

RELATÓRIOS COPPEAD Agosto de 2012

404

DISPERSÃO  
ACIONÁRIA E  
REMUNERAÇÃO DOS  
ADMINISTRADORES

Marcos Barbosa Pinto  
Ricardo Pereira Câmara Leal

**Relatórios COPPEAD** é uma publicação do Instituto COPPEAD de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

**Editor**

Leticia Casotti

**Editoração**

Lucilia Silva

**Ficha Catalográfica**

Marisa Rodrigues Revert

Leal, Ricardo Pereira Câmara.

Dispersão acionária e remuneração dos administradores / Ricardo Pereira Câmara Leal, Marcos Barbosa Pinto. – Rio de Janeiro: UFRJ /COPPEAD, 2012.

25 p.; 27cm. – (Relatórios COPPEAD; 404)

ISBN 978-85-7508-091-7

ISSN 1518-3335

1. Finanças. I. Pinto, Marcos Barbosa. II. Título. III. Série.

CDD: 332

Pedidos para Biblioteca:

Caixa Postal 68514 – Ilha do Fundão

21941-972 – Rio de Janeiro – RJ

Telefone: 21-2598-9837

Telefax: 21-2598-9835

e-mail: biblioteca@coppead.ufrj.br

Disponível em [www.coppead.ufrj.br](http://www.coppead.ufrj.br)

# DISPERSÃO ACIONÁRIA E REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES

Marcos Barbosa Pinto<sup>1</sup>  
Ricardo Pereira Câmara Leal<sup>2</sup>

## RESUMO

Companhias com propriedade acionária mais dispersa tendem a remunerar mais seus executivos devido a problemas de ação coletiva e custos de agência. Este artigo analisa a relação entre a dispersão da propriedade acionária e a remuneração dos administradores. Informações detalhadas sobre a remuneração da diretoria e do conselho de administração passaram a estar disponíveis a partir de 2010 permitindo que essa análise contribua para o entendimento dessa relação. Os modelos estimados com base em uma amostra de 315 companhias brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores indicam uma correlação positiva econômica e estatisticamente significativa entre a remuneração dos administradores e a dispersão acionária. *Ceteris paribus*, companhias com propriedade acionária mais dispersa pagam remuneração maior a seus administradores. Da mesma forma, empresas com controle familiar pagam mais a seu executivo principal, mas não à diretoria como um todo, e a remuneração dos conselheiros é maior na medida em que há mais membros do grupo de controle ou seus familiares no conselho de administração. Houve sustentação, portanto, para a Hipótese do Poder dos Gestores nas companhias mais dispersas e para a extração de benefícios privados nas companhias com controle concentrado.

Palavras-chave: remuneração de administradores, dispersão acionária, governança corporativa, custos de agência, hipótese do poder dos gestores

---

<sup>1</sup> Gávea Investimentos. E-mail: mpinto@gaveainvest.com.br

<sup>2</sup> Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). E-mail: rleal@ufrj.br (autor para correspondência).

## ABSTRACT

*Companies with more dispersed ownership tend to pay their executives more due to problems of collective action and agency costs. This article analyzes the relationship between the dispersion of ownership and the compensation of executives and directors. Detailed information on the remuneration of the managerial team and the board became available from 2010, allowing this analysis to contribute to the understanding this relationship. The models estimated from a sample of 315 Brazilian companies traded on stock exchanges indicate a positive economic and statistically significant correlation between executive compensation and ownership dispersion. Ceteris paribus, companies with more dispersed share ownership pay higher remuneration to its top executives. Likewise, family controlled companies pay more to their chief executive, but not to the managerial team as a whole, and the remuneration of directors increases in line with a greater number of control group members or their relatives on the board. There was support, thus, for the Managerial Power Hypothesis in companies more dispersed ownership and for the extraction of private benefits in companies with concentrated control.*

*Keywords: executive compensation, ownership dispersion, corporate governance, agency costs, managerial power hypothesis*

## 1 - INTRODUÇÃO

Na última década, o mercado de capitais brasileiro cresceu de maneira extraordinária. Em 2001, o volume de recursos captado com ofertas de valores mobiliários no Brasil não ultrapassou US\$ 12 milhões. Em 2008, ano da crise financeira mundial, atingiu US\$ 85,57 bilhões, dos quais cerca de US\$ 35 bilhões foram captados em ofertas de ações, conforme dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Nesse mesmo período, o valor de mercado das companhias abertas brasileiras aumentou quase oito vezes, de pouco mais de US\$ 200 bilhões para US\$1,6 trilhão.

Esse crescimento foi acompanhado por uma transformação na própria estrutura de propriedade das companhias abertas brasileiras. A dispersão acionária das companhias aumentou nos últimos anos, com o surgimento de companhias que não possuem acionista ou grupo de acionistas majoritário. Isso pode trazer benefícios para os investidores, como mais liquidez para suas ações e diminuição de perdas com abusos por parte dos acionistas majoritários. A dispersão acionária, porém, pode exacerbar os prejuízos decorrentes do comportamento oportunista por parte dos administradores, pois reduz a capacidade e os incentivos de cada investidor para monitorá-los (GORGA, 2009;

LEAL; BORTOLON, 2009). Neste artigo a palavra “administradores” refere-se ao coletivo da diretoria executiva e dos conselheiros de administração.

Um dos campos mais férteis para abuso é a remuneração paga aos executivos. A assimetria de informação existente entre a diretoria e os acionistas, somada à dificuldade enfrentada por esses últimos para fiscalizar os atos dos primeiros, pode levar a uma elevação injustificada dos salários, bônus e opções pagos à administração de companhias com capital disperso. Os elevados salários e bônus da diretoria são motivo de intensa preocupação nos EUA, por exemplo. A literatura atribui o nome de Hipótese do Poder dos Gestores, ou *Managerial Power Hypothesis*, a esta situação (BEBCHUK ; FRIED, 2003; GUTHRIE; SOKOLOWSKY; WAN, 2012). Por outro lado, é possível que acionistas controladores que atuem como administradores se remunerem de forma excessiva (BARONTINI; BOZZI, 2011).

Este artigo investiga se a dispersão da propriedade acionária está associada a um aumento da remuneração dos administradores das companhias abertas brasileiras. A Instrução CVM n. 480 (2009) estipulou a divulgação de dados novos sobre companhias brasileiras, inclusive sobre a remuneração dos administradores. Justifica-se, portanto, este estudo na medida em que há um fenômeno recente de maior dispersão acionária no Brasil conjugado com a divulgação, igualmente recente, de informações mais detalhadas a respeito da remuneração dos administradores. Ademais, a investigação relacionando a remuneração dos administradores à estrutura de propriedade das companhias parece ser uma lacuna na literatura nacional. Diante dos muitos escândalos nos EUA, por exemplo, motivados pela forma de remuneração da diretoria em empresas de capital acionário disperso, é importante entender a natureza da relação entre estas variáveis no País.

O resultado principal é que encontramos sustentação para a hipótese de que empresas com estrutura de propriedade mais dispersa pagam mais a seus diretores e conselheiros. O diretor presidente dessas empresas percebem mais do que o dobro de seus congêneres em outras empresas. Contudo, em companhias com controlador ou grupo controlador majoritário, a remuneração dos conselheiros que pertencem ao grupo de controle ou seus familiares também é maior.

O artigo prossegue com uma breve revisão da literatura na Seção 2, seguida da Seção 3 onde são apresentados a amostra, a forma geral dos modelos estimados, as variáveis implementadas, bem como algumas estatísticas descritivas. A Seção 4 apresenta os principais resultados para a diretoria e para o CA e a Seção 5 oferece as conclusões.

