 21.

É possível notar, pelos resultados apresentados na Tabela 21, que considerando o nível de significância de 5%, as médias da Δ Remuneração Global, Tamanho da Empresa (Ativo Total), Valor de Mercado e Δ Valor de Mercado podem ser consideradas diferentes entre o grupo de tratamento e o grupo de controle.

Tabela 21 - Teste de Diferença de Médias entre os Grupos de Controle e de Tratamento.

Variável	Controle		Tratamento		Controle versus Tratamento	
	Média	σ	Média	σ	Est-t	P
Δ Remuneração Global*	1.291	4.905	405	2.919	2,359	0,018
Δ Remuneração Média*	50	216	12	221	1,558	0,119
Δ Ln Remuneração Global	0,081	0,266	0,070	0,278	1,217	0,223
Δ Ln Remuneração Média	0,070	0,278	0,103	0,533	0,613	0,539
Δ Ln Remuneração Média (<i>Winsorizada</i>)	0,070	0,277	0,104	0,492	0,687	0,492
Tamanho da Empresa (Ativo Total)**	55.325	269.000	7.984	32.590	3,433	0,000
Valor de Mercado**	163.000	934.000	4.433	19.592	3,400	0,000
Δ Valor de Mercado**	39.291	230.000	133	11.374	3,396	0,000
Δ Ln Valor de Mercado	0,003	0,603	0,014	0,854	0,123	0,901
Retorno do Ativo	5,631	6,956	4,819	5,046	0,572	0,567

*Em US\$ milhares

**Em US\$ milhões

Fonte: Elaborado pela Autora.

Com o objetivo de verificar se tal diferença é capaz de influenciar os resultados apresentados ao longo do estudo, o grupo de tratamento (companhias brasileiras) foi filtrado, tendo sido selecionadas as 35 maiores empresas brasileiras (Ativo Total).

A subamostra em questão foi comparada com o grupo original de controle, também composto por 35 companhias abertas. Os resultados são destacados na Tabela 22:

Tabela 22 - Teste de Diferença de Médias Utilizando as Maiores Empresa do Grupo de Tratamento.

Variável	Controle		Tratamento		Controle versus Tratamento	
	Média	σ	Média	σ	Est-t	P
Δ Remuneração Global*	1.291	4.905	249	4.874	1,545	0,123
Δ Remuneração Média*	50	216	-16	306	1,816	0,070
Δ Ln Remuneração Global	0,081	0,266	0,070	0,440	0,220	0,825
Δ Ln Remuneração Média	0,070	0,278	0,014	0,549	0,922	0,357
Δ Ln Remun. Média (<i>Winsorizada</i>)	0,070	0,277	0,033	0,481	0,679	0,497
Tamanho da Empresa (Ativo Total)**	55.325	269.000	27.958	59.295	1,019	0,309
Valor de Mercado**	163.000	934.000	14.473	36.378	1,629	0,104
Δ Valor de Mercado**	39.291	230.000	213	22.198	1,734	0,084
Δ Ln Valor de Mercado	0,003	0,603	0,042	0,687	0,434	0,664
Retorno do Ativo	5,631	6,956	4,819	5,046	0,968	0,333

*Em U\$ milhares

**Em U\$ milhões

Fonte: Elaborado pela Autora.

Conforme evidenciado na Tabela 22, as médias da subamostra, para as principais variáveis utilizadas no estudo, não podem ser consideradas estatisticamente diferentes daquelas do grupo de controle, considerando um nível de significância de 5%. Considerando um nível de significância de 10% as variáveis Δ Remuneração Média e Δ Valor de Mercado continuam apresentando diferenças, sendo que a média de ambas é maior para o grupo de controle.

A partir desta subamostra a equação 13 foi reestimada, a fim de verificar se os resultados obtidos poderiam ser considerados diferentes daqueles encontrados utilizando o grupo de tratamento original (133 companhias abertas brasileiras). Os resultados obtidos são destacados na equação (29) do Apêndice J e continuam indicando sinal positivo (2,281) de $Lei*Brasileiras*NãoControl*\Delta LnVM$ e significância estatística de 1%.

Ou seja, o valor de coeficiente é bem superior ao da equação 13, mas com mesmo sinal e maior significância, demonstrando que ao selecionar um grupo de empresas brasileiras que possui valores médios de suas variáveis mais próximos aos do grupo de controle, os resultados permanecem robustos quanto ao efeito positivo da lei sobre a PPS nas empresas em questão. Salienta-se, entretanto, que pela estatística Jarque-Bera não é possível afirmar que os resíduos da regressão possuem uma distribuição normal.

5.5.3 Crise Financeira de 2008

Foi realizado um teste a fim de verificar se a crise financeira de 2008 poderia estar causando distorção nos resultados do estudo, visto que um dos pressupostos do método DID é que não ocorram outros choques que afetem a amostra durante o período de análise. Para tanto, a ΔLnVM de cada empresa foi ajustada pela $\Delta \text{LnÍndice}$ das bolsas de valores do respectivo país (Ibovespa; Índice da Bolsa de Valores do México - INMEX, Índice Geral da Bolsa de Valores da Colômbia - IGBC; Índice Geral da Bolsa Chilena - IGPA e Índice da Bolsa de Buenos Aires - MERVAL), onde $\Delta \text{LnÍndice}_{i,t} = \text{LnÍndice}_{i,t} - \text{LnÍndice}_{i,t-1}$.

Substituindo a variável ΔLnVM pela nova variável ΔLnVMAj , que corresponde a $\Delta \text{LnVMAj}_{i,t} = \Delta \text{LnVM}_{i,t} - \Delta \text{LnÍndice}_{i,t}$, a equação 13 foi reestimada. Os resultados são apresentados no Apêndice K.

Os resultados da equação (30) demonstram que a variável de interesse $\text{Lei} * \text{Brasileiras} * \text{NãoControl} * \Delta \text{LnVMAj}$ continuou se mostrando estatisticamente significativa a 5%, apresentando também um aumento com relação ao coeficiente da equação 13 de 0,161 (1,010-0,849). Logo, entende-se que ao se utilizar o desempenho da empresa ajustado ao mercado não ocorrem alterações significativas nos resultados.

5.5.4 Convergência das Normas Contábeis

Por fim, considera-se que com as alterações introduzidas pela Lei 11.638/2007, vigente a partir de 2008, modificações significativas ocorreram nos critérios de avaliação de determinados ativos e passivos, em muitos casos gerando impactos nos números contábeis divulgados pelas empresas. Sabendo que é possível que as alterações dos números contábeis divulgados em 2008, comparativamente a 2007, podem também ter impactado no valor de mercado das empresas, o Apêndice L e o Apêndice M salientam os resultados obtidos a partir reestimação dos modelos (13) e (30), respectivamente, utilizando-se apenas os anos de 2009 e 2010.

Os resultados das Equações (31) e (32) continuam demonstrando que β_{15} é positivo, e estatisticamente significativo, porém apenas a 10%. Nestas equações também permanecem problemas de não normalidade dos resíduos. Cabe lembrar, também, que a amostra contemplada nos testes que utilizam apenas 2 anos de análise, o número de observações é consideravelmente menor.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No presente estudo, foram analisadas 133 empresas brasileiras e 35 de outros países da América Latina, com utilização do método DDD, para um período de 3 anos (2008 a 2010). O objetivo era identificar se a introdução da divulgação obrigatória de informações sobre a remuneração executiva (a partir da aprovação da IN/CVM 480) poderia causar efeitos distintos sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho, em virtude das características internas de governança corporativa das empresas.

O momento para a realização da pesquisa é único, pois oportunidades de se investigar a transparência (evidenciação) como promotora da maior eficiência dos mecanismos de governança são raras. Além disso, poucos temas em divulgação compulsória são potencialmente tão polêmicos como a remuneração executiva. O impacto gerado pela discussão do tema durante a fase de audiência pública e após a aprovação da IN 480 ressaltaram os potenciais conflitos de interesse oriundos da relação entre gestores e proprietários, bem como entre proprietários e proprietários nas empresas brasileiras.

Sabe-se que as boas práticas de governança corporativa procuram converter princípios em recomendações, o mais objetivas possíveis. Porém, a conformidade das práticas de governança das empresas com os códigos de boas práticas, embora importante, não é garantidora de que os objetivos de alinhando de interesses, preservação do patrimônio da empresa, otimização do valor da organização, acesso facilitado ao capital e priorização de sua longevidade estejam sendo alcançados. A maneira como a remuneração executiva pode ser usada nas empresas para obtenção de benefícios privados, tanto pelos gestores como pelos acionistas majoritários, é um exemplo claro dessa problemática.

As regras que protegem os investidores vêm de diversas fontes, incluindo a legislação societária, leis vigentes no mercado de capitais e regras de transparência, que proporcionam aos mesmos a informação e as condições necessárias para exercerem seus direitos (LA PORTA ET AL, 1999). Por isso, entende-se que além de intervenções regulatórias por meio de legislação, os mecanismos internos também são necessários ao cumprimento das funções de monitoramento e controle da gestão (REZAEI, 2009). Consequentemente, acredita-se que a existência de concentração de poder de voto e o controle familiar, aliados à fraca proteção legal aos acionistas minoritários podem alterar a dinâmica do processo de governança corporativa, exigindo medidas corretivas diferentes daquelas recomendadas no tradicional

conflito principal-agente (YOUNG, 2008).

Ao se formular a hipótese de que o aumento da sensibilidade da remuneração ao desempenho seria maior nas empresas que não possuem acionista controlador, trabalhou-se com o pressuposto de que a maior transparência das informações aumenta a capacidade de monitoramento por parte dos acionistas externos, tornando mais difícil camuflar o nível da remuneração e sua fraca sensibilidade ao desempenho da empresa. Isso significa que o efeito esperado da transparência sobre a sensibilidade da remuneração pode ser impulsionado pela existência de acionistas que necessitam das informações divulgadas ao público externo para exercerem monitoramento sobre a administração da empresa.

