

DOI: 10.5748/9788599693124-13CONTECSI/RF-4157

## **CORPORATE GOVERNANCE AND COMPENSATION OF CHIEF EXECUTIVE OFFICER IN BRAZILIAN PUBLIC COMPANIES**

Larissa Degenhart (Fundação Universidade Regional de Blumenau, Santa Catarina, Brasil) – [lari\\_ipo@hotmail.com](mailto:lari_ipo@hotmail.com)

Mara Vogt (Fundação Universidade Regional de Blumenau, Santa Catarina, Brasil) – [maravogtcco@gmail.com](mailto:maravogtcco@gmail.com)

Paulo Roberto da Cunha (Fundação Universidade Regional de Blumenau, Santa Catarina, Brasil) - [pauloccsa@gmail.com](mailto:pauloccsa@gmail.com)

This study aimed to analyze the corporate governance attributes that affect the compensation of executive directors of Brazilian public companies. We conducted a descriptive, documentary and quantitative research. The study sample comprised the 100 Brazilian companies listed on the BM & FBovespa, belonging to the Novo Mercado. From the study results it was found that the variable size of the company showed a significant relation to the fixed remuneration. The shareholding of directors, board size and ROA were significant to the variable remuneration, however, the stake and the size of negatively board of directors. The size of the board, the ROA and firm size were related significantly to the total remuneration. We conclude that the corporate governance attributes that affect the compensation of executive officers of the companies analyzed were the shareholdings of directors, size of the board, ROA and firm size.

Keywords: Corporate Governance, Remuneration Executive Directors, Brazilian Public Companies.

## **GOVERNANÇA CORPORATIVA E REMUNERAÇÃO DOS DIRETORES EXECUTIVOS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Este estudo objetivou analisar os atributos de governança corporativa que afetam a remuneração dos diretores executivos das empresas de capital aberto brasileiras. Realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e quantitativa. A amostra do estudo compreendeu as 100 empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, pertencentes ao Novo Mercado. A partir dos resultados do estudo verificou-se que a variável tamanho da empresa apresentou relação significativa com a remuneração fixa. A participação acionária dos diretores, tamanho do conselho de administração e ROA apresentaram significância com a remuneração variável, porém, a participação acionária e o tamanho do conselho de administração de forma negativa. O tamanho do conselho de administração, o ROA e tamanho da empresa relacionaram-se de forma significativa com a remuneração total. Conclui-se que os atributos de governança corporativa que afetam a remuneração dos diretores executivos das empresas analisadas foram a participação acionária dos diretores, tamanho do conselho de administração, ROA e tamanho da empresa.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Remuneração dos Diretores Executivos, Companhias Abertas Brasileiras.

## 1 INTRODUÇÃO

A remuneração dos diretores executivos é considerada um tema de grande interesse, tanto para os profissionais, quanto para os acadêmicos, visto que muitos trabalhos ao longo dos anos têm examinado o que de fato explica o nível de remuneração dos diretores (BANGHØJ et al., 2010). Cahan, Chua e Nyamori (2005) e Ozkan (2007) destacam que a remuneração dos diretores é uma questão econômica e social, que têm atraído a atenção da área acadêmica, política e até mesmo da mídia.

Nesse sentido, uma questão importante é analisar se os mecanismos de governança corporativa conseguem desempenhar um papel significativo mediante a determinação da remuneração dos executivos, visto que a literatura sugere que estes mecanismos podem auxiliar na redução dos problemas de agência entre os executivos e acionistas. Deste modo, apresentam impacto na política de remuneração, sendo que dentre os mecanismos de governança corporativa, se incluem a propriedade e a estrutura de administração na qual a empresa está inserida (OZKAN, 2007).

Diante disso, a Teoria da Agência apresenta uma abordagem positiva em relação a questão da remuneração dos diretores executivos (RANDØY; NIELSEN, 2002). Para Kang, Kumar e Lee (2006), a remuneração dos executivos e os investimentos em governança corporativa são relacionados, porém a relação referente o sinal de associação encontra-se ambíguo. Enfatizam ainda, o importante papel da governança corporativa na tomada de decisões das empresas. Essa teoria prevê que os projetos de remuneração dependem de fatores que influenciam nos conflitos de agência, como a propriedade e os mecanismos de governança corporativa. De acordo com Li et al. (2007), esta teoria indica que a remuneração dos diretores deve estar vinculada com o desempenho da empresa, de modo que possibilite alinhar os interesses dos gestores e acionistas.

Oskan (2011) argumenta que a Teoria da Agência sugere que os mecanismos de governança corporativa amenizem os conflitos de interesses, estes que ocorrem em função da separação entre propriedade e controle nas empresas. Conforme Lin e Lin (2014), nas economias modernas, a maioria das empresas caracterizam-se pela separação entre propriedade que é detida pelos acionistas e o controle que é exercido pelos principais executivos, o que resulta em problemas de agência, isto é, os gestores nem sempre podem agir conforme os interesses dos acionistas, o que ocasiona os conflitos de interesses. Segundo Banghøj et al. (2010), a remuneração é considerada um instrumento que pode proporcionar o alinhamento dos interesses gerenciais, ou seja, os agentes para com os interesses dos acionistas, considerados os principais.

Diante do exposto, a governança corporativa está se destacando no Brasil, pois as empresas estão adotando boas práticas de governança, estão conscientes da necessidade de atrair maiores recursos financeiros para a empresa e ainda, disponibilizam um volume maior de informações aos investidores. Contudo, diversos aspectos apresentam-se reconhecidos no mercado, como sendo boas práticas de governança corporativa, no caso, a presença de membros independentes no conselho, percentual maior de diretores acionistas, menor separação entre propriedade e controle. Entretanto, a remuneração dos diretores executivos causa muitas discussões no mercado brasileiro (SILVA, 2010).

Nesse contexto, diversos foram os estudos desenvolvidos, tanto nacionais, quanto internacionais, que abordaram a remuneração dos executivos, como os de Core, Holthausen e Larcker (1999); Randøy e Nielsen (2002); Funchal (2005); Firth, Fung e Rui (2007); Li et al. (2007); Oskan (2007); Banghøj et al. (2010); Conyon e He (2011); Ozkan (2011); Lin, Kuo e Wang (2013); Lin e Lin (2014), porém, muitos destes verificam apenas a relação da remuneração com o desempenho da empresa, identificando assim a lacuna de pesquisa frente a relação entre a governança corporativa e a remuneração dos executivos, visto que, de acordo

com Lin, Kuo e Wang (2013), além do desempenho existem outros fatores que podem afetar a remuneração dos executivos.