## 2 - REVISÃO DA LITERATURA

Uma das principais funções das sociedades anônimas é permitir que os acionistas deleguem o poder decisório em um empreendimento a executivos profissionais. Essa delegação permite que a empresa seja administrada por aqueles que estão em melhores condições de fazê-lo. Por outro lado, essa delegação tem um custo, chamado de custo de agência, uma vez que os administradores nem sempre visarão o melhor interesse dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976). Os custos de agência são os gastos efetuados pelos administradores em benefício próprio e as despesas incorridas pelos acionistas para fiscalizá-los. Os custos de agência aumentam na medida em que a participação dos administradores no capital da companhia diminui, pois os interesses de acionistas e administradores passam a estar cada vez mais desalinhados (JENSEN; MECKLING, 1976; SAITO; SILVEIRA, 2008). Contudo, contratos de remuneração atrelados ao desempenho, podem fazer com o que o administrador alinhe seus interesses com os dos sócios da empresa (MURPHY, 1999).

A remuneração dos administradores, todavia, também é uma fonte importante de custos de agência, pois os administradores adquirem maior influência sobre a determinação de sua própria remuneração na medida em que a propriedade acionária se torna mais dispersa (BEBCHUK; FRIED, 2003). O acionista majoritário consegue controlar com alguma facilidade a remuneração da administração, mas esse controle se torna mais difícil e os administradores acabam, no limite, por fixar a própria remuneração quando a companhia deixa de ter um acionista majoritário.

Acionistas dispersos têm poucos incentivos para monitorar de maneira efetiva a remuneração dos administradores devido à lógica perversa da ação coletiva (OLSON, 1971). Eventuais benefícios da ação fiscalizatória devem ser compartilhados com todos os acionistas enquanto seus custos são arcados pelo acionista que decidiu fiscalizar. Além disso, os benefícios não são certos e seu valor esperado é baixo tendo em vista a pequena probabilidade de que a ação fiscalizatória dê resultado, já que cada acionista isolado tem uma participação pequena no capital, por si só insuficiente para determinar as decisões da assembleia geral dos acionistas. A lógica da ação coletiva é tão perversa que os acionistas não estão sequer dispostos a comparecer às assembleias gerais. Como o absentismo dos acionistas é grande, os administradores acabam por determinar, muitas vezes, o próprio resultado das decisões das assembleias, por meio dos pedidos públicos de procuração, tanto no que se refere à remuneração quanto na escolha dos conselheiros.

Os estudos estrangeiros que procuraram investigar empiricamente a relação entre dispersão acionária e remuneração dos administradores concluem, de forma geral, que

companhias com propriedade acionária dispersa pagam mais a seus administradores do que companhias com propriedade acionária concentrada, tudo o mais permanecendo constante. Santerre e Neun (1986) analisaram 68 companhias dos EUA incluídas na lista da *Fortune 500* e concluíram que seu índice Herfindahl de concentração acionária era inversamente relacionado com a remuneração do diretor presidente da companhia. Segundo eles, a dispersão da propriedade acionária poderia levar a um aumento de até 25% na remuneração do diretor presidente. Cyert, Kang e Kumar (2002) analisaram uma amostra de 4865 companhias dos EUA com dados em painel para o período de 1992 e 1993 e também encontraram forte correlação negativa entre a participação acionária do maior acionista da companhia e a remuneração do diretor presidente. Segundo eles, a duplicação da participação percentual do maior acionista reduz a remuneração dos administradores em 14%, tudo mais constante.

Esses resultados dos EUA foram confirmados em países onde a propriedade acionária é mais concentrada e nos quais o conselho de administração (CA) tem menos poderes. Barontini e Bozzi (2011) demonstraram que companhias italianas que não possuem acionistas que sejam titulares de mais de 20% do capital pagam mais aos conselheiros e ao diretor presidente, com base em uma amostra de 215 firmas para o período de 1995 a 2002. Os autores concluíram, ainda, que a participação acionária do maior acionista tem forte correlação negativa com a remuneração do CA e do diretor presidente. Eles afirmam, por outro lado, que administradores que pertencem à família controladora de uma companhia ganham mais do que os demais. Haid e Yurtoglu (2006) chegam a conclusões similares para uma amostra de 400 companhias alemãs no período compreendido entre 1987 e 2003. A remuneração dos executivos cai 18% quando a participação do maior acionista aumenta de 34% para 78%.

A estrutura de propriedade das companhias e a remuneração dos administradores já foram objeto de estudos e levantamentos descritivos no Brasil, porém parece haver uma lacuna no que se refere a artigos publicados que tratem especificamente da relação entre esses dois temas abordando, em particular, a remuneração do CA e da diretoria separadamente. Há estudos de natureza mais descritiva que trataram da extrema concentração da propriedade acionária que vigorava no Brasil até recentemente (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; ALDRIGHI; MAZZER, 2005, 2007, entre outros) e do relativo aumento da dispersão da propriedade acionária nas companhias brasileiras nos últimos anos (CANELLAS; LEAL, 2009; GORGA, 2009; STERNBERG, LEAL; BORTOLON, 2011), enquanto outros autores relacionaram a estrutura de controle ao desempenho ou valor de mercado da companhia (LEAL; SILVA, 2006; OKIMURA, SILVEIRA; ROCHA, 2007; LEAL; BORTOLON, 2009).

Há estudos que descrevem a remuneração de administradores no Brasil,

destacando que ainda existem companhias que pagam remuneração simbólica ao seus conselheiros e que o percentual da remuneração baseada em ações ainda é baixo se comparado com a realidade internacional (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2011) ou que investigam a relação entre o anúncio de planos de opções e o valor de mercado das companhias (SANTOS; PEROBELLI, 2009; PEROBELLI, LOPES; SILVEIRA, 2012) e os determinantes da divulgação voluntária de planos de opções (SCHIEHLL; TERRA; VICTOR, 2011).

Funchal e Terra (2007) relacionaram a remuneração de executivos na América Latina com o desempenho e a governança corporativa (GC) das empresas. Os autores não encontraram relação estatisticamente significativa entre a remuneração do principal executivo das companhias e a participação acionária dos três maiores acionistas, embora não tratassem especificamente dessa relação ao incluir apenas 28 companhias brasileiras em uma amostra de 79 companhias latino-americanas em 2002. A análise antecede, portanto, o processo de desconcentração da propriedade acionária já mencionado e a introdução da Instrução CVM n. 480 (BRASIL, 2009a) que aumentou significativamente o grau de transparência da remuneração dos administradores das companhias abertas brasileiras. Veja Victor et al. (2010) sobre uma análise comparativa da evolução da transparência sobre a remuneração dos administradores no Brasil e nos EUA.

Os acionistas dispõem de diversos mecanismos para se opor a abusos por parte dos administradores no Brasil, sobretudo em companhias com propriedade acionária dispersa. No país, cabe aos próprios acionistas, e não ao CA, fixar anualmente o valor máximo da remuneração a ser paga aos administradores (BRASIL, 1976, art. 152). Além disso, acionistas representando 5% ou mais do capital social podem convocar a assembleia geral, algo que, em muitos países, é competência exclusiva do CA (BRASIL, 1976, art. 123, parágrafo único, "d"). Ademais, acionistas representando 0,5% do capital social podem incluir propostas e candidatos em pedidos públicos de procuração efetuados pela administração e, se a companhia não tiver um sistema de procurações eletrônicas de acesso livre, pedir ressarcimento à companhia das despesas incorridas em seus próprios pedidos de procuração (BRASIL, 2009b).

Resta saber se esses direitos são suficientes para suplantar a assimetria de informação e a lógica perversa da ação coletiva em companhias com propriedade dispersa. De nada adianta a lei e a regulamentação assegurarem direitos aos acionistas se eles não os utilizarem por falta de informação ou devido a incentivos econômicos perversos. Se isso acontecer, os administradores terão grande margem de manobra na fixação de sua própria remuneração, com os riscos daí decorrentes. Por exemplo, Dutra e Saito (2002) concluem que os acionistas minoritários usam muito pouco o direito de voto múltiplo, que permitiria que elegessem com mais facilidade seus representantes nos CA



(BRASIL, 1976, art. 141).