As evidências obtidas por meio do presente estudo indicam que a regulamentação pode ser capaz de exercer influência sobre a PPS. Porém esse resultado só apareceu ao se separar as empresas em função de características de sua estrutura de propriedade. Ou seja, os modelos que mensuravam a PPS apenas por meio da segregação das empresas entre brasileiras e estrangeiras, ou com base no período de vigência da legislação, não foram capazes de capturar os efeitos da lei sobre a PPS.

As evidências do teste da hipótese H1b salientam que a separação entre empresas controladas e não controladas pode não ser suficiente para avaliar os efeitos da legislação sobre a PPS. O efeito da transparência sobre a PPS das empresas familiares pareceu diferenciar-se daquele causado sobre as demais, embora não tenha sido possível identificar a magnitude de tal diferença. Para avaliar mais adequadamente a complementariedade entre a legislação e a estrutura de propriedade, faz-se necessária a obtenção de variáveis mais específicas da natureza do controle da empresa. Para tanto, é preciso identificar, dentre as empresas que possuem acionista controlador, quais são aquelas controladas por investidores institucionais, pelo governo, por famílias, dentre outros.

No que tange à substituição dos mecanismos de governança, tanto os resultados do teste de H1c quanto o cálculo da PPS a partir de todos os coeficientes e daqueles estatisticamente significativos fornecem evidências de que a sensibilidade da remuneração pode ser comprometida pela dependência do conselho de administração, sendo importante salientar que esse resultado não foi constatado ao se utilizar uma medida de dependência do conselho relacionada à administração da empresa. Por outro lado, os coeficientes não são diferentes ao se considerar o efeito da legislação.

Os indícios de que a transparência da remuneração pode afetar a PPS são semelhantes os obtidos por Swan e Zhou (2006), e a indicação de que a sensibilidade da remuneração pode ser menor em empresas com propriedade concentrada, familiar e com menor independência

do conselho de administração são convergentes com os achados de Barros et al. (2013) de que a decisão de divulgar as informações sobre a remuneração em desconformidade com a IN 480 pode ser motivada por conflitos de agência.

Os resultados do estudo em conjunto não descartam, no Brasil, a importância da existência de mecanismos que assegurem a divulgação compulsória de informações, ainda que isoladamente tais mecanismos possam não ser eficazes. Porém, salientam que a garantia de que a divulgação obrigatória gere resultados mais uniformes entre as empresas, enquanto persistirem as diferenças entre propriedade e poder de voto no Brasil, passa pela introdução de mecanismos que assegurem maior proteção aos interesses dos acionistas minoritários, e que medidas regulamentares devem ser sempre avaliadas à luz das características específicas dos ambientes legal e institucional brasileiros.

Cabe salientar o fato de que o grupo de controle contou apenas com companhias abertas que negociam ADRs. Sendo assim, para as 35 empresas incluídas no grupo de controle, é esperado que as médias para as variáveis Ativo Total, Valor de Mercado e Remuneração Média e suas variações mostrem-se superiores, tanto àquelas das companhias abertas brasileiras quanto às da própria companhia aberta média de cada um dos países pesquisados. Sendo assim, uma limitação do presente estudo é o fato de não se dispor de dados completos para a criação de um grupo de tratamento ideal, que represente adequadamente a empresa média de países nos quais se observam condições (econômicas, institucionais, legais, etc.) semelhantes às do Brasil.

Além disso, o ideal é que se pudesse dispor de um período maior de análise, o que se mostrou inviável dada a carência de informações sobre a remuneração no período anterior à divulgação obrigatória. Esse fato revela ainda outra limitação do presente estudo, que é justamente a de não dispor de informações sobre a remuneração no período anterior ao de vigência da divulgação obrigatória, justamente para aquelas empresas que eram resistentes em divulgar tais dados de maneira voluntária. Ou seja, os resultados poderiam ser diferentes, principalmente no que diz respeito à interação entre a lei e os mecanismos de governança, se fossem usados dados representativos de todas as empresas listadas, inclusive daquelas mais dispostas a ocultarem o nível da remuneração executiva antes da lei. Uma pesquisa que atendesse a tal requisito só seria possível se a lei exigisse a divulgação das informações sobre a remuneração retroativamente à sua aprovação.

Muitas das variáveis de estrutura de propriedade e conselho de administração coletadas para as empresas brasileiras não foram utilizadas nas análises de regressão. Isso porque houve uma limitação na obtenção dos dados para o grupo de controle, indispensável

para a aplicação do método DDD. É importante que tais fatores sejam investigados com maior profundidade, em termos de seu impacto na PPS, inclusive conjuntamente.

Em termos de oportunidades de pesquisa, muitas são as possibilidades que se abrem a partir da divulgação obrigatória de informações. Por exemplo, a maior transparência das informações pode contribuir para a formação de um senso de remuneração executiva “justa”, potencialmente causando um aumento da PPS. Entretanto, não se espera que tal efeito ocorra em um período curto de tempo. O mais provável é que a construção desse consenso se dê ao longo dos anos, e se consolide em um horizonte de longo prazo. Tal possibilidade poderá ser pesquisada, a partir da divulgação obrigatória de informações e com o passar de alguns anos.

Os resultados obtidos para a PPS ao se utilizar o valor de mercado ajustado ao mercado como representativo do desempenho da empresa também oferecem *insights* para pesquisa em remuneração executiva. Os testes de robustez além de indicarem que, mesmo ajustando o valor de mercado às oscilações do mercado com o um todo, é possível perceber um aumento da PPS em 2010, também evidenciam o fato de que é possível que a remuneração esteja sendo estabelecida com base apenas no desempenho que pode ser controlado pelo gestor.

Ou seja, uma das maiores dificuldades em se estabelecer a remuneração executiva de forma que a mesma seja sensível às oscilações do valor de mercado da empresa consiste em segregar o quanto de tais oscilações se deve aos fatores alheios à eficiência da gestão, tais como crises, quedas no desempenho de um setor específico como um todo, etc. A partir da divulgação obrigatória de informações acredita-se que poderá se tornar viável a realização de pesquisas que abordem esse tema no Brasil.

Além disso, pesquisas que abordem os diferentes componentes da remuneração executiva são necessárias. Embora a utilização de componentes de natureza variável seja fundamental, os componentes fixos da remuneração desempenham um papel muito importante para os executivos, principalmente para aqueles avessos ao risco.

Seria relevante a realização de pesquisas que abordassem com maior profundidade a separação entre remuneração fixa e variável, e investigassem com maior detalhamento como a última é estabelecida e operacionalizada. Isso permitiria também avaliar mais adequadamente como e quanto dos componentes variáveis da remuneração executiva se relaciona com medidas de desempenho contábeis e de mercado.

Da mesma forma, pesquisas destinadas a investigar a remuneração do CEO em empresas brasileiras são inexistentes. Os estudos desenvolvidos internacionalmente abordam uma grande gama de possibilidades de estudo nesse sentido.

Hoje, mesmo com a divulgação obrigatória de informações, persiste no Brasil uma dificuldade em realizar estudos desse tipo, já que um percentual significativo das empresas listadas é resistente em divulgar dados sobre a remuneração mínima e máxima dos administradores de cada órgão de administração. Assim, pesquisas sobre essa temática, atualmente, tenderiam a gerar resultados viesados, já que se espera que justamente as empresas mais resistentes em divulgar as informações sejam justamente aquelas nas quais se apresentem os maiores problemas em termos de governança corporativa.

Outra possibilidade de pesquisa, possível não apenas pela maior transparência da remuneração, mas também em virtude das alterações introduzidas pela Lei 11.638/2007, é a utilização de medidas relacionadas aos fluxos de caixa das empresas na investigação dos fatores que influenciam o nível da remuneração e sua sensibilidade ao desempenho. As principais bases de dados das empresas brasileiras passaram a contar com medidas mais confiáveis de variação do fluxo de caixa entre os períodos, e segregação do mesmo entre componentes operacionais, financeiros e de investimentos, a partir da introdução da Demonstração dos Fluxos de Caixa – DFC como uma demonstração de divulgação obrigatória para as empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

- ABOODY, David; KASZNIK, Ron. CEO Stock Option Awards and the timing of Corporate Voluntary Disclosures. **Journal of Accounting and Economics**. V. 29, n. 1, 2000, p. 73-100.
- ADINA, Popa; ION, Peres. Aspects Regarding Corporate Mandatory and Voluntary Disclosure. **Annals of Faculty of Economics**. Vol. 3, n. 1, 2008, p. 1407-1411.
- AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles.R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Vol. 31, n. 3, 1996, p. 377-397.
- AGUILERA, Ruth V.; DESENDER, Kurt A.; CASTRO, Luiz Ricardo K. **A Configurational Approach to Comparative Corporate Governance**. 2011. Disponível em: http://www.business.illinois.edu/Working_Papers/papers/11-0103.pdf
- ALDRIGHI, Dante M.; MAZZER NETO, Roberto. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**. Vol. 25, n. 2, abril-junho, 2005, p. 115-137.
- ALENCAR, Roberta C. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- ANDEJELKOVIC, A.; G. BOYLE; W. MCNOE. Public disclosure of executive compensation: do shareholders need to know? **Pacific-Basin Finance Journal**. Vol. 10, n. 1, 2002, p. 97-117.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004. 412 p.
- BAHAR, Rashid. **Executive compensation: is disclosure enough?** Dez. 2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=869415>. Acesso em: 15 nov. 2007.
- BARAKO, Dulacha G. Determinants of voluntary disclosures in Kenyan companies annual reports. **African Journal of Business Management**. Vol. 1, n. 5, Aug. 2007, p. 113-128.
- BARROS, Lucas A.; et al. **Facing the Regulators: Non-Compliance with Detailed Mandatory Compensation Disclosure in Brazil**. Anais do 13º Encontro Brasileiro de Finanças, 2013.
- BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. Executive compensation as an agency problem. **Journal of Economic Perspective**, v. 17, n. 3, 2003, p. 71-92.
- BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. **Pay without Performance: The unfulfilled promise of executive compensation**. Cambridge: Harvard University Press, 2004.
- BECHT, Marco. The separation of ownership and control: a survey of seven European Countries. **ECGN Preliminary Report**. Vol. 1, oct. 1997.