Frente ao exposto, destaca-se a seguinte questão que norteia o desenvolvimento desta pesquisa: *quais atributos de governança corporativa afetam a remuneração dos diretores executivos das empresas de capital aberto brasileiras?* Visando responder a questão apresentada, o objetivo deste estudo é analisar os atributos de governança corporativa que afetam a remuneração dos diretores executivos das empresas de capital aberto brasileiras.

Esta pesquisa justifica-se conforme Conyon (1997), pois há poucos estudos que apresentam os impactos dos atributos da governança corporativa sobre as variáveis econômicas, bem como, a relação com a remuneração dos diretores executivos. Justifica-se a utilização das empresas do Novo Mercado, pois o Índice de Governança Corporativa - Novo Mercado (IGC-NM) é considerado o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de emissão das empresas, estas que apresentam bons níveis de governança corporativa e encontram-se listadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BM&FBOVESPA (IBGC, 2014a; BM&FBOVESPA, 2014).

## **2 GOVERNANÇA CORPORATIVA**

A governança corporativa engloba um conjunto de mecanismos institucionais e de mercado, que proporcionam aos gestores maximizar o valor dos fluxos de caixa da empresa, em nome de seus acionistas (DENIS, 2001).

Deste modo, a governança corporativa está relacionada com a maneira pela qual as empresas são dirigidas e controladas. Com o intuito de monitorar e se necessário controlar as ações dos gestores, as empresas vem desenvolvendo e utilizando mecanismos de governança corporativa, pois a boa governança inclui o trabalho de supervisão ativa de investidores, inclusive a nomeação dos conselheiros independentes (FIRTH; FUNG; RUI, 2007).

Li et al. (2007) destacam que quando os acionistas são dispersos, o custo de monitorar a empresa, impede o controle efetivo, oferecendo maiores oportunidades para os gestores conseguirem benefícios privados. Em vistas disso, uma estrutura de governança corporativa inadequada pode prejudicar os acionistas. Desse modo, identificar os determinantes da remuneração dos executivos é importante, pois apresentam-se as imperfeições das estruturas de governança corporativa, mas de forma geral, auxiliam as empresas para a melhoria dessa estrutura.

Para tanto, Becht, Bolton e Roell (2003), ressaltam que a governança corporativa preocupa-se com a resolução de problemas relacionados a ação coletiva entre os investidores e a conciliação dos conflitos de interesse entre os diversos detentores de direitos corporativos nas empresas.

Conforme Tu, Son e Khanh (2014), visando resolver os problemas de agência, as estruturas de governança corporativa devem ser colocadas em prática. Além disso, os autores apresentam cinco mecanismos de governança que podem ser utilizados para gerenciar os conflitos, como é o caso da aquisição hostil, controle de muitos acionistas, delegação de controle parcial para alguns credores, controle do CEO por meio do conselho de administração e ainda, alinhamento dos interesses do gestor com os acionistas a partir das políticas de remuneração. Para tanto, o papel do conselho de administração é importante para colocar estes mecanismos em prática.

Nesse contexto, a governança corporativa trata dos problemas de agência, que são induzidos em função da separação entre propriedade e controle nas empresas (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2001; LIN; KUO; WANG, 2013), sendo que os mecanismos de governança podem reduzir estes problemas de agência e influenciar a forma como as empresas remuneram seus executivos (OZKAN, 2011). Para Kang e Shivdasani (1995) os diretores externos geralmente desempenham importante função na governança corporativa.

Diante do exposto, a governança corporativa é considerada um conjunto de mecanismos, por meio do qual os investidores externos se protegem contra a expropriação de capital nas empresas. Em relação a abordagem jurídica, a governança sustenta que o mecanismo principal é aquele que assegura a proteção dos investidores externos, como por exemplo os sócios, credores, a partir de um sistema legal. Contudo, quando o sistema legal é inadequado, passa a não proteger estes investidores, a governança corporativa e, conseqüentemente, o financiamento externo não funcionará da melhor forma (LA PORTA et al., 2000).

Randøy e Nielsen (2002) e Lin, Kuo e Wang (2013) salientam que a partir da governança corporativa, o conflito de interesses entre os executivos e acionistas pode ser amenizado se a empresa projetar corretamente a remuneração dos seus diretores executivos.

## **2.1 Remuneração dos Diretores**

A remuneração dos diretores executivos, conforme o IBGC (2009) deve estar vinculada aos resultados e metas de curto e longo prazo de maneira clara e objetiva com a geração de valor econômico para a empresa, tendo em vista que a remuneração seja uma ferramenta efetiva de alinhamento dos interesses dos diretores com a empresa.

De acordo com Wood Jr. e Picarelli Filho (2004) os elementos considerados centrais do sistema de remuneração são: a remuneração fixa, que compreende a parte funcional da empresa, habilidades, competências e benefícios que incluem a previdência complementar; a remuneração por desempenho que constitui-se da remuneração variável e participação acionária. Por fim, a remuneração por meio de formas especiais, oferecidas pela empresa quando se atinge resultados excepcionais.

Funchal (2005) destaca que o sistema de remuneração dos diretores executivos, concentra-se basicamente a partir de dois grupos, os incentivos diretos e indiretos. Nas duas modalidades, objetiva-se relacionar a riqueza do diretor executivo, aliado com o bem estar e riqueza dos acionistas da empresa.

Para tanto, as diferenças estruturais nas economias nacionais, fazem com que a remuneração dos diretores executivos seja entendida a partir do contexto dos sistemas jurídicos, políticos e regulamentações específicas. Deste modo, os custos de agência e o poder do diretor podem ser mediados por meio de fatores específicos de cada país, como por exemplo, a cultura, as normas nacionais, os incentivos fiscais e as diferenças nas estruturas jurídicas nacionais (RANDØY; NIELSEN, 2002).

Nesse sentido Ozkan (2011) argumenta que a remuneração dos diretores tem sido fundamental para amenizar o conflito de interesses nas empresas, entre os gestores e acionistas, pois desempenha importante papel na motivação destes. É importante entender como as empresas definem a remuneração dos diretores, pois há uma relação entre a remuneração e o desempenho da empresa. Deste modo, o conselho de administração é responsável por promover a gestão interna e a supervisão da remuneração dos diretores nas empresas (FIRTH; FUNG; RUI, 2007).