### 3 - METODOLOGIA

#### 3.1 Dados e amostra

A Instrução CVM n. 480 (BRASIL, 2009a) exigiu que as companhias abertas divulgassem em um documento anual, chamado de Formulário de Referência (FR), a remuneração total de cada órgão de administração da companhia, incluindo salários, bônus, benefícios e ainda a remuneração baseada em ações, que inclui as opções de compra de ações. Essa Instrução exigiu, ainda, que as companhias divulgassem e atualizassem regularmente, também no FR, sua estrutura acionária, identificando quem são seus acionistas controladores, até o nível de pessoa natural, bem como os acionistas que sejam titulares de ações representando 5% ou mais do capital total ou votante de cada companhia.

Os dados de remuneração e estrutura da propriedade acionária em 2009 de 587 companhias listadas em qualquer segmento da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BMF&Bovespa), incluindo o mercado de balcão organizado, foram obtidos dos FR. Foram excluídas companhias estrangeiras, securitizadoras e aquelas que só emitiram títulos de dívida, chegando-se a um total de 513 companhias. Durante a coleta dos dados, verificou-se que diversas companhias analisadas foram incorporadas antes da divulgação do FR, deixaram de divulgar informações relevantes para o trabalho ou, ainda, as divulgaram de forma insuficiente ou inconsistente, seja no que diz respeito à remuneração dos administradores ou à estrutura acionária. Essas companhias também foram excluídas da amostra.

A amostra final, então, compreende 315 companhias e inclui informações financeiras e sobre remuneração dos administradores referentes a 2009. Quanto à participação acionária, foram usadas informações que constam do FR relativo a 2009, divulgado em 2010. Como algumas companhias parecem ter divulgado sua estrutura acionária de 2010 nesse formulário, procurou-se detectar e corrigir as alterações relevantes ocorridas de um ano para o outro. Informações financeiras das companhias referentes ao exercício social de 2008 também foram coletadas para permitir o emprego de variáveis defasadas de desempenho. Ressalte-se, por fim, que não foi executado qualquer procedimento para identificar e corrigir eventual viés de seleção amostral e, por esse motivo, dado que amostra pode não ser aleatória, evitou-se inferir sobre a natureza causal entre as variáveis analisadas.

### 3.2 Modelo e variáveis

A forma geral do modelo seccional para o ano de 2009 está retratada na Equação 1. As variáveis empregadas em cada uma das versões do modelo geral estão descritas no Apêndice. Discute-se alguns aspectos gerais a respeito de cada uma delas a seguir.

$$\ln(\text{Rem}) = \alpha + \beta_1 \ln(\text{Tam}) + \beta_2(\text{Des}) + \beta_3(\text{Fam}) + \beta_4(\text{Prop}) + \beta_5(\text{SE}) + \varepsilon \quad (1)$$

*Rem* é uma medida do valor da remuneração dos administradores da companhia que pode ser a remuneração total da diretoria ou do CA, a remuneração média de cada diretor ou conselheiro ou, ainda, a remuneração mais alta recebida entre os diretores da companhia, dependendo da versão do modelo geral empregada. Em qualquer caso, *Rem* inclui todos os valores determinados pela Instrução CVM n. 480 (2009): (i) salário ou pró-labore; (ii) benefícios diretos e indiretos; (iii) bônus; (iv) participação no resultado; (v) comissões; (vi) benefícios pós-emprego; (vii) benefícios motivados pela cessão do exercício do cargo; e (viii) remuneração baseada em ações, que inclui as opções de compra de ações. As informações prestadas à CVM pelas companhias permitiram usar diversas variáveis de remuneração, conforme o Apêndice.

Quanto ao valor das opções, a Instrução CVM n. 480 (BRASIL, 2009a) determina que ele seja calculado com base no seu valor justo no momento da outorga, em conformidade com o que dispõem as normas internacionais de contabilidade proferidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), que deve ser determinado com base no valor de mercado, se disponível, ou em um modelo econômico-financeiro de avaliação geralmente aceito.

*Tam* é uma medida do tamanho da companhia, tal como ativo total ou receita líquida. A literatura sobre remuneração de executivos sugere uma forte associação entre tamanho da companhia e a remuneração de seus administradores, já que companhias maiores necessitariam não só de um maior número de administradores como também de administradores mais capazes (ROSEN, 1982; BAKER; JENSEN; MURPHY, 1988). Uma variável referente ao tamanho da empresa, portanto, foi incluída nos modelos a serem testados. Duas medidas tem sido usadas na literatura para representar o tamanho da empresa: a receita líquida e o ativo total. Contudo, nos trabalhos mais recentes, a receita líquida foi praticamente abandonada. Atualmente, a grande maioria dos trabalhos usa o logaritmo natural do ativo total como medida de tamanho, sobretudo quando a amostra inclui companhias financeiras, para as quais a receita líquida é uma medida muito distorcida. Seguindo essa tendência, este trabalho empregou apenas o logaritmo natural do ativo total como variável de tamanho, conforme o Apêndice.

Des é uma das medidas de desempenho da companhia, tal como o retorno sobre ativos (RSA), o retorno sobre patrimônio líquido, o percentual do lucro sobre vendas ou o retorno das ações da companhia. A literatura sugere que deve haver uma forte associação entre a remuneração dos administradores e o desempenho da companhia, muito embora os testes empíricos realizados sugiram que ela não é forte (MURPHY, 1985; BEBCHUK ; FRIED, 2004). Duas medidas de desempenho são preferidas pela literatura mais recente sobre o assunto: o RSA e retorno das ações da companhia, enquanto que o retorno sobre o patrimônio líquido ou margem de vendas, têm sido descartados, seja por inadequação ou dificuldades práticas de aplicação. Neste trabalho, empregou-se apenas o RSA determinado em duas datas distintas, 2009 e 2008, como medida de desempenho, dado que grande parte das ações das companhias da amostra são pouco líquidas ou não são sequer efetivamente negociadas. Veja mais detalhes no Apêndice.

É comum que os próprios acionistas relevantes ou seus familiares sejam administradores das companhias devido à estrutura de propriedade relativamente concentrada das companhias brasileiras. É possível que esses administradores sejam melhor remunerados do que os demais, razão pela qual decidiu-se avaliar a associação entre essa característica a remuneração. *Fam* é um indicador da participação de acionistas relevantes ou de seus familiares na administração da companhia e pode ser tanto o número de acionistas relevantes e familiares que participam da diretoria ou do CA quanto uma variável binária que indica se essa participação existe ou não. Este trabalho empregou quatro variáveis, relacionadas à presença e ao número de acionistas e familiares no CA e na diretoria, conforme o Apêndice.

A literatura internacional sobre remuneração de administradores usa diversas variáveis para medir e qualificar a estrutura de propriedade da companhia, como a natureza do controlador, participação acionária total e votante dos maiores acionistas e índices de concentração Herfindahl (SANTERRE; NEUN, 1986; HAID; YURTOGLU, 2006; BARONTINI; BOZZI, 2011). *Prop* representa um conjunto com praticamente todas essas medidas, conforme o Apêndice, inclusive variáveis binárias que identificam se a companhia possui controle minoritário, familiar, estatal ou estrangeiro.

É possível que a adoção de melhores práticas de GC pela companhia esteja associada ao nível de remuneração de seus administradores. Na medida em que as práticas de GC aumentam a transparência e protegem os investidores, é de se esperar que elas contribuam para controlar a remuneração dos administradores. Uma variável categórica indicando a adesão aos segmentos especiais (SE) Nível 2 e Novo Mercado da BM&FBovespa foi usada em um conjunto final de testes.