BEUREN, Ilse M. (org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BONHOMME, Stéphane; SAUDER, Ulrich. Recovering Distributions in Difference-in-Differences: A Comparison of Selective and Comprehensive Schooling. **The Review of Economics and Statistics**. May 2011, Vol. 93, n. 2, p. 479–494.

BOTOSAN, Christine A. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review**. Vol. 72, n. 3, jul. 1997, p. 323-349.

BRASIL, **Lei n. 11638**, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Diário Oficial da União, Brasília, n. 249, p.9, 28 dez. 2007. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm. Acesso em 23 abr 2010.

BRAUN, Reiner; EIDENMULLER, Horst; ENGERT, Andreas; HORNUF, Lars. Does Charter Competition Foster Entrepreneurship? A Difference-in-Difference Approach to European Company Law Reforms. **Journal of Common Market Studies**. 2013, Vol. 51, n. 3, p. 399–415.

BRYAN, Stephen; NASH, Robert; PATEL, Ajay. How the Legal System Affects the Equity Mix in Executive Compensation. **Financial Management**. Vol. 39, n. 1, 2010, p. 393-418.

BUSCHA, Franz; MAUREL, Arnaud; PAGE, Lionel; SPECKESSER, Stefan. The Effect of Employment while in High School on Educational Attainment: A Conditional Difference-in-Differences Approach. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**. Vol. 74, n. 3, 2012, p. 0305-9049.

BYRD, John; PARRINO, Robert; PRITSCH, Gunnar. Stockholder-manager conflicts and firm value. **Financial Analysts Journa**. Vol. 4, n. 3, may-jun. 1998, p. 14-30.

CARSON, Elisabeth, SIMNETT, Roger. **Voluntary disclosure of corporate governance practices**. Unpublished working paper, University of New South Wales, Sydney. 1997.

CARVALHO, Antônio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. In: SILVA, André L. C. da; LEAL, Ricardo. P. C. (orgs.) **Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007. 262 p.

CHANG, Hsihui; CHOY, Hiu L.; WANG, Kam-Ming. Effect of the Sarbanes–Oxley act on CEOs' stock ownership and pay-performance sensitivity. **Review of Quantitative Finance and Accounting**. 2012, Vol. 38, n.2, p.177–207.

CHAVES, Renato. **A mudança regulatória da Instrução CVM n. 480: um compromisso efetivo com a transparência**. P. 153-167. In: FONTES FILHO, R.; LEAL, R. (coord). Governança Corporativa: Internacionalização e convergência. São Paulo: Saint Paul, 2010, 253 p.

CHEN, Hui; JETER, Debra C.; YANG, Ya-wen. **Pay-Performance Sensitivity Before and after SOX**. Ago. 2013. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2321732> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2321732>. Acesso em: 20 nov. 2013.

CHENG, Suwina; LUI, Gladie; SHUM, Connie; SHUK FONG, Ada Wong. The influence of corporate governance structure on executive pay. **Research in Business and Economics Journal**. Vol. 3, nº 1, Jul. 2011, p. 1-17.

CHUO, Shirley; FONKOUA, Jean E.; POLLARD, Dennis. Determination Of The Performance Measure Of Executive Compensation. **Journal of Business and Economics Research**. Fev. 2011, Vol. 9, n. 2, p. 121-136.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). (2000). Deliberação CVM nº 371, de 15 de dezembro de 2000. **Aprova o Pronunciamento do IBRACON sobre a Contabilização de Benefícios a Empregados**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=/deli/deli371.htm>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). (2004). **Ofício-Circular CVM/SNC/SEP nº 01/2004**, 16 de fevereiro de 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). (2005). **Ofício-Circular CVM/SNC/SEP nº 01/2005**, 25 de fevereiro de 2005. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). (2006). **Ofício-Circular CVM/SNC/SEP nº 01/2006**, 22 de fevereiro de 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). (2007). **Ofício-Circular CVM/SNC/SEP nº 01/2007**, de 14 de fevereiro de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). (2008). **Instrução CVM nº 469**, de 2 de maio de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. (2009). Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. **Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários**.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (2008). **Pronunciamento Técnico CPC 10 - Pagamento Baseado em Ações, Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS 2**. Disponível em: <http://www.cpc.gov.br>. Acesso em: 30 jan. 2009.
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Parecer de Orientação CVM nº 4/79**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Parecer de Orientação CVM nº 24/92**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Ofício-Circular CVM/SNC/SEP nº 01/2007**, de 14 de fevereiro de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. (2008). Deliberação CVM Nº 562, de 17 de dezembro de 2008. **Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 10 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Pagamento Baseado em Ações**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 30 jan. 2009.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. Disponível em: <http://www.cpc.org.br>. Acesso em: 25 abr. 2010.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE – CFC. **Resolução 1.055/2005**. Cria o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) e dá outras providências. 2005.

DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa: Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005. 181 p.

DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; et al.. **Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil**. Jun. 2007. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=995764>. Acesso em: 20 mai. 2011.

DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; SAITO, Richard. **Corporate Governance in Brazil: Landmarks, Codes of Best Practices, and Main Challenges**. Out., 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1268485>. Acesso em: 20 mai. 2011.

DANTAS, José A.; ZENDERSKY, Humberto C.; SANTOS, Sérgio C.; NIYAMA, Jorge K. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **E & G Economia e Gestão**. Belo Horizonte. Vol. 5, n. 11, dez. 2005, p. 56-76.

DE FRANCO, Gus; HOPE, Ole-Kristian; LAROCQUE, Stephannie A. **The Effect of Disclosure on the Pay-Performance Relation**. 2011. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1428826>, acesso em: 30 nov. 2011.

DEPKEN, Craig A.; NGUYEN, Giao X.; SARKAR, Salil K. **Agency costs, executive compensation, bonding and monitoring: A stochastic frontier approach**. Paper presented at annual meeting of American Economic Association (AEA), Boston, MA, 2006. Disponível em: <http://belkcollegeofbusiness.uncc.edu/cdepken/P/agencycosts.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2012.

DESENDER, Kurt A. **The Relationship Between the Ownership Structure and Board Effectiveness**. Jul. 2009. University of Illinois at Urbana-Champaign, College of Business Working Papers 09-0105. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1440750>, acesso em: 14 set. 2011.

ECKLES, David L.; HALEK, Martin. Insurer Reserve Error and Executive Compensation. **The Journal of Risk and Insurance**, vol. 77, n. 2, 2010, p. 329-346.

EDWARDS, Jeremy S.; EGGERT, Wolfgang; WEICHENRIEDER, Alfons J. Corporate governance and pay for performance: evidence from Germany. **Economics of Governance**. Vol. 10, n. 1, jan. 2009, pag. 1-26.

EISENHARDT, K. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**. Vol. 14, n. 1, 1989, p. 57-74.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**. Vol. 26, n. 2, jun. 1983, p. 301-330.

FILATOTCHEV, Igor; ALLCOCK, Deborah. Corporate Governance and Executive Remuneration: A Contingency Framework. **Academy of Management Perspectives**. Vol, 24, n. 1, 2010, p. 20-33.

GOMÉZ-SOLER, Silvia C. La Dolarización como Política Monetaria en Latinoamérica: una aproximación a partir de la técnica de “Diferencia en Diferencias”. **Revista de La Mestría em Derecho Económico**. 2009, Vol. 5, n. 5, p. 67-114.

HAIL, Luzi. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. **European Accounting Review**, Taylor and Francis Journals. Vol. 11, n. 4, oct. 2002, p. 741-773.

HALLOCK, Kevin F.; MADALOZZO, Regina; RECK, Clayton G. CEO Pay-For-Performance Heterogeneity Using Quantile Regression. **The Financial Review**. Vol. 45, n.1, 2010, p. 1-19.

HANIFFA, R.M.; COOKE, T. E Cooke. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian Corporations. **Abacus**. Vol. 38, n. 3, 2002, p. 317-349.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Kirshna; HUTTON, Amy P. Do firms benefit from expanded voluntary disclosure? **Contemporary Accounting Research**, 1998. Resumo disponível em: <http://www.ssrn.com>. Acesso em: 20 fev. 2008.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael. **Teoria da contabilidade**. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 550 p.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Economic Policy Review**. Vol. 9, n. 1, abr. 2003, p. 7-27.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. **Transparency and corporate governance**. January 2007. NBER Working Paper n. W12875. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=958628>. Acesso em: 29 nov. 2007.

HILL, Jennifer G. What reward have ye? Disclosure of director and executive remuneration in Australia. **Corporate Governance: An International Review**. Vol. 5, n. 2, 1997, p. 60-85.

HU, Xiaochu. Economic Benefits Associated With the Visa Waiver Program: A Difference-in-Difference Approach. **Global Journal of Business Research**. Vol. 7, n. 1, 2013, p. 81-89.