Contudo, Kang, Kumar e Lee (2006) apontam relações entre o investimento empresarial de longo prazo e a estrutura de remuneração, considerando o potencial dos mecanismos de governança corporativa. Assim, a estrutura de remuneração dos diretores executivos é influenciada por fatores que passam a representar a força dos mecanismos internos de controle adotados pela empresa. Para Conyon (1997) a remuneração dos diretores tem sido uma preocupação das empresas, pois o crescimento destas tem sido debatido sobre os mecanismos de governança corporativa que a empresa utiliza.

## 2.2 Formulação das Hipóteses

Considerando o problema de pesquisa foram formuladas, com base em estudos já realizados, sete hipóteses de pesquisa a serem testadas com base em: tamanho do conselho, dualidade do cargo de CEO e presidente do conselho, composição do conselho, participação dos diretores nas ações das empresas, Retorno sobre o Ativo (ROA), tamanho da empresa e *Market to Book* (MB).

A dualidade do CEO, que inclui tanto o cargo de CEO quanto de presidente do conselho, nos estudos anteriores analisados apresenta uma relação negativa com a remuneração dos executivos. O estudo de Core, Holthausen e Larcker (1999), apresentou efeito negativo com a remuneração dos executivos, visto que este resultado é consistente com a interpretação de que, quando a governança corporativa é fraca, o CEO pode extrair remuneração adicional da empresa. Firth, Fung e Rui (2007) verificaram que as empresas com dualidade remuneram menos seus CEOs. Nas empresas com a mesma pessoa ocupando os cargos de CEO e presidente do conselho, acarreta em muito poder, ou seja, essas empresas possuem o potencial de levar a remuneração excessiva do CEO.

Para Li et al. (2007), a dualidade apresentou-se estatisticamente insignificante em relação a remuneração do CEO. Já Funchal (2005) e Conyon e He (2011) também utilizaram a variável dualidade em seus estudos, porém não evidenciaram a relação entre a dualidade e a remuneração dos executivos. Diante disso, pelo fato dos estudos anteriores não terem encontrado uma relação positiva, elaborou-se a primeira hipótese do estudo:

**H<sub>1</sub>:** Há uma relação negativa entre a dualidade e a remuneração dos executivos.

A participação dos diretores nas ações das empresas representa a porcentagem de participação detida pelo CEO e diretores e foi verificada em relação à remuneração dos executivos por diversos autores. Core, Holthausen e Larcker (1999) identificaram que a presença de executivos que participam nas ações das empresas associa-se a uma redução da remuneração do diretor executivo. Li et al. (2007) encontraram uma relação positiva, isto é, um aumento na participação nas ações da empresa que associa-se a um aumento na remuneração. A explicação mais provável para esse fato é que a remuneração do CEO é utilizada para atrair e reter os gestores talentosos que podem comandar a empresa e conseqüentemente serem bem remunerados. De acordo com Oskan (2007) os CEOs com maior posse de ações podem ajudar a aumentar sua remuneração, sem qualquer intervenção. Para Banghøj et al. (2010) a participação dos diretores nas ações das empresas aponta uma relação menor com a remuneração dos executivos, sendo que esta variável é uma das características de governança corporativa que explicam as diferenças de remuneração dos executivos. Ozkan (2011) verificaram que a participação dos administradores não executivos, têm um impacto negativo sobre o nível de remuneração do CEO. Lin, Kuo e Wang (2013) e Lin e Lin (2014) encontraram que a participação do CEO está negativamente relacionada com a remuneração do CEO. Além disso, Funchal (2005) e Conyon e He (2011) verificaram a variável participação dos diretores nas ações das empresas, porém não apresentaram os resultados encontrados nos seus estudos. Diante do exposto apresenta-se a segunda hipótese desta pesquisa:

**H<sub>2</sub>:** Há uma relação positiva entre a participação dos diretores nas ações das empresas e a remuneração dos executivos.

O tamanho do conselho de administração é visto pelos autores como o número total de membros do conselho de administração. Randøy e Nielsen (2002) encontravam uma relação positiva e significativa entre tamanho do conselho e remuneração do CEO, argumentando que

os conselhos com tamanho menor podem ser mais eficazes na redução de custos de agência. Firth, Fung e Rui (2007) destacaram que empresas com um maior número de integrantes no conselho pagam menos seus executivos, visto que encontraram uma relação estatisticamente significativa entre o tamanho do conselho e remuneração do CEO. Ainda, Li et al. (2007) argumentaram que tamanho do conselho afeta positivamente a remuneração excessiva do CEO, pois o tamanho do conselho consegue controlar a remuneração dos CEOs. De acordo com Ozkan (2007) empresas com maior tamanho do conselho pagam uma remuneração maior aos seus CEOs, sendo que seus resultados apresentaram um impacto positivo e significativo sobre o nível de remuneração do CEO. Segundo Banghøj et al. (2010) o tamanho do conselho explica as diferenças de remuneração dos executivos, pois indicaram que existe uma relação positiva entre o tamanho do conselho e remuneração.

Já Ozkan (2011) verificou que há uma associação positiva e significativa entre a remuneração do CEO e do tamanho do conselho. Argumenta que conselhos maiores são menos eficazes no monitoramento e mais suscetíveis à influência do poder dos CEOs. Lin, Kuo e Wang (2013) identificaram que um grande conselho pode reduzir a eficácia do acompanhamento e ser associado positivamente com a remuneração superior do CEO. Por último, os autores Lin e Lin (2014) observam que a remuneração dos CEOs está positivamente relacionada com o tamanho do conselho. Além disso, os autores Funchal (2005) e Conyon e He (2011) também utilizaram a variável tamanho do conselho para explicar a remuneração dos executivos, porém não evidenciaram a relação entre as variáveis. Para Core, Holthausen e Larcker (1999) esta variável explicativa de governança corporativa apresentou fraca relação com a remuneração dos executivos, ou seja, quando a governança corporativa é fraca, o CEO é capaz de extrair remuneração adicional da empresa. Diante do exposto, depreende-se a terceira hipótese desse estudo:

**H<sub>3</sub>:** Há uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e a remuneração dos executivos.

Outra variável de governança corporativa que será testada neste estudo é os membros independentes, esta que representa o número total de membros independentes no conselho de administração, dividido pelo número total de membros do conselho de administração. De acordo com o estudo desenvolvido por Ozkan (2007), os resultados demonstram que as empresas com maior proporção de membros independentes no conselho de administração, oferecem salários mais altos para os CEOs, ou seja, uma relação positiva. Este resultado aponta que os membros independentes não são considerados mais eficientes no acompanhamento de administradores executivos. O estudo de Conyon e He (2011) evidenciaram que empresas com membros independentes no conselho de administração apresentam um maior desempenho, vinculando maiores incentivos de remuneração para os CEOs, isto é, conselhos compostos por mais membros independentes, aumenta a remuneração dos CEOs, apresentando relação positiva. Assim tem-se a quarta hipótese deste estudo:

**H<sub>4</sub>:** Há uma relação positiva entre a composição do conselho e a remuneração dos executivos.

O Retorno sobre os Ativos (ROA), que resulta do lucro líquido dividido pelo ativo total, para Core, Holthausen e Larcker (1999) não apresentou-se significativo e esta correlação negativa sugere que está sendo verificado mau desempenho operacional por parte das empresas com estruturas de governança corporativa de baixa qualidade, refletindo a eficácia das diferentes estruturas de governança para controlar os problemas de agência. Segundo Firth, Fung e Rui (2007) a variável ROA é considerada uma medida de controle,

visto que o objetivo dos diretores executivos é maximizar a rentabilidade da empresa, influenciando na remuneração do CEO. Em seu estudo os autores encontraram uma relação positiva do ROA com a remuneração dos executivos. Dessa forma, os resultados mostram que a remuneração é maior quando o retorno sobre os ativos é alta. Ozkan (2007) afirma que o ROA é geralmente significativo para a remuneração, porém, em seu estudo não pode generalizar esta afirmação, visto que não apresentou-se significativo. Para Banghøj et al. (2010) e Lin e Lin (2014) esta variável não explicou a remuneração dos executivos, pois apresentou-se de forma negativa. Já de acordo com os estudos de Funchal (2005), Conyon e He (2011) e Lin, Kuo e Wang (2013) esta variável foi utilizada no estudo, porém os autores não apresentam o resultado dessa relação. Assim, têm-se a quinta hipótese do estudo:

**H<sub>5</sub>:** Há uma relação positiva entre o ROA e a remuneração dos executivos.

O tamanho da empresa, variável de controle da governança corporativa é apresentado pelos autores como o logaritmo da receita total de vendas da empresa. Ozkan (2007) explica que as grandes empresas pagam uma maior remuneração do CEO. Os resultados evidenciam que o tamanho da empresa é positivamente relacionado com a remuneração. Dessa forma, argumentam que as grandes empresas remuneram mais seus executivos, diferente das empresas menores. Para Funchal (2005) e Firth, Fung e Rui (2007) o tamanho da empresa apresenta-se como um dos principais determinantes da remuneração executiva, ou seja, apresentou relação positiva. De acordo com Lin, Kuo e Wang (2013), no geral, o tamanho da empresa é o determinante mais importante da remuneração do CEO, visto que empresas menores remuneram menos seus diretores executivos. Diante disso, evidenciam que o tamanho da empresa esteve associado positivamente com a remuneração dos CEOs. Lin e Lin (2014) identificaram uma relação positiva do tamanho da empresa, ou seja, sua receita de vendas com a remuneração dos diretores executivos. Por fim, os estudos de Banghøj et al. (2010), Conyon e He (2011) e Ozkan (2011) utilizaram a variável tamanho da empresa para explicar a remuneração dos CEOs, no entanto não apresentaram o resultado encontrado. Dessa forma, apresenta-se a sexta hipótese desta pesquisa:

**H<sub>6</sub>:** Há uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos.

A variável *Market to Book* (MB) é o preço de mercado das ações, dividido pelo valor de mercado das ações. Esta variável é explicada por Lin, Kuo e Wang (2013) como as oportunidades de investimento da empresa que são medidas por meio do valor de mercado desta dividido pelo valor contábil do patrimônio líquido. Os autores verificaram uma relação positiva com a remuneração dos CEOs. Além disso, Randøy e Nielsen (2002) também evidenciaram uma relação positiva entre o MB e a remuneração do CEO. Já Core, Holthausen e Larcker (1999) identificaram que essa variável não apresentou significância com a remuneração dos diretores executivos. Ainda, Ozkan (2011) e Conyon e He (2011) verificaram a relação desta variável em seus estudos com a remuneração dos executivos, porém não apresentaram os resultados deste achado. Diante disso, elaborou-se a sétima hipótese de pesquisa que direciona este estudo.

**H<sub>7</sub>:** Há uma relação positiva entre o *Market to Book* e a remuneração dos executivos.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo caracteriza-se como descritivo, documental e quantitativo, visto que têm como finalidade analisar os atributos de governança corporativa que afetam a remuneração dos diretores executivos das empresas de capital aberto brasileiras.

O período de análise compreendeu os anos de 2011 a 2013 e os dados foram coletados nos formulários de referência da BM&FBovespa no mês de agosto de 2014. Os demais dados foram coletados no banco de dados da Economática<sup>®</sup>. Este período de análise foi definido em decorrência de que o Formulário de Referência teve sua implantação por meio da Instrução CVM nº 480/09 e exige sua publicação a partir de 2010.

A população do estudo compreendeu as empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa pertencentes ao Novo Mercado, perfazendo um total de 132 companhias. A amostra constituiu-se das empresas que apresentavam todas as variáveis utilizadas no presente estudo em cada ano pesquisado, totalizando 100 empresas. Além disso, excluiu-se as empresas financeiras, pois conforme Firth, Fung e Rui (2007) estas apresentam características financeiras diferentes das outras empresas. Ainda, as instituições financeiras estão sujeitas a uma maior regulamentação e isso pode ter um impacto sobre a remuneração do CEO.

Os dados anuais utilizados para a análise estatística foram coletados nos formulários de referência disponibilizados na BM&FBovespa e no banco de dados Economática<sup>®</sup>. A partir do Quadro 1 apresentam-se as variáveis deste estudo, estas que foram utilizadas nos estudos anteriores apresentados na formulação das hipóteses.