A análise do modelo proposto foi feita segundo nove variações para sua implementação que levam em conta a inclusão, uma de cada vez, das diferentes medidas de concentração de propriedade. Naturalmente, estas métricas são muito correlacionadas entre si e não seria recomendável incluí-las conjuntamente em um único modelo. Uma tabela com as correlações entre todas as variáveis está disponível com os autores.

### 3.3 Estatísticas descritivas

A Tabela 1 apresenta as principais características das variáveis não-binárias da amostra. Os diretores de companhias abertas brasileiras receberam em média (mediana) cerca de R\$1 milhão de reais por ano (R\$ 630 mil), ou R\$83 mil por mês, em 2009 e o desvio padrão era elevado. A remuneração dos conselheiros é bem menor, com média (mediana) de R\$178 mil (R\$73 mil) por ano, ou seja, R\$15 mil por mês.

A estrutura de propriedade das companhias ainda é bastante concentrada, pois o maior acionista detém média de 50% do capital total e de 59% do capital votante. As participações do grupo de controle somado da companhia atinge médias de 60% e 70% do capital total e votante, respectivamente. Os índices de concentração também são elevados, aproximando-se bastante da unidade, no caso do índice calculado com as participações votantes. A concentração da propriedade acionária também fica evidente quando se verifica que apenas 49 das companhias da amostra têm controle minoritário, enquanto que a maioria ainda apresenta controle majoritário ou conjunto, por meio de acordo de acionistas, num total de 266 companhias.

Quanto à natureza do acionista controlador, 124 têm controle familiar, 41 controle estrangeiro e 27 controle estatal. Das 315 companhias da amostra, 172 tem acionistas relevantes ou familiares no CA e 104 têm acionistas relevantes ou familiares na diretoria. As companhias brasileiras têm uma média de 1,48 acionista relevante ou familiar no CA e 0,64, na diretoria.

**Tabela 1** - Estatísticas descritivas

| Variável          | Média  | Mediana | DP     | Máximo  | Mínimo |
|-------------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| RTD <sup>a</sup>  | 6.673  | 2.813   | 14.923 | 169.508 | 5      |
| RMD <sup>a</sup>  | 1.013  | 629     | 1.431  | 13.816  | 1      |
| MRD <sup>a</sup>  | 1.485  | 800     | 2.666  | 29.776  | 1      |
| RTCA <sup>a</sup> | 1.247  | 455     | 2.561  | 18.520  | 0      |
| RMC <sup>a</sup>  | 178    | 73      | 341    | 2.777   | 0      |
| AT <sup>b</sup>   | 15.409 | 1.506   | 74.558 | 708.549 | 0      |
| ROA09 (%)         | -14    | 6       | 338    | 170     | -590   |
| ROA08 (%)         | 5      | 7       | 31     | 331     | -234   |
| NFD               | 0,64   | 0       | 1,10   | 8       | 0      |
| NFC               | 1,48   | 1       | 1,79   | 9       | 0      |
| T1 (%)            | 50     | 49      | 27     | 100     | 0      |
| T1V (%)           | 59     | 60      | 29     | 100     | 0      |
| T5 (%)            | 70     | 70      | 22     | 100     | 0      |
| T5V (%)           | 78     | 83      | 22     | 100     | 0      |
| TG (%)            | 60     | 59      | 26     | 100     | 0      |
| TGV (%)           | 70     | 71      | 26     | 100     | 0      |
| HERF-5            | 0,35   | 0,28    | 0,29   | 1,00    | 0      |
| HERF-5V           | 0,82   | 1,00    | 0,3    | 1,00    | 0      |

Nota. Definição das variáveis no Apêndice. A amostra consiste de 315 companhias, exceto para MRD que conta com 199 companhias. "DP" é desvio padrão. Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos nos Formulários de Referência e nas demonstrações financeiras anuais das companhias abertas, disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários na rede mundial de computadores.

<sup>a</sup> Em R\$ mil. <sup>b</sup> Em R\$ milhões.

## 4 - RESULTADOS

Os principais resultados são apresentados para a diretoria executiva e para o CA em duas subseções. As conclusões sustentam a hipótese de que maiores remunerações estão associadas a mais dispersão na participação acionária e que conselheiros membros da família ou do grupo controlador e diretores membros da família controladora ganham mais.

### 4.1 Remuneração da diretoria executiva

O logaritmo natural da remuneração total da diretoria (*RTD*) da companhia, conforme definida no Apêndice, é a principal variável dependente uma vez que se espera que os resultados para as demais variáveis de remuneração de executivos sejam similares. A Tabela 2 apresenta os resultados principais para as diversas versões da Equação 1 que indicam correlação negativa significativa entre o grau de concentração dos direitos de propriedade e *RTD*. Empresas com controle mais disperso pagam mais à sua diretoria, *ceteris paribus*.

O modelo 1 da Tabela 2 mostra que a variável sobre controle minoritário (*CMIN*) tem coeficiente significativo, tanto do ponto de vista econômico quanto do ponto de vista

estatístico, sugerindo que uma companhia com controle minoritário paga remuneração 89% maior a sua diretoria do que as demais, *ceteris paribus*. Os modelos 2 e 3 da Tabela 2 mostram que a concentração de participação acionária, total ou votante, nas mãos do maior acionista tem alta correlação negativa com a remuneração total da diretoria. Na média, um aumento de 1% na participação acionária total (votante) do maior acionista da empresa está relacionado a uma redução de 0,92% (0,85%) na remuneração total da diretoria. Os modelos 4 e 5 reforçam os resultados anteriores, pois um aumento de 1% na participação acionária total (votante) dos cinco maiores acionistas está relacionado a uma redução de 1,76% (1,86%) na remuneração total da diretoria. Os modelos 6 e 7 empregam a participação acionária total ou votante do maior grupo de acionistas vinculado por acordo de voto ou cujos membros pertençam à mesma família e os modelos 8 e 9 com os índices Herfindahl de concentração apresentam resultados semelhantes aos anteriores.