IMBENS, Guido W.; WOOLDRIDGE, Jeffrey M. Recent Developments in Econometrics of Program Evaluation. **Journal of Economic Literature**, Vol. 47, n. 1, Mar. 2009, p. 5-87.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 29 nov. 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Remuneração dos Administradores 2011**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 20 mai. 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Remuneração dos Administradores 2012**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 15 mai. 2012.

INSTITUTO DOS AUDITORES INDEPENDENTES DO BRASIL (IBRACON). **Norma e Procedimento de Contabilidade nº 26**. Contabilização de benefícios a empregados. São Paulo, 2000.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. Vol. 3, n. 4, oct. 1976, p. 305-360.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. **CEO incentives: it's not how much you pay, but how**. Harvard Business Review. N. 3, may-jun. 1990.

JIANG, Haiyan; HABIB, Ahsan; SMALLMAN, Clive. The effect of ownership concentration on CEO compensation-firm performance relationship in New Zealand. **Pacific Accounting Review**. Vol. 21, n. 2, 2009, p.104–131.

JOHN, Teresa; JOHN, Kose. Top-Compensation and Capital Structure. **Journal of Finance**. Vol 48, nº 3, Jul. 1993, p. 949-974.

KE, Bin; PETRONI, Kathy; SAFIEDDINE, Assem. Ownership concentration and sensitivity of executive pay to accounting performance measures: Evidence from publicly and privately-held insurance companies. **Journal of Accounting and Economics**. Vol. 28, nº 2, Nov. 1999, p. 185-209.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. **Investor Protection and Corporate Governance**. Jun. 1999. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=183908>, acesso em: 01 abr. 2012.

LAKSMANA, Indrarini. Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices. **Contemporary Accounting Research**. Vol. 25, n. 4, 2008, p. 1147-1142.

LAMBERT, Richard A.; LANEN, Willian N.; LARCKER, David F. Executive stock options plans and corporate dividend policy. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Vol. 24, n. 4, dec. 1989, p. 409-425.

LARRAIN, Guillermo; CALADO, Luiz R. **Convergência regulatória: uma avaliação prospectiva**. P. 95-103. In: FONTES FILHO, R.; LEAL, R. (coord). Governança Corporativa: Internacionalização e convergência. São Paulo: Saint Paul, 2010, 253 p.

LEUZ, Christian; WYSOCKI, Peter. **Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research**. Social Sciences Research Network – SSRN. 2006. Disponível em <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: jul. 2009.

LI, Haojie; GRAHAM, Daniel J.; MAJUMDAR, Armab. The effects of congestion charging on road traffic casualties: A causal analysis using difference-in-difference estimation. **Accident Analysis and Prevention**. 2012, Vol. 49, p. 366– 377.

LI, Hongbin; YI, Junjian; ZHANG, Junsen. Estimating the Effect of the One-Child Policy on the Sex Ratio Imbalance in China: Identification Based on the Difference-in-Differences. **Demography**. 2011, Vol. 48, n. 4, p. 1535–1557.

LIMA, Gerlando Augusto S.F.de. **Utilização da teoria da divulgação para a avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas Brasileiras**. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LIPPERT, Robert L.; PORTER, Gayle. Understanding CEO Pay: A Test of Two Pay-to-Performance Sensitivity Measures with Alternative Measures of Alignment and Influence. **Journal of Business Research**. Vol. 40, n. 2, 1997, p. 127-138.

LO, Kin. Economic Consequences of Regulated Changes in Disclosure: the Case of Executive Compensation. **Journal of Accounting and Economics**. Vol. 35, n. 3, 2003, p. 285-314.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. Teoria da contabilidade: uma nova abordagem. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

LOWRY, Michelle B.; MURPHY, Kevin J. **Executive stock options and IPO underpricing**. Journal of Financial Economics. Vol. 85, n. 1, jul. 2007, p 39-65.

MALACRIDA, Mara Jane C.; YAMAMOTO, Marina M. Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, Universidade de São Paulo – USP. São Paulo. Edição Comemorativa. Setembro, 2006, p. 65-79.

MERHEBI, Rachel; et al. Australian chief executive officer remuneration: pay and performance. **Accounting and Finance**. Vol. 46, n. 3, 2006, p 481–497.

MEYER, Bruce D. Natural and quasi-experiments in economics. **Journal of Business & Economic Statistics**. Abr. 1995, Vol. 13, n. 2, pg. 151-161.

MURPHY, K. J. Executive compensation. In: ASHENFELTER, O.; CARD, D. (eds.). **Handbook of labor economics**. Amsterdam: North Holland. Vol. 3, apr. 1998.

MUSLU, Volkan. **Board independence, executive pay structures, and pay disclosure: evidence from Europe**. MIT Sloan School of Management Working Paper, 4432-03, August, 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=434820>. Acesso em: 08 mar. 2008.

OKIMURA, Rodrigo T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PAULA E SILVA, Antonio Luiz de. **Governança institucional: um estudo do papel e da operação dos conselhos das organizações da sociedade civil no contexto brasileiro**. 2001. 241p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, 2001.

PETRA, Steven T. Do outside independent directors strengthen corporate boards? **Corporate Governance**. Vol. 5, n. 1, 2005, p. 55-64.

POUND, John. **Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight**. Journal of Financial Economics. Vol. 20, n. 1-2, Jan-Mar. 1988, p. 237-265.

RAMADAM, Jordanian. Jordanian Evidence for the Pay-Performance Relation. **International Business Research**. 2013, Vol. 6, n. 3, p. 174-182.

REZAEI, Zabihollah. **Corporate Governance and Ethics**. John Wiley & Sons: USA. 2ª ed. 2009, 448 pg.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1999.

ROTH, Kendall; O'DONNELL, Sharon. Foreign subsidiary compensation strategy: an agency theory perspective. **The Academy of Management Journal**. Vol. 39, n. 3, jun. 1996, p. 678-703.

SANNING, Lee W. **Executive stock options and leverage: perverse incentives or optimal contracting, a test of causality**. 2003. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=394600>. Acesso em: 30 jun. 2008.

SANTIAGO-CASTRO, Marisela; BROWN, Cynthia. Ownership structure and minority rights: A Latin American view. **Journal of Economics and Business**. Vol. 59, n. 5, 2007, p. 430-442.

SCHIEHL, Eduardo; SANTOS, Igor Oliveira dos. Ownership structure and composition of boards of directors: Evidence on Brazilian publicly-traded companies. **Revista de Administração RAUSP**. Vol. 39, n. 4, out/nov/dez. 2004, p. 373-384.

SCHIEHL, Eduardo. Executive Compensation Disclosure: Are Canadian Companies Doing it right? **CMA Management**. Vol. 79, n. 4, 2005, p. 37-41.

SILVA, Antonio C. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2003.

SILVA, Wesley M.; MAGALHÃES FILHO, Paulo A. Determinantes da disseminação voluntária de informações financeiras na internet. **RAE-eletrônica**. Vol. 4, n. 2, Art. 19, jul./dez. 2005.

SILVA, Edna Lúcia; MENEZES, Ester Muszkat. **Metodologia da pesquisa e elaboração da dissertação**. 3.ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

SILVA, Adriana; ARAÚJO Jr., Antônio Henrique; MARION, José Carlos; IUDÍCIBUS, Sergio de. **Opções de ações para funcionários**. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVEIRA, Márcia Adriana da. Gerenciamento de resultados e opções de ações: uma pesquisa em companhias abertas no Brasil. **Anais do VI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo, 2006.

STRIVENS, Mike; ESPENLAUB, Susanne K.; WALKER, Martin. **The influence of institutional investors over executive remuneration in the UK**. December 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=991590>. Acesso em: 30 out. 2007.

TANOUE, Luciana. **Hora da verdade**: primeira safra de dados sobre a remuneração dos administradores expõe distorções e excessos – além de preguiça e descuido no preenchimento das informações. *Capital Aberto*, maio 2010, pp. 14-18.

TINAIKAR, Surjit. **The voluntary disclosure effects of separating control rights from cash flow rights**. November 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=951547>. Acesso em: 15 nov. 2007.

VICTOR, Fernanda Gomes. **Características de governança corporativa e os determinantes do nível de transparência da remuneração por meio de opções de ações**. 2008. 124 f. Dissertação (Mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos. UNISINOS, São Leopoldo, 2008.

VICTOR, F. G.; CARVALHO, E.; FUNCHAL, J.; TERRA, P. **Convergência no disclosure da remuneração de executivos no Brasil**. P. 189-206. In: FONTES FILHO, R.; LEAL, R. (coord). *Governança Corporativa: Internacionalização e convergência*. São Paulo: Saint Paul, 2010, 253 p.

WELSH A. H. The Trimmed Mean in the Linear Model. **The Annals of Statistics**. Mar. 1987, Vol. 15, n. 1, p. 20-36.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à Econometria**: Uma Abordagem Moderna. 4º Ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2010.

YABLON, Charles M.; HILL, Jennifer. Timing corporate disclosures to maximize performance-based remuneration: a case of misaligned incentives? **Wake Forest Law Review**. Vol. 35, 2000, p. 83-122.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo; SALOTTI, Bruno Meirelles. **Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2006.

YOUNG, Michel N.; et al. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal–Principal Perspective. **Journal of Management Studies**. Vol. 45, n. 1, Jan. 2008, p. 196-220.

APÊNDICE A: ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS.