Variável	Descrição	Coleta	Autores	
<b>Variáveis Dependentes</b>				
<b>Remuneração dos Executivos</b>	Remuneração Fixa (RF)	Remuneração mensal dos executivos	Formulário de Referência – Item 13.2	Core, Holthausen e Larcker (1999); Randøy e Nielsen (2002); Firth, Fung e Rui (2007); Li et al. (2007); Oskan (2007); Ozkan (2011); Lin, Kuo e Wang (2013); Lin e Lin (2014).
	Remuneração Variável (RV)	Remuneração extra dos executivos	Formulário de Referência – Item 13.3	Core, Holthausen e Larcker (1999); Randøy e Nielsen (2002); Firth, Fung e Rui (2007); Li et al. (2007); Oskan (2007); Ozkan (2011); Lin, Kuo e Wang (2013); Lin e Lin (2014).
	Remuneração Total (RT)	Remuneração fixa + variável dos executivos	Formulário de Referência – Item 13.2	Core, Holthausen e Larcker (1999); Randøy e Nielsen (2002); Funchal (2005); Firth, Fung e Rui (2007); Oskan (2007); Banghøj et al. (2010); Ozkan (2011); Conyon e He (2011); Lin, Kuo e Wang (2013); Lin e Lin (2014).
<b>Variáveis Independentes</b>				
Dualidade do diretor (DUAL)	<i>Dummy</i> : Atribui-se 1 se CEO é o presidente do Conselho de Administração, 0 caso contrário.	Formulário de Referência – Item 12.6/8	Funchal (2005); Firth, Fung e Rui (2007); Li et al. (2007); Conyon e He (2011).	
Participação dos diretores nas ações das	Porcentagem de participação detidas pelo	Formulário de Referência –	Core, Holthausen e Larcker (1999); Funchal (2005); Li	

	empresas (PART AC)	CEO e diretores.	Item 15.1/2	et al. (2007); Oskan (2007); Banghøj et al. (2010); Ozkan (2011); Conyon e He (2011); Lin, Kuo e Wang (2013); Lin e Lin (2014).
	Tamanho do Conselho de Administração (TAM CA)	Número total de membros do conselho de administração.	Formulário de Referência – Item 12.6/8	Core, Holthausen e Larcker (1999); Randøy e Nielsen (2002); Funchal (2005); Firth, Fung e Rui (2007); Li et al. (2007); Oskan (2007); Banghøj et al. (2010); Ozkan (2011); Conyon e He (2011); Lin, Kuo e Wang (2013); Lin e Lin (2014).
	Membros Independentes (MI)	Número total de membros independentes no conselho de administração/ Número total de membros do conselho de administração.	Formulário de Referência – Item 12.6/8	Oskan (2007); Conyon e He (2011).
Controle	Retorno sobre o Ativo (ROA)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Economática®	Core, Holthausen e Larcker (1999); Funchal (2005); Firth, Fung e Rui (2007); Oskan (2007); Banghøj et al. (2010); Conyon e He (2011); Lin, Kuo e Wang (2013); Lin e Lin (2014).
	Tamanho da empresa (TAM)	Logaritmo Receita Total	Economática®	Funchal (2005); Firth, Fung e Rui (2007); Oskan (2007); Banghøj et al. (2010); Ozkan (2011); Conyon e He (2011); Lin, Kuo e Wang (2013); Lin e Lin (2014).
	Market to Book (MB)	$\frac{\text{Preço de Mercado das Ações}}{\text{Valor Contábil das Ações}}$	Economática®	Core, Holthausen e Larcker (1999); Randøy e Nielsen (2002); Ozkan (2011); Conyon e He (2011); Lin, Kuo e Wang (2013).

**Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo**

Fonte: Dados da pesquisa.

Para a verificação dos atributos de governança corporativa que afetam a remuneração dos diretores executivos das empresas de capital aberto brasileiras, realizou-se a análise de correlação de *Pearson* e regressão de dados em painel. A análise foi realizada por meio do *software* estatístico *STATA*®. Utilizou-se o método de dados em painel, visto que este método possibilita analisar uma série de tempo para cada membro do corte transversal do conjunto de dados e ainda, elimina os efeitos das variáveis que foram excluídas a partir do estudo de variações na variável dependente ao longo dos anos analisados (WOOLDRIDGE, 2012).

#### 4 ANÁLISE DOS DADOS

A partir dos resultados realizou-se uma análise descritiva por meio da correlação de *Pearson* e da regressão de dados em painel. Dessa forma, inicialmente efetuou-se esta correlação buscando identificar a intensidade e relação que existe entre as variáveis e os possíveis problemas de multicolineariedade.

A correlação de *Pearson* não sugere somente uma relação de causa e efeito, mas de possíveis associações entre as variáveis. Conforme Gujarati (2006) a presença de

multicolinearidade não significa que o modelo apresenta problemas, entretanto, quando elevada perante as variáveis, conseqüentemente aumenta o erro. Por meio da Tabela 1 apresentam-se os resultados da correlação de *Pearson* entre as variáveis.

**Tabela 1 – Correlação de *Pearson* entre as variáveis**

	DUAL	PART AC	TAM CA	MI	ROA	TAM	MB
RF	0,059	0,036	0,269**	0,205**	-0,065	0,408**	-0,003
RV	0,035	-0,096	-0,033	0,049	0,025	0,100	0,035
RT	0,021	0,036	0,283**	0,222**	0,009	0,432**	0,045
Dualidade do diretor	1	0,115*	-0,182**	0,039	0,019	-0,037	-0,031
Participação acionária dos diretores		1	-0,026	0,143*	-0,022	0,005	-0,020
Conselho de administração			1	-0,060	-0,084	0,324**	-0,091
Membros independentes				1	0,055	0,152**	-0,010
Retorno sobre o Ativo					1	-0,317**	0,295**
Tamanho						1	-0,163**

\*\*A correlação é significativa no nível 1%.

\* A correlação é significativa no nível 5 %.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os dados da Tabela 1 da correlação de *Pearson* entre as variáveis, verifica-se que essa correlação indica a existência de relação entre as variáveis dependentes, ou seja, a remuneração dos diretores executivos (fixa, variável e total) e independentes, isto é, as de governança corporativa (dualidade do diretor, participação acionária dos diretores, conselho de administração, membros independentes, retorno sobre o ativo, tamanho e *market to book*).

Os resultados demonstram que o conselho de administração, membros independentes e tamanho, apresentaram uma correlação significativa quanto a remuneração dos executivos. Entretanto, a dualidade do diretor, participação acionária dos diretores, retorno sobre o ativo e *market to book* não apresentaram correlações significantes.

Em relação a Remuneração Fixa (RF), as variáveis conselho de administração (0,269), membros independentes (0,205) e tamanho (0,408) apresentaram uma correlação significativa e positiva no nível de 1%. O mesmo ocorreu para a Remuneração Total (RT), porém, os valores diferem-se, sendo assim, o conselho de administração apresentou um valor de 0,283, membros independentes (0,222) e tamanho (0,432). Tais achados levam a presumir que, a remuneração dos diretores executivos (fixa e total) afeta positivamente os atributos de governança corporativa das empresas analisadas. Contudo, esta afirmação somente pode ser considerada a partir da regressão de dados em painel, pois a correlação e *Pearson* apresenta apenas a associação existente entre as variáveis. Porém, a Remuneração Variável (RV) não apresentou significância com nenhum dos atributos de governança corporativa.