**Tabela 2** - Modelos para a remuneração total da diretoria

| Variável           | Modelos           |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                    | 1                 | 2                 | 3                 | 4                 | 5                 | 6                 | 7                 | 8                 | 9                 |
| Const.             | 2,23*<br>(2,91)   | 3,15*<br>(3,96)   | 3,00*<br>(3,83)   | 4,67*<br>(5,29)   | 4,47*<br>(5,25)   | 3,73*<br>(4,67)   | 3,59*<br>(4,53)   | 3,22*<br>(4,10)   | 3,43*<br>(4,35)   |
| ln(AT)             | 0,59*<br>(16,18)  | 0,58*<br>(16,68)  | 0,58*<br>(15,96)  | 0,54*<br>(14,46)  | 0,56*<br>(15,32)  | 0,56*<br>(15,55)  | 0,58*<br>(15,96)  | 0,57*<br>(15,47)  | 0,58*<br>(16,10)  |
| ROA09              | -0,06*<br>(-2,23) | -0,06*<br>(-2,25) | -0,06*<br>(-2,24) | -0,05*<br>(-2,16) | -0,05*<br>(-2,20) | -0,06*<br>(-2,25) | -0,06*<br>(-2,23) | -0,06*<br>(-2,28) | -0,06*<br>(-2,23) |
| ROA08              | -0,29<br>(-1,07)  | -0,37<br>(-1,34)  | -0,36<br>(-1,30)  | -0,22<br>(-0,81)  | -0,23<br>(-0,86)  | -0,38<br>(-1,40)  | -0,37<br>(-1,38)  | -0,37<br>(-1,36)  | -0,31<br>(-1,15)  |
| CESTR              | -0,08<br>(-0,29)  | -0,11<br>(-0,38)  | -0,09<br>(-0,32)  | -0,12<br>(-0,46)  | -0,05<br>(-0,20)  | -0,06<br>(-0,23)  | -0,01<br>(-0,02)  | -0,09<br>(-0,33)  | -0,05<br>(0,86)   |
| CEST               | -1,31*<br>(-4,08) | -1,35*<br>(-4,14) | -1,35*<br>(-4,11) | -1,26*<br>(-3,99) | -1,22*<br>(-3,83) | -1,27*<br>(-4,01) | -1,26*<br>(-3,93) | -1,30*<br>(-4,01) | -1,26*<br>(-3,90) |
| CFAM               | 0,23<br>(1,10)    | 0,02<br>(0,08)    | 0,06<br>(0,37)    | 0,04<br>(0,22)    | 0,18<br>(0,91)    | 0,08<br>(0,41)    | 0,20<br>(0,96)    | 0,00<br>(0,00)    | 0,22<br>(1,04)    |
| NFD                | -0,10<br>(-1,23)  | -0,12<br>(-1,40)  | -0,12<br>(-1,43)  | -0,13<br>(-1,58)  | -0,14<br>(-1,65)  | -0,10<br>(-1,24)  | -0,11<br>(-1,32)  | -0,13<br>(-1,50)  | -0,14<br>(-1,66)  |
| CMIN               | 0,90*<br>(3,63)   | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| T1                 | -                 | -0,92*<br>(-2,73) | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| T1V                | -                 | -                 | -0,85*<br>(-2,68) | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| T5                 | -                 | -                 | -                 | -1,76*<br>(-4,51) | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| T5V                | -                 | -                 | -                 | -                 | -1,86*<br>(-4,67) | -                 | -                 | -                 | -                 |
| TG                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -1,41*<br>(-4,31) | -                 | -                 | -                 |
| TGV                | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -1,43*<br>(-4,19) | -                 | -                 |
| H5                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -1,03*<br>(-3,34) | -                 |
| H5V                | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -1,15*<br>(-3,87) |
| R <sup>2</sup>     | 0,49              | 0,48              | 0,48              | 0,50              | 0,51              | 0,50              | 0,50              | 0,49              | 0,50              |
| R <sup>2</sup> Aj. | 0,48              | 0,47              | 0,47              | 0,49              | 0,49              | 0,49              | 0,49              | 0,48              | 0,48              |

**Nota.** Definição das variáveis no Apêndice. A variável dependente é o logaritmo natural da remuneração total da diretoria (*RTD*). Modelos de regressão estimados por mínimos quadrados ordinários, todos com 315 observações. Números entre parênteses são a estatística *t* do coeficiente. Fonte: elaboração própria a partir de dados obtidos nos Formulários de Referência e nas demonstrações financeiras anuais das companhias, disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários na rede mundial de computadores.

\* indica significância estatística ao nível de 5%.

É interessante notar que esse resultado é obtido mesmo controlando-se para o efeito do controle estatal (*CEST*), pois sempre se suspeitou que as companhias estatais brasileiras pagassem remuneração inferior a seus executivos em relação ao setor privado, fato consistente com o que se mostra na Tabela 2. Ressalte-se, também, que o número de acionistas relevantes e seus familiares (*NFD*) na diretoria não parece estar associado à remuneração total da diretoria. Era de se esperar que os acionistas relevantes

empregassem seu poder sobre a companhia para assegurar remunerações mais altas para si próprios e seus familiares, mas não há evidência disso.

O tamanho da companhia sempre apresenta correlação positiva e significativa com *RTD*. Por outro lado, *RSA* mais elevados não estão associados a uma remuneração mais alta para a diretoria, pois tanto o *RSA* do ano em que foi paga a remuneração quanto o defasado de um ano têm coeficientes negativos, embora apenas o primeiro apresente significância estatística.

*RTD* pode ser bastante afetada pelo número de diretores. Testes similares aos relatados na Tabela 2 foram realizados usando o logaritmo natural da remuneração média da diretoria, ou *RMD*, como variável dependente. Os resultados são similares aos que já foram apresentados e foram omitidos por economia de espaço, estando disponíveis com os autores.

A Instrução CVM n. 480 (BRASIL, 2009a) determina às companhias abertas que também divulguem a remuneração máxima paga a um membro da diretoria, porém, diversas companhias deixaram de divulgar essa informação ao mercado, muitas delas amparadas em decisões judiciais, o que reduziu para 199 empresas o tamanho da amostra nos modelos para essa variável dependente. Mesmo assim, os resultados destes modelos mais uma vez confirmaram a correlação negativa entre a concentração da propriedade acionária e remuneração dos administradores. Uma companhia com controle minoritário paga, na média, 104% a mais a seu principal diretor do que uma companhia com controle majoritário ou conjunto, resultado que é estatisticamente significativo. Os demais resultados também são similares aos obtidos com a remuneração total ou média da diretoria. Contudo, há uma diferença relevante. A variável binária de controle familiar é marginalmente significativa sugerindo que, na média, uma companhia com controle familiar paga 43% a mais a seu principal diretor do que as demais. Os resultados para a remuneração máxima na diretoria estão disponíveis com os autores.



**Tabela 3 - Modelos para a remuneração total do CA**

| Variável           | Modelos          |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
|--------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                    | 1                | 2                 | 3                 | 4                 | 5                 | 6                 | 7                 | 8                 | 9                 |
| Const.             | 4,35*<br>(5,00)  | 5,66*<br>(6,47)   | 5,13*<br>(5,87)   | 6,48*<br>(6,46)   | 5,94*<br>(6,13)   | 5,89*<br>(6,61)   | 5,45*<br>(6,11)   | 5,62*<br>(6,48)   | 5,32*<br>(5,98)   |
| ln(AT)             | 0,39*<br>(9,29)  | 0,37*<br>(9,07)   | 0,39*<br>(9,34)   | 0,35*<br>(8,05)   | 0,37*<br>(8,69)   | 0,37*<br>(8,67)   | 0,38*<br>(9,14)   | 0,36*<br>(8,83)   | 0,39*<br>(9,26)   |
| ROA09              | -0,49<br>(-1,58) | -0,65*<br>(-2,09) | -0,61<br>(-1,93)  | -0,50<br>(-1,60)  | -0,51<br>(-1,61)  | -0,60<br>(-1,95)  | -0,56<br>(-1,79)  | -0,69*<br>(-2,23) | -0,54<br>(-1,71)  |
| ROA08              | 0,09<br>(0,32)   | -0,02<br>(-0,09)  | 0,02<br>(0,10)    | 0,17<br>(0,57)    | 0,15<br>(0,50)    | 0,02<br>(0,06)    | 0,04<br>(0,15)    | 0,01<br>(0,02)    | 0,09<br>(0,32)    |
| CESTR              | -0,33<br>(-1,09) | -0,15<br>(-0,50)  | -0,25<br>(-0,82)  | -0,42<br>(-1,47)  | -0,41<br>(-1,37)  | -0,27<br>(-0,92)  | -0,29<br>(-0,97)  | -0,20<br>(-0,67)  | -0,35<br>(-1,15)  |
| CEST               | -0,42<br>(-1,22) | -0,27<br>(-0,78)  | -0,38<br>(-1,09)  | -0,43<br>(-1,26)  | -0,45<br>(-1,37)  | -0,33<br>(-0,98)  | -0,40<br>(-1,14)  | -0,24<br>(-0,71)  | -0,42<br>(-1,22)  |
| CFAM               | 0,35<br>(1,48)   | 0,21<br>(0,97)    | 0,26<br>(1,15)    | 0,16<br>(0,72)    | 0,24<br>(1,06)    | 0,21<br>(0,95)    | 0,28<br>(1,22)    | 0,15<br>(0,68)    | 0,33<br>(1,39)    |
| NFC                | 0,17*<br>(2,72)  | 0,14*<br>(2,36)   | 0,15*<br>(2,43)   | 0,14*<br>(2,33)   | 0,15*<br>(2,43)   | 0,17*<br>(2,79)   | 0,17*<br>(2,77)   | 0,15*<br>(2,42)   | 0,14*<br>(2,27)   |
| CMIN               | 0,83*<br>(3,12)  | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| T1                 | -                | -1,64*<br>(-4,44) | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| T1V                | -                | -                 | -1,08*<br>(-3,09) | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| T5                 | -                | -                 | -                 | -1,47*<br>(-3,43) | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| T5V                | -                | -                 | -                 | -                 | -1,24*<br>(-2,83) | -                 | -                 | -                 | -                 |
| TG                 | -                | -                 | -                 | -                 | -                 | -1,54*<br>(-4,37) | -                 | -                 | -                 |
| TGV                | -                | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -1,18*<br>(-3,18) | -                 | -                 |
| H5                 | -                | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -1,58*<br>(-4,64) | -                 |
| H5V                | -                | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 | -0,95*<br>(-2,90) |
| R <sup>2</sup>     | 0,33             | 0,35              | 0,33              | 0,34              | 0,33              | 0,35              | 0,33              | 0,36              | 0,33              |
| R <sup>2</sup> Aj. | 0,31             | 0,34              | 0,31              | 0,32              | 0,31              | 0,33              | 0,31              | 0,34              | 0,31              |