	2007	2008	2009	2010	Total Geral
Percentual de Conselheiros não Indicados pelo Controlador (PCANC) (%)					
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Médio	23,75	25,61	27,23	27,59	26,04
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Desvio Padrão	29,25	29,65	31,33	31,75	30,47
Número de Conselheiros Indicados pelo Controlador (NCAC)					
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Médio	5,45	5,44	5,56	5,56	5,50
Máximo	14,00	14,00	19,00	15,00	19,00
Desvio Padrão	2,92	3,08	3,45	3,39	3,21
Número de Suplentes (SUPL)					
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Médio	1,69	1,65	1,66	1,57	1,64
Máximo	14,00	14,00	12,00	12,00	14,00
Desvio Padrão	3,19	3,17	3,09	3,00	3,11
Número de Externos (não Administradores) (NEXT)					
Mínimo	2,00	2,00	1,00	2,00	1,00
Médio	6,12	6,27	6,33	6,44	6,29
Máximo	14,00	14,00	14,00	16,00	16,00
Desvio Padrão	2,70	2,83	2,79	2,80	2,77
Percentual de Conselheiros Externos (PCAEXT) (%)					
Mínimo	40,00	40,00	42,86	33,33	33,33
Médio	84,15	84,36	83,40	84,65	84,14
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Desvio Padrão	15,01	14,47	14,58	14,23	14,54
Tamanho do Conselho de Administração (TOTAL)					
Mínimo	3,00	3,00	2,00	2,00	2,00
Médio	7,14	7,29	7,52	7,57	7,38
Máximo	14,00	14,00	21,00	19,00	21,00
Desvio Padrão	2,59	2,73	3,09	3,04	2,87

APÊNDICE B: ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS.

	2007	2008	2009	2010	Total Geral
Ações Ordinárias Possuídas pelo Maior Acionista Ordinário (MORD) (%)					
Mínimo	8,47	8,69	9,04	6,77	6,77
Médio	53,13	52,85	51,11	51,17	52,07
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Desvio Padrão	26,74	26,37	27,02	28,23	27,04
Ações Preferenciais Possuídas pelo Maior Acionista Ordinário (PMORD) (%)					
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Médio	11,80	11,84	11,07	11,34	11,51
Máximo	97,28	97,33	97,40	99,57	99,57
Desvio Padrão	22,96	23,10	21,59	23,34	22,69
Participação Total do Maior Acionista Ordinário (TMORD) (%)					
Mínimo	7,21	7,08	5,13	4,99	4,99
Médio	40,86	40,87	39,74	40,78	40,56
Máximo	95,36	95,36	95,36	100,00	100,00
Desvio Padrão	23,20	23,09	22,78	24,65	23,38
Avançagem de Controle (ALAV)					
Mínimo	0,73	0,73	0,33	0,33	0,33
Médio	1,44	1,44	1,43	1,38	1,42
Máximo	4,57	4,30	4,36	4,36	4,57
Desvio Padrão	0,68	0,68	0,67	0,65	0,67
Ações Preferenciais Possuídas pelo Maior Acionista Preferencialista (MPREF) (%)					
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Médio	33,87	33,43	31,89	32,23	32,85
Máximo	97,28	97,33	99,15	99,62	100,00
Desvio Padrão	25,71	25,98	26,39	27,59	26,37
Participação Total do Maior Acionista (Ações Ordinárias + Preferenciais) (MAIOR TOTAL) (%)					
Mínimo	7,21	7,23	7,23	6,77	6,77
Médio	41,76	41,54	40,86	41,42	41,40
Máximo	95,36	95,36	95,36	100,00	100,00
Desvio Padrão	22,76	22,78	22,58	24,35	23,06

**APÊNDICE C: ESTIMATIVAS USANDO A VARIÁVEL DEPENDENTE
ΔLOGREMMED.**

Variável Dependente: $\Delta \text{LnRemMed}$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Pannel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (painel balanceado): 504 / Erros-padrão com correção de White.

Variável	(5)			(7)		
	Coef.	Est.t	P	Coef.	Est.t	p
C	0,383	2,365	0,018	0,386	2,336	0,020
Brasileiras	-0,014	-0,268	0,789	-0,041	-0,693	0,489
ΔLnVM	0,126	2,270	0,024	0,129	2,127	0,034
NãoControl				-0,125	-1,040	0,299
Brasileiras*NãoControl				0,145	0,983	0,326
Lei	-0,012	-0,184	0,854	-0,033	-0,408	0,683
Brasileiras*lei	-0,001	-0,008	0,994	0,041	0,398	0,691
Lei*ΔLnVM	0,065	0,455	0,649	0,104	0,599	0,549
Brasileiras*ΔLnVM	0,094	1,468	0,143	0,087	1,247	0,213
Lei*Brasileiras*ΔLnVM	-0,177	-0,923	0,357	-0,259	-1,131	0,259
Lei*NãoControl				0,074	0,548	0,584
Lei*Brasileiras*NãoControl				-0,187	-0,985	0,325
NãoControl*ΔLnVM				-0,042	-0,281	0,779
Brasileiras*NãoControl*ΔLnVM				0,054	0,311	0,756
Lei*NãoControl*ΔLnVM				-0,602	-2,274	0,023
Lei*Brasileiras*NãoControl*ΔLnVM				0,835	2,280	0,023
Ln(at)	-0,016	-1,450	0,148	-0,015	-1,304	0,193
Endiv	-0,001	-1,801	0,072	-0,002	-1,999	0,046
Comercial	0,090	1,052	0,293	0,089	1,008	0,314
Industrial	-0,016	-0,371	0,711	-0,016	-0,367	0,714
Petroleo	-0,047	-0,821	0,412	-0,062	-1,151	0,251
Construção	0,143	1,891	0,059	0,152	1,923	0,055
Utilidade Pública	-0,029	-0,455	0,650	-0,036	-0,552	0,581
R ² Ajustado	0,107			0,097		
Estatística Durbin-Watson	2,072			2,073		
Estatística-F (Prob)	5,323		0,000	3,459		0,000
Prob (Jarque-bera)	0,000			0,000		

$$(5) \Delta \text{Ln RemMed}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Brasileiras} + \beta_2 \Delta \text{LnVM}_{it} + \beta_3 \text{Lei} + \beta_4 \text{Brasileiras} \times \text{Lei} + \beta_5 \text{Lei} \times \Delta \text{LnVM}_{it} + \beta_6 \text{Brasileiras} \times \Delta \text{LnVM}_{it} + \beta_7 \text{Lei} \times \text{Brasileiras} \times \Delta \text{LnVM}_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j V\text{Controle} + u_{it}$$

$$(7) \Delta \text{Ln RemMed}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Brasileira}_s + \beta_2 \Delta \text{LnVM}_{it} + \beta_3 \text{NãoControl} + \beta_4 \text{Brasileira}_s \times \text{NãoControl} + \beta_5 \text{Lei} + \beta_6 \text{Lei} \times \text{Brasileira}_s + \beta_7 \text{Lei} \times \Delta \text{LnVM}_{it} + \beta_8 \text{Brasileira}_s \times \Delta \text{LnVM}_{it} + \beta_9 \text{Brasileira}_s \times \text{Lei} \times \Delta \text{LnVM}_{it} + \beta_{10} \text{Lei} \times \text{NãoControl} + \beta_{11} \text{Lei} \times \text{Brasileira}_s \times \text{NãoControl} + \beta_{12} \text{NãoControl} \times \Delta \text{LnVM}_{it} + \beta_{13} \text{Brasileira}_s \times \text{NãoControl} \times \Delta \text{LnVM}_{it} + \beta_{14} \text{Lei} \times \text{NãoControl} \times \Delta \text{LnVM}_{it} + \beta_{15} \text{Lei} \times \text{Brasileira}_s \times \text{NãoControl} \times \Delta \text{LnVM}_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j V\text{Controle} + u_{it}$$

**APÊNDICE D: ESTIMATIVAS USANDO UMA MEDIDA ALTERNATIVA DE
CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE (NÃOCONTROLA).**

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Painel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (painel balanceado): 504 / Erros-padrão com correção de White.

Variável	(18)			(19)		
	Coef.	Est.t	p	Coef.	Est.t	p
C	0,333	2,452	0,015	0,364	2,306	0,022
Brasileiras				-0,005	-0,080	0,936
$\Delta LnVM$	0,212	5,150	0,000	0,144	1,764	0,078
NãoControlA	-0,005	-0,123	0,902	-0,029	-0,389	0,698
Brasileiras*NãoControlA				-0,018	-0,191	0,848
Lei				-0,111	-1,365	0,173
Brasileiras*Lei				0,038	0,360	0,719
Lei* $\Delta LnVM$				0,212	1,046	0,296
Brasileiras* $\Delta LnVM$				0,084	0,875	0,382
Lei*Brasileiras* $\Delta LnVM$				-0,265	-0,899	0,369
Lei*NãoControlA				0,181	1,559	0,120
Lei*Brasileiras*NãoControlA				-0,041	-0,266	0,791
NãoControlA* $\Delta LnVM$	-0,027	-0,525	0,600	-0,044	-0,411	0,682
Brasileiras*NãoControlA* $\Delta LnVM$				0,017	0,137	0,891
Lei*NãoControlA* $\Delta LnVM$				-0,275	-1,098	0,273
Lei*Brasileiras*NãoControlA* $\Delta LnVM$				0,155	0,439	0,661
Ln(at)	-0,014	-1,452	0,147	-0,015	-1,321	0,187
Endiv	-0,001	-1,916	0,056	-0,001	-1,973	0,049
Comercial	0,073	0,959	0,338	0,086	1,113	0,266
Industrial	-0,009	-0,237	0,813	-0,003	-0,072	0,942
Petroleo	-0,020	-0,378	0,705	-0,028	-0,510	0,610
Construção	0,151	2,047	0,041	0,154	2,072	0,039
Utilidade Pública	-0,020	-0,348	0,728	-0,020	-0,344	0,731
R ² Ajustado	0,124			0,112		
Estatística Durbin-Watson	2,153			2,140		
Estatística-F (Prob)	8,096			3,881		
Prob. Jarque-Bera	0,927			0,458		

$$(18) \Delta WLn RemMed_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta LnVM_{it} + \beta_2 NãoControlA + \beta_3 NãoControlA \times \Delta LnVM_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}$$

$$(19) \Delta WLn RemMed_{it} = \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta LnVM_{it} + \beta_3 NãoControlA + \beta_4 Brasileiras \times NãoControlA + \beta_5 Lei + \beta_6 Lei \times Brasileiras + \beta_7 Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_8 Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} + \beta_9 Brasileiras \times Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{10} Lei \times NãoControlA + \beta_{11} Lei \times Brasileiras \times NãoControlA + \beta_{12} NãoControlA \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{13} Brasileiras \times NãoControlA \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{14} Lei \times NãoControlA \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{15} Lei \times Brasileiras \times NãoControlA \times \Delta LnVM_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}$$

APÊNDICE E: ESTIMATIVAS USANDO PERÍODO ALTERNATIVO DE IMPACTO DA LEGISLAÇÃO (LEI1).