Antes de rodar a regressão de dados em painel foram aplicados os pressupostos para definir se deve ser utilizado o método *pooling*, efeitos fixos ou aleatórios. Inicialmente, foi aplicado o teste de Chow no intuito de verificar se o intercepto é igual (*pooling*) ou então diferente (efeitos fixos) para as *cross-sections*. Após, aplicou-se o teste LM de Breusch-Pagan a fim de analisar se a variância dos resíduos que refletem as diferenças individuais é igual a zero (*pooling*) ou diferente de zero (efeitos aleatórios). Ainda, foi aplicado o teste de Hausman para comparar os resultados do modelo de efeitos fixos com o de efeitos aleatórios (FÁVERO et al., 2009).

A partir do resultado do teste de Chow, foi possível rejeitar a hipótese nula de que o intercepto é igual para todas as *cross-sections*, logo, deve-se utilizar o método de efeitos fixos. Quanto ao teste LM de Breusch-Pagan, foi possível rejeitar a hipótese nula de que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero, portanto, o modelo

aleatório pode ser utilizado. Por fim, os resultados do teste de Hausman, demonstram que houve rejeição da hipótese nula para a variável remuneração variável, sendo o modelo de efeitos fixos o mais adequado de acordo com Fávero et al. (2009), para explicar a influência dos atributos de governança corporativa na remuneração dos diretores executivos das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa. Porém, o contrário ocorreu para a remuneração fixa e total, assim, o modelo de efeitos é o mais indicado para essas duas variáveis. Na Tabela 2 apresentam-se os resultados do modelo da regressão de dados em painel.

**Tabela 2 – Resultados do modelo de dados em painel (efeitos fixos e aleatórios)**

Variável		Remuneração Fixa (Aleatório)	Remuneração Variável (Fixo)	Remuneração Total (Aleatório)
Constante	Coefficiente	12.920	18.269	12.601
	Sig.	0.000	0.073	0.000
Dualidade do diretor	Coefficiente	0.068	-0.223	0.200
	Sig.	0.384	0.836	0.065
Participação acionária dos diretores	Coefficiente	0.001	-0.147	-0.003
	Sig.	0.720	0.034	0.583
Tamanho do Conselho de Administração	Sig.	0.014	-0.675	0.054
	Coefficiente	0.448	0.027	0.034
Membros independentes	Sig.	0.238	2.841	0.446
	Sig.	0.222	0.341	0.091
Retorno sobre o Ativo	Coefficiente	0.000	0.054	0.005
	Sig.	0.783	0.045	0.022
Tamanho	Coefficiente	0.578	-0.437	0.759
	Sig.	0.000	0.874	0.000
Market-to-Book	Coefficiente	0.003	0.075	0.014
	Sig.	0.692	0.578	0.230
<b>R<sup>2</sup></b>		<b>0,119</b>	<b>0,649</b>	<b>0,142</b>
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>		<b>0,098</b>	<b>0,456</b>	<b>0,121</b>
<b>LM de Breusch-Pagan</b>		$X^2 = 193,64$ Sig. $X^2 = 0,000$	$X^2 = 51,20$ Sig. $X^2 = 0,000$	$X^2 = 178,88$ Sig. $X^2 = 0,000$
<b>F de Chow</b>		$F = 15,07$ Sig. $F = 0,000$	$F = 3,42$ Sig. $F = 0,000$	$F = 11,56$ Sig. $F = 0,000$
<b>Teste Hausman</b>		$X^2 = 9,79$ Sig. $X^2 = 0,201$	$X^2 = 16,10$ Sig. $X^2 = 0,024$	$X^2 = 5,05$ Sig. $X^2 = 0,654$

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 2 apresenta os resultados do modelo de dados em painel (efeitos fixos) para a remuneração variável e (efeitos aleatórios) para a remuneração fixa e total. O coeficiente de determinação ( $R^2$ ) serve como medida de quanto a variabilidade da saída pode ser debitada aos previsores, demonstrando um valor de 0,119 para a remuneração fixa, 0,649 para a remuneração variável e a remuneração total apresentou um valor de 0,142, o que significa que as variáveis dependentes são responsáveis por 11,9% da variação da remuneração fixa, 64,9% da remuneração variável e 14,2% da remuneração total.

Já o  $R^2$  ajustado apresenta uma noção de quanto o modelo generaliza os resultados, sendo que, quanto mais próximo do valor do  $R^2$  maior será o poder de explicação do modelo. Diante disso, pode-se observar que o  $R^2$  ajustado em todos os níveis de remuneração dos diretores executivos apresentou-se próximo do  $R^2$ . Este resultado revela que o poder de explicação do modelo é significativo para todos os níveis de remuneração (fixa, variável e total) dos diretores executivos.

A dualidade do diretor não apresentou-se significativa com nenhum tipo de remuneração dos diretores executivos. Este resultado apresenta indicativos de que quando a

governança corporativa é fraca, o CEO pode extrair remuneração adicional da empresa (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999). O resultado para essa variável apresentada no modelo rejeita a hipótese  $H_1$  de que há uma relação negativa entre a dualidade e a remuneração dos executivos, corroborando com os estudos de Core, Holthausen e Larcker (1999), Funchal (2005), Firth, Fung e Rui (2007), Li et al. (2007) e Conyon e He (2011) que utilizaram essa variável.

A participação acionária dos diretores nas empresas apresentou uma relação significativa, porém negativa com a remuneração variável, rejeitando a hipótese  $H_2$ , de que há uma relação positiva entre a participação dos diretores nas ações das empresas e a remuneração dos executivos, visto que as demais remunerações não apresentaram significâncias nas empresas analisadas. Desta forma, os resultados do presente estudo diferem-se com o encontrado por Li et al. (2007) e corroboram com os achados de Core, Holthausen e Larcker (1999), Oskan (2007), Banghøj et al. (2010), Ozkan (2011), Lin, Kuo e Wang (2013) e Lin e Lin (2014), pois a presença de executivos que participam nas ações das empresas associa-se a uma redução da remuneração do diretor executivo (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999).

Em relação a variável tamanho do conselho de administração verificou-se que a remuneração variável apresentou-se significativa para a remuneração variável e total, porém negativa para a remuneração variável. Diante disso, aceita-se parcialmente a hipótese  $H_3$  de que há uma relação positiva entre o tamanho do conselho e a remuneração dos executivos, pois somente a remuneração total apresentou relação positiva e significativa. A relação positiva sugere que um maior número de integrantes no conselho de administração remunera menos os seus executivos (FIRTH; FUNG; RUI, 2007). Além disso, conselhos maiores são menos eficazes no monitoramento e mais suscetíveis às influências dos diretores executivos (OZKAN, 2011). Pode-se perceber que os resultados corroboram com os achados de Randøy e Nielsen (2002), Firth, Fung e Rui (2007), Ozkan (2007), Banghøj et al. (2010), Ozkan (2011), Lin e Lin (2014), Core, Holthausen e Larcker (1999), visto que encontraram uma relação positiva e significativa do conselho de administração com a remuneração total dos executivos.