Nota. Definição das variáveis no Apêndice. A variável dependente é o logaritmo natural da remuneração total do CA (RTC). Modelos de regressão estimados por mínimos quadrados ordinários, todos com 291 observações. Números entre parênteses são a estatística *t* do coeficiente. Fonte: elaboração própria a partir de dados obtidos nos Formulários de Referência e nas demonstrações financeiras anuais das companhias, disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários na rede mundial de computadores.

\* indica significância estatística ao nível de 5%.

#### 4.2 Remuneração do CA

Ao contrário dos diretores, os conselheiros são escolhidos diretamente pelos acionistas e possuem, normalmente, uma ligação mais próxima com eles. Na amostra, por exemplo, 172 companhias possuem acionistas relevantes ou familiares em seu CA, número que cai para 104 na diretoria. Por outro lado, os conselheiros não são responsáveis pela administração ordinária da companhia. Cabe a eles fixar as diretrizes

gerais dos negócios da empresa e supervisionar o trabalho dos diretores.

Não obstante, os resultados retratados na Tabela 3 confirmam a relação esperada entre a dispersão acionária e a remuneração do CA. Companhias com controle minoritário pagam mais a seus conselheiros do que as demais. Quanto mais dispersa é a propriedade acionária, maior a remuneração dos conselheiros. Em tempo, cumpre destacar que os modelos na Tabela 3 referem-se a uma amostra menor, de 291 companhias, uma vez que há empresas que não remuneram seus conselheiros, tornando impossível tomar o logaritmo natural da remuneração.

O modelo 1 da Tabela 3 tem o controle minoritário (*CMIN*) como principal variável de interesse. A correlação positiva e significativa entre o controle minoritário e a remuneração do CA foi confirmada. Empresas com controle minoritário pagam, *ceteris paribus*, 82% a mais do que as demais ao seu CA. O modelo 1 também aponta que companhias que têm acionistas relevantes ou familiares no CA pagam remuneração significativamente maior ao CA do que as demais. Em média, a remuneração total do CA sobe 16% para cada acionista relevante ou familiar que ocupe o cargo de conselheiro.

Esses resultados se mantêm, em linhas gerais, ao se considerar as maiores participações acionárias, totais e votantes. Os modelos 2 e 3 da Tabela 3 sugerem que um aumento de 1% da maior participação acionária, total e votante, está associado a uma redução de 1,63% e 1,07% na remuneração total do CA, respectivamente. Ademais, um maior número de acionistas relevantes no CA eleva a remuneração total do órgão. Os demais modelos da Tabela 3, para os cinco maiores acionistas, o grupo de controle e os índices Herfindahl de concentração apresentam resultados semelhantes. Os testes foram repetidos para o logaritmo natural da remuneração média por conselheiro como variável dependente. Os resultados foram similares aos que acabam de ser relatados e estão disponíveis com os autores.

#### 4.3 Práticas de governança corporativa

Pode ser que empresas que supostamente tenham melhores práticas de GC apresentem características distintas quanto à remuneração dos administradores. Companhias com propriedade acionária mais dispersa tendem a pertencer ao Nível 2 ou ao Novo Mercado, pois apenas 20% das companhias sem acionista ou grupo de acionistas controlador não pertencem ao Nível 2 ou ao Novo Mercado. Isso sugere que melhores práticas de GC podem estar positivamente correlacionadas com a dispersão acionária. Companhias com propriedade acionária mais dispersa podem ter uma relação mais intensa com os investidores do que companhias com propriedade concentrada e, conseqüentemente, apresentar CA melhor estruturados e divulgar mais informações. De

fato, Durnev e Kim (2005), por exemplo, formularam um modelo teórico com sustentação empírica em que a dispersão da propriedade acionária faz com que as companhias adotem melhores práticas de GC. Além disso, como ressaltam Silveira et al. (2010), provavelmente há um problema de endogeneidade entre a qualidade das práticas de GC e a dispersão acionária, já que a qualidade da GC pode não só melhorar com a dispersão acionária como também contribuir para que a dispersão aumente.

**Tabela 4** - Adesão ao Nível 2 ou Novo Mercado e a remuneração total da diretoria

| Variável           | Modelos           |                   |
|--------------------|-------------------|-------------------|
|                    | 1                 | 2                 |
| Constante          | 3,15*<br>(4,23)   | 4,05*<br>(4,82)   |
| Ln(AT)             | 0,53*<br>(14,60)  | 0,53*<br>(14,57)  |
| ROA09              | -0,05*<br>(-2,06) | -0,05*<br>(-2,10) |
| ROA08              | -0,25<br>(-0,95)  | -0,23<br>(-0,90)  |
| CESTR              | -0,11<br>(-0,43)  | 0,01<br>(0,03)    |
| CEST               | -1,13*<br>(-3,60) | -1,03*<br>(-3,26) |
| CFAM               | 0,15<br>(0,75)    | 0,23<br>(1,18)    |
| SE                 | 1,00*<br>(5,66)   | 0,77*<br>(3,85)   |
| NFD                | -0,08<br>(-1,00)  | -0,10<br>(-1,27)  |
| T5V                | -                 | -1,01*<br>(-2,26) |
| R <sup>2</sup>     | 0,52              | 0,53              |
| R <sup>2</sup> Aj. | 0,51              | 0,51              |

Nota. Definição das variáveis no Apêndice. A variável dependente é o logaritmo natural da remuneração total da diretoria (RTD). Modelos de regressão estimados por mínimos quadrados ordinários, todos com 315 observações. Números entre parênteses são a estatística *t* do coeficiente. Fonte: elaboração própria a partir de dados obtidos nos Formulários de Referência e nas demonstrações financeiras anuais das companhias, disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários na rede mundial de computadores.

\* indica significância estatística ao nível de 5%.

A Tabela 4 mostra duas versões do modelo geral usando o logaritmo da remuneração total da diretoria (RTD) como variável dependente. A variável que representa estas melhores práticas (SE) é categórica e indica a inclusão ou não da companhia nos Nível 2 e Novo Mercado dos segmentos especiais de GC da BM&FBovespa, conforme sugerido por Silveira et al. (2010). O modelo 1 não inclui variáveis de concentração de controle e o modelo 2 acrescenta a participação acionária votante dos cinco maiores acionistas (T5V), que foi a variável de controle acionário que atingiu o maior coeficiente nas regressões da Tabela 2.

Os resultados indicam que companhias que estão no Nível 2 ou no Novo Mercado pagam mais a seus executivos. *T5V* no modelo 2 mantém o sinal negativo esperado enquanto *SE* preserva o coeficiente positivo, ambos significativos, sugerindo que companhias com propriedade acionária mais dispersa e que pertencem ao Nível 2 ou ao Novo Mercado pagam mais a seus executivos e que a Hipótese do Poder dos Gestores, ou *Managerial Power Hypothesis*, pode ter mérito.