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Painel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (painel balanceado): 504 / Erros-padrão com correção de White.

Variável	(20)		
	Coef.	Est.t	P
C	0,317	1,807	0,071
Brasileiras	-0,152	-1,179	0,239
$\Delta LnVM$	0,091	0,944	0,346
NãoControl	-0,166	-0,721	0,472
Brasileiras*NãoControl	-0,443	-0,842	0,400
Lei1	0,161	1,825	0,069
Brasileiras*Lei1	0,102	0,674	0,501
Lei1* $\Delta LnVM$	-0,109	-0,740	0,460
Brasileiras* $\Delta LnVM$	-0,039	-0,272	0,786
Lei1*Brasileiras* $\Delta LnVM$	0,189	0,999	0,318
Lei1*NãoControl	0,028	0,113	0,910
Lei1*Brasileiras*NãoControl	0,523	0,940	0,348
NãoControl* $\Delta LnVM$	-0,140	-0,499	0,618
Brasileiras*NãoControl* $\Delta LnVM$	-0,373	-0,697	0,486
Lei1*NãoControl* $\Delta LnVM$	0,077	0,312	0,756
Lei1*Brasileiras*NãoControl* $\Delta LnVM$	0,506	0,974	0,330
Ln(at)	-0,016	-1,535	0,125
Endiv	-0,002	-2,093	0,037
Comercial	0,056	0,796	0,426
Industrial	-0,011	-0,270	0,787
Petroleo	-0,043	-1,015	0,311
Construção	0,141	1,776	0,076
Utilidade Pública	-0,019	-0,341	0,733
R ² Ajustado	0,132		
Estatística Durbin-Watson	2,114		
Estatística-F (Prob)	4,478		0,000
Prob. Jarque-Bera	0,537		

$$\begin{aligned}
 \Delta WLnRemMed_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta LnVM_{it} + \beta_3 NãoControl \\
 & + \beta_4 Brasileiras \times NãoControl + \beta_5 Lei1 + \beta_6 Lei1 \times Brasileiras + \beta_7 Lei1 \times \Delta LnVM_{it} \\
 (20) & + \beta_8 Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} + \beta_9 Brasileiras \times Lei1 \times \Delta LnVM_{it} \\
 & + \beta_{10} Lei1 \times NãoControl + \beta_{11} Lei1 \times Brasileiras \times NãoControl + \beta_{12} NãoControl \times \Delta LnVM_{it} \\
 & + \beta_{13} Brasileiras \times NãoControl \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{14} Lei1 \times NãoControl \times \Delta LnVM_{it} \\
 & + \beta_{15} Lei1 \times Brasileiras \times NãoControl \times \Delta LnVM_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}
 \end{aligned}$$

APÊNDICE F: ESTIMATIVAS USANDO MEDIDA ALTERNATIVA DE DESEMPENHO (ROA).

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Paineis / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (painel balanceado): 504 / Erros-padrão com correção de White.

Variável	(21)			(22)		
	Coef.	Est.t	p	Coef.	Est.t	P
C	0,090	0,604	0,546	0,102	0,661	0,508
Brasileiras	0,061	1,073	0,284	0,002	0,034	0,972
ROA	0,013	3,167	0,002	0,009	2,163	0,031
Nãocontrol				-0,279	-1,899	0,058
Brasileiras*NãoControl				0,428	2,389	0,0173
Lei	0,123	2,528	0,012	0,089	1,406	0,161
Brasileiras*lei	-	-1,437	0,152	-0,451	-0,449	0,653
Lei*ROA	-	-2,552	0,011	-0,007	-1,193	0,233
Brasileiras*ROA	-	-1,555	0,121	-0,004	-0,825	0,409
Lei*Brasileiras*ROA	0,015	1,714	0,087	0,005	0,618	0,537
Lei*NãoControl				0,207	2,140	0,033
Lei*Brasileiras*NãoControl				-0,485	-2,327	0,020
NãoControl*ROA				0,053	2,062	0,040
Brasileiras*NãoControl*ROA				-0,061	-2,109	0,036
Lei*NãoControl*ROA				-0,067	-2,994	0,003
Lei*Brasileiras*NãoControl*ROA				0,087	2,943	0,003
Ln(at)	-	-0,240	0,810	-0,000	0,010	0,938
Endiv	-	-1,684	0,093	-0,001	-1,854	0,064
Comercial	0,064	0,861	0,390	0,063	0,837	0,403
Industrial	-	-0,446	0,656	-0,012	-0,300	0,764
Petroleo	-	-0,830	0,407	-0,052	-1,104	0,270
Construção	0,144	1,826	0,069	0,168	2,041	0,042
Utilidade Pública	-	-1,034	0,302	-0,048	-0,856	0,392
R ² Ajustado	0,000			0,000		
Estatística Durbin-Watson	2,303			2,293		
Estatística-F (Prob)	1,047		0,148	0,947		0,205
Prob. Jarque-Bera	0,257			0,532		

$$(21) \Delta Ln Rem Média_{it} = \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Lei + \beta_4 Brasileiras \times Lei + \beta_5 Lei \times ROA_{it} + \beta_6 Brasileiras \times ROA_{it} + \beta_7 Lei \times Brasileiras \times ROA_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}$$

$$(22) \Delta WLn Re mMed_{it} = \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 NãoControl + \beta_4 Brasileiras \times NãoControl + \beta_5 Lei + \beta_6 Lei \times Brasileiras + \beta_7 Lei \times ROA_{it} + \beta_8 Brasileiras \times ROA_{it} + \beta_9 Brasileiras \times Lei \times ROA_{it} + \beta_{10} Lei \times NãoControl + \beta_{11} Lei \times Brasileiras \times NãoControl + \beta_{12} NãoControl \times ROA_{it} + \beta_{13} Brasileiras \times NãoControl \times ROA_{it} + \beta_{14} Lei \times NãoControl \times ROA_{it} + \beta_{15} Lei \times Brasileiras \times NãoControl \times ROA_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}$$

APÊNDICE G: ESTIMATIVAS USANDO MEDIDA ALTERNATIVA DE DESEMPENHO ($\Delta PVPA$).

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Panel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 165 / Total de observações (painel não balanceado): 484 / Erros-padrão com correção de White.

Variável	(23)			(24)		
	Coef.	Est.t	P	Coef.	Est.t	p
C	0,195	1,303	0,193	0,206	1,314	0,190
Brasileiras	0,007	0,148	0,882	-0,031	-0,602	0,548
$\Delta PVPA$	0,072	2,231	0,026	0,067	2,134	0,033
NãoControl				-0,108	-0,966	0,335
Brasileiras*NãoControl				0,200	1,451	0,147
Lei	0,001	0,016	0,987	-0,004	-0,073	0,942
Brasileiras*Lei	0,022	0,292	0,770	0,049	0,575	0,566
Lei* $\Delta PVPA$	-0,004	-0,064	0,949	-0,009	-0,144	0,885
Brasileiras*$\Delta PVPA$	-0,074	-2,292	0,022	-0,070	-2,222	0,027
Lei*Brasileiras* $\Delta PVPA$	0,006	0,113	0,910	0,011	0,182	0,855
Lei*NãoControl				0,054	0,455	0,650
Lei*Brasileiras*NãoControl				-0,189	-1,112	0,267
NãoControl* $\Delta PVPA$				0,089	0,624	0,533
Brasileiras*NãoControl* $\Delta PVPA$				-0,086	-0,603	0,547
Lei*NãoControl* $\Delta PVPA$				0,065	0,295	0,768
Lei*Brasileiras*NãoControl* $\Delta PVPA$				-0,067	-0,303	0,762
Ln(at)	-0,004	-0,430	0,667	-0,003	-0,301	0,763
Endiv	-0,002	-2,347	0,019	-0,002	-2,622	0,009
Comercial	0,109	1,580	0,115	0,104	1,380	0,168
Industrial	-0,015	-0,378	0,706	-0,016	-0,387	0,699
Petroleo	-0,046	-1,057	0,291	-0,057	-1,450	0,148
Construção	0,143	1,868	0,062	0,155	1,961	0,050
Utilidade Pública	-0,031	-0,576	0,565	-0,032	-0,579	0,563
R ² Ajustado	0,027			0,026		
Estatística Durbin-Watson	2,356			2,343		
Estatística-F (Prob)	1,984			1,615		
Prob. Jarque-Bera	0,257			0,258		

$$(23) \Delta WLn Re m Média_{it} = \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta PVPA_{it} + \beta_3 Lei + \beta_4 Brasileiras \times Lei + \beta_5 Lei \times \Delta PVPA_{it} + \beta_6 Brasileiras \times \Delta PVPA_{it} + \beta_7 Lei \times Brasileiras \times \Delta PVPA_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}$$

$$(24) \Delta WLn Re m Med_{it} = \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta PVPA_{it} + \beta_3 NãoControl + \beta_4 Brasileiras \times NãoControl + \beta_5 Lei + \beta_6 Lei \times Brasileiras + \beta_7 Lei \times \Delta PVPA_{it} + \beta_8 Brasileiras \times \Delta PVPA_{it} + \beta_9 Brasileiras \times Lei \times \Delta PVPA_{it} + \beta_{10} Lei \times NãoControl + \beta_{11} Lei \times Brasileiras \times NãoControl + \beta_{12} NãoControl \times \Delta PVPA_{it} + \beta_{13} Brasileiras \times NãoControl \times \Delta PVPA_{it} + \beta_{14} Lei \times NãoControl \times \Delta PVPA_{it} + \beta_{15} Lei \times Brasileiras \times NãoControl \times \Delta PVPA_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}$$

APÊNDICE H: ESTIMATIVAS USANDO MEDIDA ALTERNATIVA DE DEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO (CAINT).