A variável membros independentes não apresentou-se significativa com a remuneração fixa, variável e total. Dessa forma, pode-se afirmar de que o resultado encontrado não vai ao encontro do que Oskan (2007) destaca, ou seja, que empresas com maior proporção de membros independentes no conselho de administração, oferecem salários mais altos para os CEOs. Para tanto, rejeita-se a hipótese  $H_4$ , de que há uma relação positiva entre a composição do conselho e a remuneração dos executivos. Assim, o resultado encontrado neste estudo difere-se dos achados de Oskan (2007) e Conyon e He (2011), visto que encontraram uma relação positiva entre os membros independentes e a remuneração dos diretores executivos.

No que tange o Retorno sobre os Ativos (ROA), este apresentou-se positivo e significativo com a remuneração variável e total dos diretores executivos. Diante disso, aceita-se parcialmente a hipótese  $H_5$  de que há uma relação positiva entre o ROA e a remuneração dos executivos, visto que não encontrou-se relação positiva e significativa entre o ROA e a remuneração fixa. A relação positiva, de acordo com Firth, Fung e Rui (2007) sugere que a remuneração é maior quando o ROA é alto. Já a relação negativa ocorre quando há um mau desempenho operacional das empresas com estruturas de governança corporativa de baixa qualidade (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999). Dessa forma, os achados corroboram com o resultado encontrado por Firth, Fung e Rui (2007) e difere-se dos estudos de Core, Holthausen e Larcker (1999), Ozkan (2007), Banghøj et al. (2010) e Lin e Lin (2014).

A variável tamanho da empresa em relação a remuneração dos executivos, apresentou-se positiva e significativa para a remuneração fixa e total. Frente ao exposto, aceita-se parcialmente a hipótese **H<sub>6</sub>** de que há uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos, visto que a remuneração variável não apresentou significância em relação ao tamanho da empresa analisada neste estudo. Uma possível explicação para essa relação positiva é apresentada por Ozkan (2007), pois destaca que as grandes empresas remuneram mais seus executivos, diferente das empresas menores. Desse modo, este achado corrobora com os estudos de Ozkan (2007), Firth, Fung e Rui (2007), Lin, Kuo e Wang (2013) e Lin e Lin (2014), pois também encontraram uma relação positiva e significativa do tamanho da empresa com a remuneração fixa e total. Ainda, no que diz respeito a remuneração total, vai ao encontro do resultado de Funchal (2005).

Quanto a variável *market to book* que é o preço de mercado das ações, dividido pelo valor de mercado das ações, não obteve-se uma relação significativa com os níveis de remuneração analisados. Dessa forma, rejeita-se a hipótese **H<sub>7</sub>** de que há uma relação positiva entre o *market to book* e a remuneração dos executivos. Este resultado difere-se do encontrado por Lin, Kuo e Wang (2013) e Randøy e Nielsen (2002), visto que estes autores evidenciaram uma relação positiva da variável MB com a remuneração. Já os achados de Core, Holthausen e Larcker (1999) corroboram com os resultados deste estudo, pois também não identificaram significância para esta variável em relação a remuneração dos diretores executivos.

Com base nos resultados obtidos da relação dos atributos da governança corporativa com a remuneração dos diretores executivos das empresas brasileiras, apresenta-se no Quadro 2 um resumo dos resultados e das hipóteses da pesquisa.

**Quadro 2 – Resumo dos resultados das hipóteses de pesquisa**

Hipóteses	Níveis de endividamento	Resultados
H <sub>1</sub> : Há uma relação negativa entre a dualidade e a remuneração dos executivos.	RF RV RT	Rejeita Rejeita Rejeita
H <sub>2</sub> : Há uma relação positiva entre a participação dos diretores nas ações das empresas e a remuneração dos executivos.	RF RV RT	Rejeita Rejeita Rejeita
H <sub>3</sub> : Há uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e a remuneração dos executivos.	RF RV RT	Rejeita Rejeita Aceita
H <sub>4</sub> : Há uma relação positiva entre a composição do conselho e a remuneração dos executivos.	RF RV RT	Rejeita Rejeita Rejeita
H <sub>5</sub> : Há uma relação positiva entre o ROA e a remuneração dos executivos.	RF RV RT	Rejeita Aceita Aceita
H <sub>6</sub> : Há uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos.	RF RV RT	Aceita Rejeita Aceita
H <sub>7</sub> : Há uma relação positiva entre o <i>Market to Book</i> e a remuneração dos executivos.	RF RV RT	Rejeita Rejeita Rejeita

Fonte: Dados da pesquisa.

No Quadro 2 nota-se que das sete hipóteses testadas com as sete variáveis de atributos de governança corporativa em três níveis de remuneração (fixa, variável e total), três foram aceitas, ou seja, as hipóteses **H<sub>3</sub>**, **H<sub>5</sub>** e **H<sub>6</sub>**. Para a variável tamanho do conselho de administração, aceitou-se apenas as hipóteses **H<sub>3</sub>** em relação a remuneração total. Já para a hipótese **H<sub>5</sub>** aceitou-se a variável ROA frente a remuneração variável e total. Por fim, a hipótese **H<sub>6</sub>** foi aceita perante a remuneração fixa e total. Dessa forma, observa-se que a

remuneração total é aquela que apresenta maior relação com os atributos de governança corporativa.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo verificou, dentre um conjunto de atributos de governança corporativa, aqueles que afetam a remuneração dos diretores executivos das empresas de capital aberto brasileiras. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa. A amostra analisada foi de 100 empresas brasileiras que pertencem ao Novo Mercado da BM&FBovespa, no período de 2011 a 2013.

Diante disso, para a análise dos resultados utilizou-se diferentes testes estatísticos, como segue: (i) correlação de *Pearson*, no intuito de verificar a intensidade e o sentido das relações entre as variáveis; (ii) testes de Chow, LM de Breusch-Pagan e Hausman objetivando definir se deve ser utilizado o método *pooling* de efeitos fixos ou aleatórios na regressão de dados em painel; e (iii) regressão de dados em painel de efeitos fixos (remuneração variável) e aleatórios (remuneração fixa e total) para verificar quais os atributos de governança corporativa influenciam na remuneração dos diretores executivos.