Os resultados do modelo 2 da Tabela 4, todavia, devem ser vistos com cautela devido à colinearidade entre *T5V* e *SE*. Em princípio, também não há razão para suspeitar que boas práticas de GC elevem a remuneração dos administradores e, portanto, o resultado do modelo 1 pode apenas refletir o fato de que companhias com propriedade acionária mais dispersa frequentemente aderem ao Nível 2 e ao Novo Mercado e podem ter melhores práticas de GC, como previsto por Durnev e Kim (2005).

## 5 - CONCLUSÕES

A literatura teórica sugere que companhias com propriedade acionária dispersa tendem a pagar mais aos seus administradores do que as demais, naquilo que pode ser chamado de Hipótese do Poder dos Gestores, ou *Managerial Power Hypothesis*. Acionistas dispersos têm menos incentivos e encontram mais dificuldades para controlar a remuneração dos administradores. É certo que, por outro lado, acionistas relevantes que ocupam cargos de administração também têm incentivos para abusar de sua posição. A menos que sejam titulares de todas as ações da companhia, eles podem aumentar sua remuneração já que arcam com apenas uma parte desse custo e recebem o benefício integralmente.

Este artigo analisa a relação entre a estrutura de propriedade e a remuneração dos administradores, separadamente para a diretoria e o CA, que é uma lacuna na literatura nacional, e apresenta evidência empírica consistente com essas observações teóricas. Os resultados indicam que companhias que não possuem um acionista ou grupo de acionistas majoritário pagam mais a seus diretores e conselheiros. Uma companhia com controle minoritário paga, em média, 89% a mais a sua diretoria, 82% a mais a seu CA, 76% a mais por diretor e 82% a mais por conselheiro do que as demais. A remuneração do diretor presidente dessas companhias é mais do que o dobro da de seus pares nas demais.

Os resultados também sugerem que um aumento de 1% na participação votante dos cinco maiores acionistas leva a uma redução da remuneração total (média) da diretoria de 1,86% (1,60%) e uma redução da remuneração total do CA de 1,23%

(1,23%). A remuneração do diretor presidente cai mais de 2% com um aumento de 1% na participação votante dos cinco maiores acionistas.

Existe evidência de que acionistas relevantes e familiares que ocupam cargos no CA ganham mais. Em média, a remuneração total do CA sobe 16% para cada acionista relevante ou familiar que ocupe o cargo de conselheiro. Além disso, companhias que têm acionistas relevantes ou familiares no CA pagam 75% a mais por conselheiro do que as demais. Companhias de controle familiar pagam mais ao seu principal executivo do que as demais, embora não se constate que paguem mais ao coletivo da diretoria.

Embora relevante, a diferença de remuneração relacionada a acionistas controladores e seus familiares no CA parece menos significativa economicamente do que as associadas à dispersão acionária. Com efeito, a média (mediana) do número de acionistas relevantes e familiares no CA é de somente 1,48 (1) por companhia e a remuneração média anual dos conselheiros no Brasil (R\$ 178 mil) é bem mais baixa do que a dos diretores (R\$1 milhão).

Os investidores estão diante de um novo desafio no Brasil. Eles agora devem monitorar a remuneração dos administradores das companhias com propriedade acionária dispersa, além da conduta dos acionistas controladores nas companhias com capital concentrado, algo a que já estavam supostamente acostumados. Esse monitoramento é importante não só para controlar o valor da remuneração, mas também a forma como essa remuneração é estruturada e os incentivos dela decorrentes.

Os incentivos insuficientes ou até mesmo perversos criados por mecanismos de remuneração defeituosa são talvez mais perniciosos do que o próprio aumento de gastos com a remuneração (BEBCHUK; FRIED; WALKER, 2002). Com efeito, programas de remuneração estruturados de maneira incorreta deixam de criar os incentivos necessários para que os administradores trabalhem em benefício dos acionistas. Além disso, como os administradores têm interesse em camuflar sua real remuneração, podendo optar por programas menos transparentes e que gerem incentivos perversos, como na remuneração variável atrelada a métricas irrelevantes, planos de opção que os remuneram por ganhos decorrentes de variações no nível de preços de todas as ações do mercado ou a outorga de ações que os fazem direcionar seus esforços exclusivamente para resultados de curto prazo.

Note-se, de qualquer modo, que os valores potencialmente envolvidos não são de forma alguma insignificantes. Em 2000, os diretores presidentes de companhias estadunidenses recebiam, em média, 7,89% dos lucros das companhias que administravam (BALSAM, 2002). Embora os montantes pagos aos administradores brasileiros ainda não tenham atingido os níveis praticados nos EUA, é possível que eles

caminhem nesse sentido, sobretudo se a dispersão acionária continuar a aumentar.

As limitações deste trabalho constituem oportunidades para novas pesquisas. Em particular, não tivemos como tratar adequadamente os problemas de auto-seleção com uma amostra limitada a um ano e, por isso, não pudemos fazer afirmativas a respeito de causalidade. Investigações subsequentes podem usar um painel de alguns anos e tratar com rigor os problemas de auto-seleção de forma a verificar se há relações causais, além das correlações que constatamos, ao se empregar os métodos econométricos sugeridos em Silveira *et al.* (2010), Leal e Silva (2007) ou Silveira, Barros e Famá (2006), por exemplo. Além disso, as constantes de todos os modelos são significativas, sugerindo que pode haver variáveis omitidas e que novas pesquisas devem buscar mais determinantes da remuneração dos administradores.

## 6 – REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, D. M.; MAZZER, R. Neto. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 2, p. 115-137, 2005.

\_\_\_\_\_. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.

ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F. A. S. Propriedade piramidal das empresas no Brasil. **Revista Economia**, v. 12, n. 1, p. 27-48, 2011.

BAKER, G. P.; JENSEN, M.; MURPHY, K. Compensation and incentives: practice vs. theory. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 3, 593-616, 1988.

BALSAM, S. **An Introduction to Executive Compensation**. London: Academic Press, 2002.

BARONTINI, R.; BOZZI, S. Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. **Journal of Management and Governance**, v. 15, n. 1, p. 59-89, 2011.

BEBCHUCK, L. A.; FRIED, J. M.; WALKER, D. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. **University of Chicago Law Review**, v. 69, n. 3, p. 751-846, 2002.

BEBCHUCK, L. A.; Fried, J. M. Executive compensation as an agency problem. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, p. 71-92, 2003.

\_\_\_\_\_. **Pay without performance**: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge: Harvard University Press, 2004.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução n. 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. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF:, 9 dez. 2009a. Seção 1, p. 28-63.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução n. 481, de 17 de dezembro de 2009. Dispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF:, 18 dez. 2009b. Seção 1, p. 38-41.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <  
[http://legislacao.planalto.gov.br/legisla/legislacao.nsf/Viw\\_Identificacao/lei%206.404-1976?OpenDocument](http://legislacao.planalto.gov.br/legisla/legislacao.nsf/Viw_Identificacao/lei%206.404-1976?OpenDocument)>. Acesso em: 28 jul. 2012.

CANELLAS, T. C.; LEAL, R. P. C. Evolução da estrutura de controle das empresas listadas na Bovespa entre 2004 e 2006. In: CHAUVEL, M. A.; COHEN, M. (Ed.). **Ética, Sustentabilidade e Sociedade**. São Paulo: Mauad, 2009, p. 49-68.

CYERT, R. M.; KANG, S. H.; KUMAR, P. Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: theory and evidence. **Management Science**, v. 48, n. 4, p. 453-469, 2002.

DURNEV, A.; KIM, E. H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 2, p. 9-27, 2002.

FUNCHAL, J.; TERRA, P. R. S. Executive compensation, firm performance, and corporate governance in Latin America. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 6., 2007, São Paulo. **Anais...**, São Paulo: SBFIn, 2007.

GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Northwestern Journal of International Law e Business**, v. 29, n. 2, p. 439-554, 2009.

GUTHRIE, K.; SOKOLOWSKY, J.; WAN, K. M. CEO compensation and board structure revisited. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 3, p. 1149-1168, 2012.

HAID, A.; YURTOGLU, B. B. Ownership structure and executive compensation in Germany. **SSRN**, New York, Dec., 2006. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=948926>>. Acesso em: 30 mai. 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Remuneração dos Administradores 2011**. São Paulo, 2011. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/Pesquisas.aspx> >. Acesso em: 28 jul. 2012.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LEAL, R. P. C.; BORTOLON, P. M. Controle compartilhado: impactos sobre o valor da firma. In: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa: estrutura de Controles Societários**. São Paulo: Saint Paul, 2009. p. 125-137 .

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. Carvalhal da. Controlling shareholders and corporate valuation in Brazil. **Corporate Ownership and Control**, v. 3, n. 2, p. 137-141, 2006.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. Carvalhal da. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: CHONG, A.; LOPEZ DE SILANES, F. (Ed.). **Investor Protection and Corporate Governance: Firm Level Evidence Across Latin America**. Palo Alto: Stanford University Press, 2007. p. 213-287.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. Carvalhal da; VALADARES, S. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n.1, p. 7-18, 2002.

MURPHY, K. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 1-3, p. 11-42, 1985.

\_\_\_\_\_. Executive compensation. In: ASHENFELTER, O.; CARD, D. **Handbook of Labor Economics**. North Holland: Elsevier , 1999. p. 2485-2563.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M. da; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC: eletrônica**, v.1, n.1, p. 119-135, 2007. Disponível em: < [http://www.anpad.org.br/periodicos/arq\\_pdf/a\\_628.pdf](http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_628.pdf)>. Acesso em: 28 jul. 2012.

OLSON, M. **The logic of collective action: public goods and the theory of groups**. Cambridge: Harvard University Press, 1971.

PEROBELLI, F. F. C.; LOPES, B. S.; SILVEIRA, A. M. da. Planos de opções de compra de ações e o valor das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 1, p. 105-147, 2012.



ROSEN, S. Authority, control, and the distribution of earnings. **The Bell Journal of Economics**, v. 13, n. 2, p. 311-323, 1982.

SANTERRE, R. E.; NEUN, S. P. Dispersion and dispersion compensation. **The Review of Economics and Statistics**, v. 68, n. 4, p. 147-197, 1986.

SANTOS, A B. dos; PEROBELLI, F. F. C. Reação do Mercado à deliberação de planos de opção de compra de ações: um estudo de eventos para as empresas negociadas na Bovespa. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 2, p. 164-195, 2009.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura da propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SCHIEHLL, E.; TERRA, P. R. S.; VICTOR, F. G. Determinants of voluntary executive stock option disclosure in Brazil. **SSRN**, New York, April, 2011. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=1724895>>. Acesso em: 28 jul. 2012.

SILVEIRA, A. M. da et al. Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. **Corporate Governance: the International Journal of Business in Society**, v. 10, n. 2, p. 191-202, 2010.

SILVEIRA, A. M. da; BARROS, L. A. B. C. de; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

STERNBERG, L.; LEAL, R. P. C.; BORTOLON, P. M. Affinities and agreements among Brazilian shareholders. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 8, n. 3, p. 213-228, 2011.

VICTOR, F. G. et. al. Convergência no disclosure da remuneração de executivos no Brasil. In: FONTES FILHO, J. R.; LEAL, R. P. C. (Coord.). **Governança corporativa: internacionalização e convergência os novos rumos das práticas de governança**. São Paulo: Saint Paul, 2010. p. 189-206.

## Apêndice

| Variável | Definição  |
|----------|--|
| RTD      | Remuneração agregada de todos os membros da diretoria da companhia em 2009.  |
| RMD      | Média aritmética da remuneração dos membros da diretoria da companhia em 2009.   |
| MRD      | Maior remuneração paga a um dos diretores da companhia em 2009.  |
| RTC      | Remuneração agregada de todos os membros do CA da companhia em 2009.   |
| RMC      | Média aritmética da remuneração dos membros do CA da companhia em 2009.  |
| AT       | Ativo total consolidado da companhia no encerramento do exercício social de 2009   |
| ROA09    | Resultado operacional antes dos encargos financeiros do exercício social encerrado em 2009 dividido por AT na data do encerramento do exercício de 2009.   |
| ROA08    | Resultado operacional antes dos encargos financeiros do exercício social encerrado em 2008 dividido por AT na data do encerramento do exercício de 2008.   |
| NFD      | Número de acionistas titulares de mais de 15% do capital votante da companhia ou de seus familiares que são membros da diretoria da companhia.   |
| NFC      | Número de acionistas titulares de mais de 15% do capital votante da companhia ou de seus familiares que são membros do CA da companhia.  |
| T1       | Participação acionária total percentual do maior acionista da companhia.   |
| T1V      | Participação acionária votante percentual do maior acionista da companhia.   |
| T5       | Participação acionária percentual dos cinco maiores acionistas da companhia.   |
| T5V      | Participação acionária votante percentual dos cinco maiores acionistas da companhia.   |
| TG       | Participação acionária total do maior grupo de acionistas reunidos por acordo de voto ou que pertençam à mesma família. No computo dessa variável, foram considerados apenas os acordos de voto e não os concernentes a transferência de ações. Na determinação dos grupos por relação familiar, foram incluídos no mesmo grupo todos os acionistas que possuam o mesmo sobrenome ou que eram indicados como parentes no formulário de referência.                 |
| TGV      | Participação acionária votante do maior grupo de acionistas reunidos por acordo de voto ou que pertençam à mesma família. Demais observações sobre TG se aplicam.  |
| H5       | Índice Herfindahl de concentração dos cinco maiores acionistas, ou seja, a soma dos quadrados das participações acionárias totais percentuais dos cinco maiores acionistas.  |
| H5V      | Índice Herfindahl modificado, proposto por Santerre e Neun (1986), equivalente a:<br>$\text{Min} \left\{ \sum_{i=1}^{n=5} \left( \frac{\text{Participação Acionária Percentual (Votante)}}{0,51} \right)^2 ; 1 \right\}$ <p>Este índice segue a lógica tradicional do índice Herfindahl, que ressalta o efeito da concentração, porém limitando o valor do índice a 1, o que ocorre quando um acionista é titular, sozinho, de mais de 51% do capital votante.</p> |
| CMIN     | Variável binária igual a 1 se nenhum acionista ou grupo de acionistas ligado por acordo de voto ou que pertença à mesma família é titular de mais de 50% do capital votante da companhia e zero, caso contrário.   |
| CEST     | Variável binária igual a 1 se a União, Estados, Distrito Federal ou Municípios é titular, direta ou indiretamente, de mais de 50% do capital votante da companhia.   |
| CFAM     | Variável binária igual a 1 se um indivíduo brasileiro ou uma família brasileira é titular, direta ou indiretamente, de mais de 50% do capital votante da companhia.  |
| CESTR    | Variável binária igual a 1 se uma companhia ou indivíduo estrangeiro é titular, direta ou indiretamente, de mais de 50% do capital votante da companhia.   |
| SE       | Variável binária igual a 1 se a companhia pertence ao Nível 2 ou ao Novo Mercado da BM&FBovespa.   |

Nota. Participações acionárias inferiores a 5% de acionistas que não fazem parte do grupo de controle da companhia não precisam ser divulgadas ao mercado segundo a regulamentação da CVM e, por esse motivo, não puderam ser levadas em conta na análise. No cálculo das variáveis referentes a dispersão acionária, acionistas sob controle comum foram tratados como um único acionista e suas respectivas participações acionárias foram somadas.