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Painel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (painel balanceado): 504 / Erros-padrão com correção de White.

Variável	(25)			(26)		
	Coef.	Est.t	p	Coef.	Est.t	p
C	0,311	2,303	0,022	0,340	2,258	0,024
Brasileiras				-0,103	-1,771	0,077
$\Delta LnVM$	0,228	6,922	0,000	0,148	2,217	0,027
CAInt	0,059	0,538	0,591	-0,299	-1,578	0,115
Brasileiras*CAInt				0,720	2,700	0,007
Lei				-0,096	-1,086	0,278
Brasileiras*Lei				0,229	1,933	0,054
Lei* $\Delta LnVM$				0,157	0,787	0,432
Brasileiras* $\Delta LnVM$				0,092	1,177	0,240
Lei*Brasileiras* $\Delta LnVM$				-0,127	-0,464	0,643
Lei*CAInt				0,887	1,502	0,134
Lei*Brasileiras*CAInt				-1,824	-2,641	0,009
CAInt* $\Delta LnVM$	-0,191	0,164	0,244	-0,345	-1,221	0,223
Brasileiras*CAInt* $\Delta LnVM$				0,188	0,553	0,581
Lei*CAInt* $\Delta LnVM$				-0,994	-0,809	0,419
Lei*Brasileiras*CAInt* $\Delta LnVM$				-0,119	-0,082	0,935
Ln(at)	-0,014	-1,406	0,160	-0,012	-1,161	0,246
Endiv	-0,001	-1,878	0,061	-0,002	-2,126	0,034
Comercial	0,075	0,991	0,322	0,066	0,812	0,417
Industrial	-0,006	-0,152	0,879	-0,001	-0,035	0,972
Petroleo	-0,013	-0,267	0,790	-0,029	-0,655	0,513
Construção	0,152	2,051	0,041	0,153	2,016	0,044
Utilidade Pública	-0,013	-0,246	0,806	-0,013	-0,239	0,811
R ² Ajustado	0,126			0,133		
Durbin-Watson stat	2,184			2,175		
Estatística-F (Prob)	8,238		0,000	4,520		0,000
Prob. Jarque-Bera	0,979			0,740		

$$(25) \Delta WLn Re mMed_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta LnVM_{it} + \beta_2 CInt + \beta_3 CInt \times \Delta LnVM_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}$$

$$(26) \Delta WLn Re mMed_{it} = \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta LnVM_{it} + \beta_3 CInt + \beta_4 Brasileiras \times CInt + \beta_5 Lei + \beta_6 Lei \times Brasileiras + \beta_7 Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_8 Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} + \beta_9 Brasileiras \times Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{10} Lei \times CInt + \beta_{11} Lei \times Brasileiras \times CInt + \beta_{12} CInt \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{13} Brasileiras \times CInt \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{14} Lei \times CInt \times \Delta LnVM + \beta_{15} Lei \times Brasileiras \times CInt \times \Delta LnVM + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}$$

APÊNDICE I: ESTIMATIVAS USANDO A REMUNERAÇÃO AJUSTADA AO TAMANHO DA EMPRESA COMO VARIÁVEL DEPENDENTE.

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed/Ln(AT)$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Painel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 165 / Total de observações (painel balanceado): 494 / Erros-padrão com correção de White.

Variável	(27)			(28)		
	Coef.	Est.t	P	Coef.	Est.t	p
C	0,0166	2,925	0,004	0,0180	3,029	0,003
Brasileiras	0,0078	1,460	0,145	0,0054	0,971	0,332
$\Delta LnVM$	0,0072	1,993	0,047	0,0077	1,958	0,051
NãoControl				-0,0081	-1,124	0,262
Brasileiras*nãoControl				0,0097	0,996	0,320
Lei	0,0007	0,155	0,877	-0,0006	-0,113	0,910
Brasileiras*lei	-0,0020	-0,346	0,730	0,0009	0,138	0,891
Lei* $\Delta LnVM$	0,0014	0,133	0,895	0,0039	0,317	0,751
Brasileiras*$\Delta LnVM$	0,0078	1,823	0,069	0,0071	1,557	0,120
Lei*Brasileiras* $\Delta LnVM$	-0,0047	-0,333	0,739	-0,0104	-0,614	0,540
Lei*NãoControl				0,0041	0,492	0,623
Lei*Brasileiras*NãoControl				-0,0122	-0,931	0,352
NãoControl* $\Delta LnVM$				-0,0037	-0,369	0,713
Brasileiras*NãoControl* $\Delta LnVM$				0,0040	0,329	0,742
Lei*NãoControl*$\Delta LnVM$				-0,0417	-2,365	0,018
Lei*Brasileiras*NãoControl*$\Delta LnVM$				0,0556	2,099	0,036
Ln(rec)	-0,0011	-1,662	0,097	-0,0010	-1,503	0,134
Endiv	-0,0001	-2,315	0,021	-0,0001	-2,495	0,013
Comercial	0,0076	1,335	0,183	0,0074	1,252	0,211
Industrial	0,0006	0,200	0,841	0,0005	0,162	0,871
Petroleo	-0,0012	-0,382	0,702	-0,0023	-0,778	0,437
Construção	0,0097	1,742	0,082	0,0102	1,763	0,079
Utilidade Pública	-0,0024	-0,637	0,525	-0,0029	-0,770	0,442
R ² Ajustado	0,120			0,109		
Estatística Durbin-Watson	2,109			2,110		
Estatística-f (Prob)	5,781			3,748		
Prob (jarque-bera)	0,699			0,714		

$$(27) \Delta WLn Re m\acute{e}dia_{it} / Ln(AT)_{it} = \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta LnVM_{it} + \beta_3 Lei + \beta_4 Brasileiras \times Lei + \beta_5 Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_6 Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} + \beta_7 Lei \times Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}$$

$$(28) \Delta WLn Re m\acute{e}dia_{it} / Ln(AT)_{it} = \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta LnVM_{it} + \beta_3 NãoControl + \beta_4 Brasileiras \times NãoControl + \beta_5 Lei + \beta_6 Lei \times Brasileiras + \beta_7 Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_8 Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} + \beta_9 Brasileiras \times Lei \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{10} Lei \times NãoControl + \beta_{11} Lei \times Brasileiras \times NãoControl + \beta_{12} NãoControl \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{13} Brasileiras \times NãoControl \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{14} Lei \times NãoControl \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{15} Lei \times Brasileiras \times NãoControl \times \Delta LnVM_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}$$

APÊNDICE J: TESTE DE ROBUSTEZ UTILIZANDO SUBAMOSTRA.

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com D
 ados em Painel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 70 /
 Total de observações (painel balanceado): 210 / Erros-padrão com correção de White.

Variável	(29)		
	Coef.	Est.t	p
C	-0,199	-1,117	0,265
Brasileiras	-0,120	-1,654	0,099
$\Delta LnVM$	0,116	1,831	0,066
Nãocontrol	-0,134	-1,011	0,313
Brasileiras*NãoControl	0,907	2,309	0,022
Lei	-0,012	-0,150	0,881
Brasileiras*Lei	0,133	1,011	0,314
Lei* $\Delta LnVM$	0,028	0,157	0,875
Brasileiras*$\Delta LnVM$	0,168	1,910	0,058
Lei*Brasileiras* $\Delta LnVM$	-0,253	-0,826	0,410
Lei*NãoControl	0,050	0,380	0,705
Lei*Brasileiras*NãoControl	-0,901	-2,292	0,023
NãoControl* $\Delta LnVM$	-0,017	-0,105	0,916
Brasileiras*NãoControl*$\Delta LnVM$	-1,265	-2,082	0,039
Lei*NãoControl*$\Delta LnVM$	-0,745	-2,698	0,008
Lei*Brasileiras*NãoControl*$\Delta LnVM$	2,281	2,874	0,005
Ln(at)	0,025	2,109	0,036
Endiv	-0,001	-1,315	0,190
Comercial	-0,020	-0,381	0,703
Industrial	-0,126	-2,046	0,042
Petróleo	-0,036	-0,755	0,451
Construção	0,316	3,157	0,002
Utilidade Pública	-0,105	-1,800	0,073
R ² Ajustado	0,117		
Estatística Durbin-Watson	2,299		
Estatística-F (Prob)	2,265		0,002
Prob. Jarque-Bera	0,007		

$$\begin{aligned}
 \Delta WLnRemMed_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Brasileiras + \beta_2 \Delta LnVM_{it} + \beta_3 NãoControl \\
 & + \beta_4 Brasileiras \times NãoControl + \beta_5 Lei + \beta_6 Lei \times Brasileiras + \beta_7 Lei \times \Delta LnVM_{it} \\
 (29) & + \beta_8 Brasileiras \times \Delta LnVM_{it} + \beta_9 Brasileiras \times Lei \times \Delta LnVM_{it} \\
 & + \beta_{10} Lei \times NãoControl + \beta_{11} Lei \times Brasileiras \times NãoControl + \beta_{12} NãoControl \times \Delta LnVM_{it} \\
 & + \beta_{13} Brasileiras \times NãoControl \times \Delta LnVM_{it} + \beta_{14} Lei \times NãoControl \times \Delta LnVM_{it} \\
 & + \beta_{15} Lei \times Brasileiras \times NãoControl \times \Delta LnVM_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}
 \end{aligned}$$

APÊNDICE K: TESTE DE ROBUSTEZ PARA A CRISE FINANCEIRA DE 2008.