Por meio dos resultados deste estudo verificou-se que dentre as variáveis explicativas, apenas a variável tamanho da empresa apresentou relação significativa com a remuneração fixa. Em relação a remuneração variável nota-se que a participação acionária dos diretores, tamanho do conselho de administração e ROA apresentaram significância, porém, a participação acionária e o tamanho do conselho de administração de forma negativa. Por fim, as variáveis que se relacionaram de forma significativa com a remuneração total foram o tamanho do conselho de administração, o ROA e tamanho da empresa.

Este resultado pode ser explicado, pois a presença de executivos que participam nas ações das empresas está associada a uma redução da remuneração dos diretores executivos, um maior número de integrantes no conselho de administração remunera menos seus diretores executivos, a remuneração é maior quando o ROA é elevado e ainda, em relação ao tamanho da empresa, as grandes empresas remuneram mais seus executivos do que as empresas menores. A partir dos resultados obtidos, pode-se aceitar parcialmente as hipóteses **H<sub>3</sub>**, **H<sub>5</sub>** e **H<sub>6</sub>**. Já as hipóteses **H<sub>1</sub>**, **H<sub>2</sub>**, **H<sub>4</sub>** e **H<sub>7</sub>** foram rejeitadas neste estudo.

Conclui-se que os atributos de governança corporativa que afetam a remuneração (fixa, variável e total) dos diretores executivos das empresas de capital aberto brasileiras pertencentes ao Novo Mercado e listadas na BM&FBovespa foram a participação acionária dos diretores, tamanho do conselho de administração, Retorno sobre o Ativo (ROA) e tamanho da empresa.

As limitações deste estudo consistem na impossibilidade da generalização dos resultados, visto que foram analisadas apenas as empresas pertencentes ao Novo Mercado listadas na BM&FBovespa, no período de 2011 a 2013. Além disso, outra limitação é que no Brasil não é possível saber a remuneração do CEO, mas a remuneração dos diretores executivos. Dessa forma, este estudo foi desenvolvido a partir da remuneração dos diretores executivos (fixa, variável e total) e não da remuneração do diretor presidente (CEO) conforme os estudos internacionais verificados na literatura. Sugere-se para trabalhos futuros, que seja ampliada ou alterada a amostra do estudo, visto que uma nova amostra possibilitará a utilização deste para fins de comparabilidade dos resultados.

## REFERÊNCIAS

BANGHØJ, Jesper; GABRIELSEN, Gorm; PETERSEN, Christian; PLENBORG, Thomas. Determinants of executive compensation in privately held firms. **Accounting & Finance**, v. 50, n. 3, p. 481-510, 2010.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; ROELL, Ailsa. Corporate governance and control. **Handbook of the Economics of Finance**, v. 1, p. 1-109, 2003.

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. **Índice Governança Corporativa – Novo Mercado - IGC-NM**. Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IGNM&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 10 Ago. 2014.

CAHAN, Steven F.; CHUA, Frances; NYAMORI, Robert Ochoki. Board structure and executive compensation in the public sector: New Zealand evidence. **Financial Accountability & Management**, v. 21, n. 4, p. 437-465, 2005.

CONYON, Martin J. Corporate governance and executive compensation. **International journal of industrial organization**, v. 15, n. 4, p. 493-509, 1997.

CONYON, Martin J.; HE, Lerong. Executive compensation and corporate governance in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 4, p. 1158-1175, 2011.

CVM. **Comissão de Valores Mobiliários**. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. 2002. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cartilha.pdf>> Acesso em: 08 Ago. 2014.

CORE, John E.; HOLTHAUSEN, Robert W.; LARCKER, David F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 371-406, 1999.

DENIS, Diane K. Twenty-five years of corporate governance research... and counting. **Review of Financial Economics**, v. 10, p. 191-212, 2001.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L. da; CHAN, B. L.. **Análise de Dados: modelagem multivariada para a tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FIRTH, Michael; FUNG, Peter M.Y.; RUI, Oliver M. How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. **Journal of Business Research**, v. 60, n. 7, p. 776-785, 2007.

FUNCHAL, Jeferson de Araujo. **Determinantes da remuneração de executivos em empresas de capital aberto Latino-Americanas**. 2005. 172 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2005.

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. **Corporate Governance and Equity Prices**. National Bureau of Economic Research, 2001.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. Campus, 2006.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Metodologia do Índice Governança Corporativa - Novo Mercado (IGC-NM)**. 2014. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/IGNM-Metodologia-pt-br.pdf>>. Acesso em: 09 Ago. 2014a.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

KANG, Jun-Koo; SHIVDASANI, Anil. Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. **Journal of financial economics**, v. 38, n. 1, p. 29-58, 1995.

KANG, Sok-Hyon; KUMAR, Praveen; LEE, Hyunkoo. Agency and Corporate Investment: The Role of Executive Compensation and Corporate Governance. **The Journal of Business**, v. 79, n. 3, p. 1127-1147, 2006.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.

LI, Donghui; MOSHIRIAN, Fariborz; NGUYEN, Pascal; TAN, Liwen. Corporate governance or globalization: What determines CEO compensation in China?. **Research in International Business and Finance**, v. 21, n. 1, p. 32-49, 2007.

LIN, Dan; KUO, Hsien-Chang; WANG, Lie-Huey. Chief executive compensation: An empirical study of fat cat CEOs. **International Journal of Business and Finance Research**, v. 7, n. 2, p. 27-42, 2013.

LIN, Dan; LIN, Lu. The interplay between director compensation and CEO compensation. **International Journal of Business & Finance Research**, v. 8, n. 2, p. 11-26, 2014.

OZKAN, Neslihan. Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 17, n. 5, p. 349-364, 2007.

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

RANDØY, Trond; NIELSEN, Jim. Company performance, corporate governance, and CEO compensation in Norway and Sweden. **Journal of Management and Governance**, v. 6, n. 1, p. 57-81, 2002.

SILVA, Pedro Cochrane Carvalho da. **Transparência de Remuneração de Executivos e Governança Corporativa no Brasil**. 2010. 32 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2010.

TU, Tran Thi Thanh; SON, Nguyen Hong; KHANH, Pham Bao. Testing the Relationship between Corporate Governance and Bank Performance—An Empirical Study on Vietnamese Banks. **Asian Social Science**, v. 10, n. 9, p. 213-226, 2014.

WOOD JÚNIOR, Thomaz; PICARELLI FILHO, Vicente. **Remuneração estratégica: como usar a remuneração para acelerar os processos de mudança**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria:** uma abordagem moderna. São Paulo: Cengage Learning, 2012.