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Painel / Período de Análise: 2008 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (painel balanceado): 504 / Erros-padrão com correção de White.

Variável	(30)		
	Coef.	Est.t	P
C	0,280	1,772	0,077
Brasileiras	-0,033	-0,640	0,523
$\Delta LnVMAj$	0,055	0,369	0,712
NãoControl	-0,119	-0,944	0,346
Brasileiras*NãoControl	0,196	1,305	0,193
Lei	0,043	0,770	0,442
Brasileiras*Lei	-0,026	-0,325	0,746
Lei* $\Delta LnVMAj$	0,224	0,782	0,435
Brasileiras* $\Delta LnVMAj$	0,177	1,109	0,268
Lei*Brasileiras* $\Delta LnVMAj$	-0,403	-1,247	0,213
Lei*NãoControl	-0,093	-0,627	0,531
Lei*Brasileiras*NãoControl	-0,066	-0,339	0,735
Nãocontrol* $\Delta LnVMAj$	0,040	0,134	0,893
Brasileiras*NãoControl* $\Delta LnVMAj$	-0,042	-0,123	0,902
Lei*NãoControl*$\Delta LnVMAj$	-0,753	-1,947	0,052
Lei*Brasileiras*NãoControl*$\Delta LnVMAj$	1,016	2,125	0,034
Ln(at)	-0,008	-0,739	0,460
Endiv	-0,002	-2,335	0,020
Comercial	0,075	0,925	0,356
Industrial	-0,004	-0,103	0,918
Petróleo	-0,044	-0,964	0,336
Construção	0,165	2,162	0,031
Utilidade Pública	-0,032	-0,567	0,571
R ² Ajustado	0,038		
Estatística Durbin-Watson	2,267		
Estatística-F (Prob)	1,907		0,008
Prob. Jarque-Bera	0,667		

$$\begin{aligned}
 \Delta WLn Re mMed_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Brasileira s + \beta_2 \Delta LnVMAj_{it} + \beta_3 NãoControl \\
 & + \beta_4 Brasileira s \times NãoControl + \beta_5 Lei + \beta_6 Lei \times Brasileira s + \beta_7 Lei \times \Delta LnVMAj_{it} \\
 (30) & + \beta_8 Brasileira s \times \Delta LnVMAj_{it} + \beta_9 Brasileira s \times Lei \times \Delta LnVMAj_{it} \\
 & + \beta_{10} Lei \times NãoControl + \beta_{11} Lei \times Brasileira s \times NãoControl + \beta_{12} NãoControl \times \Delta LnVMAj_{it} \\
 & + \beta_{13} Brasileira s \times NãoControl \times \Delta LnVMAj_{it} + \beta_{14} Lei \times NãoControl \times \Delta LnVMAj_{it} \\
 & + \beta_{15} Lei \times Brasileira s \times NãoControl \times \Delta LnVMAj_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}
 \end{aligned}$$

APÊNDICE L: TESTE DE ROBUSTEZ PARA A CONVERGÊNCIA DAS NORMAS CONTÁBEIS.

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Painel / Período de Análise: 2009 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (painel balanceado): 336 / Erros-padrão com correção de White.

Variable	(31)		
	Coef.	Est.t	P
C	0,446	2,462	0,014
Brasileiras	0,036	0,279	0,780
$\Delta LnVM$	0,446	2,462	0,014
NãoControl	-0,465	-1,408	0,160
Brasileiras*NãoControl	0,540	1,490	0,137
Lei	-0,233	-1,925	0,055
Brasileiras*Lei	-0,023	-0,148	0,882
Lei* $\Delta LnVM$	0,443	1,588	0,113
Brasileiras* $\Delta LnVM$	0,191	1,016	0,310
Lei*Brasileiras* $\Delta LnVM$	-0,359	-1,105	0,270
Lei*NãoControl	0,414	1,323	0,187
Lei*Brasileiras*NãoControl	-0,581	-1,598	0,111
Nãocontrol* $\Delta LnVM$	0,667	0,900	0,369
Brasileiras*NãoControl* $\Delta LnVM$	-0,741	-0,960	0,338
Lei*NãoControl* $\Delta LnVM$	-1,267	-1,546	0,123
Lei*Brasileiras*NãoControl*$\Delta LnVM$	1,609	1,860	0,064
Ln(at)	-0,007	-0,626	0,532
Endiv	-0,001	-1,055	0,292
Comercial	0,065	0,601	0,548
Industrial	-0,005	-0,119	0,905
Petróleo	-0,129	-1,073	0,284
Construção	0,151	1,953	0,052
Utilidade Pública	-0,014	-0,239	0,811
R ² Ajustado	0,122		
Estatística Durbin-Watson	2,326		
Estatística-F (Prob)	1,981		0,006
Prob. Jarque-Bera	0,001		

$$\begin{aligned}
 \Delta WLn Re mMed_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Brasileira s + \beta_2 \Delta LnVMAj_{it} + \beta_3 NãoControl \\
 & + \beta_4 Brasileira s \times NãoControl + \beta_5 Lei + \beta_6 Lei \times Brasileira s + \beta_7 Lei \times \Delta LnVMAj_{it} \\
 (31) & + \beta_8 Brasileira s \times \Delta LnVMAj_{it} + \beta_9 Brasileira s \times Lei \times \Delta LnVMAj_{it} \\
 & + \beta_{10} Lei \times NãoControl + \beta_{11} Lei \times Brasileira s \times NãoControl + \beta_{12} NãoControl \times \Delta LnVMAj_{it} \\
 & + \beta_{13} Brasileira s \times NãoControl \times \Delta LnVMAj_{it} + \beta_{14} Lei \times NãoControl \times \Delta LnVMAj_{it} \\
 & + \beta_{15} Lei \times Brasileira s \times NãoControl \times \Delta LnVMAj_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}
 \end{aligned}$$

**APÊNDICE M: TESTE DE ROBUSTEZ PARA A CONVERGÊNCIA DAS NORMAS
CONTÁBEIS COM AJUSTE DO DESEMPENHO DA EMPRESA À VARIAÇÃO DO
MERCADO.**

Variável Dependente: $\Delta WLnRemMed$ / Método: Mínimos Quadrados com Dados em Painel / Período de Análise: 2009 a 2010 / Cross-sections Incluídas: 168 / Total de observações (painel balanceado): 336 / Erros-padrão com correção de White.

Variável	(32)		
	Coef.	Est.t	P
C	0,341	2,140	0,033
Brasileiras	0,121	1,532	0,127
$\Delta LnVMAj$	-0,113	-0,650	0,516
NãoControl	-0,151	-0,924	0,356
Brasileiras*NãoControl	0,187	1,026	0,306
Lei	-0,061	-0,849	0,397
Brasileiras*Lei	-0,174	-1,825	0,069
Lei* $\Delta LnVMAj$	0,376	1,227	0,221
Brasileiras* $\Delta LnVMAj$	0,090	0,465	0,642
Lei*Brasileiras* $\Delta LnVMAj$	-0,297	-0,853	0,394
Lei*NãoControl	-0,044	-0,235	0,814
Lei*Brasileiras*NãoControl	-0,070	-0,307	0,759
Nãocontrol* $\Delta LnVMAj$	0,572	0,768	0,443
Brasileiras*NãoControl* $\Delta LnVMAj$	-0,651	-0,841	0,401
Lei*NãoControl* $\Delta LnVMAj$	-1,212	-1,459	0,146
Lei*Brasileiras*NãoControl*$\Delta LnVMAj$	1,559	1,781	0,076
Ln(at)	-0,007	-0,598	0,551
Endiv	-0,001	-1,127	0,261
Comercial	0,068	0,632	0,528
Industrial	-0,006	-0,124	0,901
Petróleo	-0,124	-0,973	0,331
Construção	0,149	1,927	0,055
Utilidade Pública	-0,014	-0,227	0,820
R ² Ajustado	0,120		
Estatística Durbin-Watson	2,324		
Estatística-F (Prob)	1,981		0,006
Prob. Jarque-Bera	0,001		

$$\begin{aligned}
 \Delta WLn Re mMed_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Brasileira s + \beta_2 \Delta LnVMAj_{it} + \beta_3 NãoControl \\
 & + \beta_4 Brasileira s \times NãoControl + \beta_5 Lei + \beta_6 Lei \times Brasileira s + \beta_7 Lei \times \Delta LnVMAj_{it} \\
 (32) & + \beta_8 Brasileira s \times \Delta LnVMAj_{it} + \beta_9 Brasileira s \times Lei \times \Delta LnVMAj_{it} \\
 & + \beta_{10} Lei \times NãoControl + \beta_{11} Lei \times Brasileira s \times NãoControl + \beta_{12} NãoControl \times \Delta LnVMAj_{it} \\
 & + \beta_{13} Brasileira s \times NãoControl \times \Delta LnVMAj_{it} + \beta_{14} Lei \times NãoControl \times \Delta LnVMAj_{it} \\
 & + \beta_{15} Lei \times Brasileira s \times NãoControl \times \Delta LnVMAj_{it} + \sum_{j=1}^n \gamma_j VControle + u_{it}
 \end{aligned}$$