

Governança corporativa e remuneração dos executivos: Um estudo das empresas que compõem o Índice Brasil 100 da BM&FBOVESPA

Corporate governance and executives remuneration: A study of companies that compose the BM&FBOVESPA Index Brasil 100

BENINI, Dionara R. 1; BIANCHI, Márcia 2; MACHADO, Débora G. 3; MENEZES, Gabrielito R. 4

Recibido: 20/02/2017 • Aprobado: 23/03/2017

Conteúdo

- [1. Introdução](#)
 - [2. Revisão de literatura](#)
 - [3. Procedimentos metodológicos](#)
 - [4. Análise dos dados](#)
 - [5. Considerações finais](#)
- [Referências](#)

RESUMO:

Esta pesquisa buscou analisar a influência das características de governança corporativa e do tamanho das empresas no valor despendido aos executivos na forma de remuneração. A pesquisa realizada é quantitativa, descritiva e documental e a amostra compreendeu 92 empresas que compõem o Índice Brasil 100 da BM&FBovespa, no período de 2013 a 2015. Os resultados encontrados indicam uma associação estatisticamente significativa que sugere que a remuneração é maior em empresas onde a adoção das práticas de governança corporativa é menor. **Palavras chave:** Governança Corporativa, Remuneração de Executivos, Mercado de Capitais.

ABSTRACT:

This research sought to analyze the influence of the characteristics of corporate governance and the size of companies in the amount spent to the executives in the form of remuneration. The survey was quantitative, descriptive and documentary, and the sample comprised 92 companies that compose the BM&FBovespa Index Brazil 100, from 2013 to 2015. The results indicate a statistically significant association that suggests that the remuneration is higher in companies where adoption of corporate governance practices is less. **Keywords:** Corporate Governance. Executive Remuneration. Capital Market.

1. Introdução

Com as mudanças ocorridas na economia brasileira nas últimas décadas e, conseqüentemente, na estrutura das empresas, a governança corporativa passou a ser um mecanismo de crescente importância nas organizações do país. Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015a), a partir das privatizações e da abertura do mercado nacional nos anos 90, as boas práticas de governança passaram a ser mais operantes, gerando mudanças positivas na gestão organizacional e nas relações empresariais, pois "cabe a um bom sistema de governança corporativa procurar, constantemente, reduzir a assimetria informacional existente entre aqueles que participam, direta ou indiretamente, da gestão e os que têm algum interesse econômico-financeiro na companhia". (Slomski, Mello, Tavares & Macêdo 2008, p. 37). Ao passo que propriedade e gestão são exercidos por pessoas distintas e, muitas vezes, com objetivos divergentes, tornam-se necessários instrumentos capazes de promover a harmonia de interesses das partes. Diante disso, o IBGC (2015a) ressalta que "A preocupação da Governança Corporativa é, portanto, criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos administradores esteja sempre alinhado com o melhor interesse da empresa".

As boas práticas de governança corporativa, em conjunto com a política de remuneração estabelecida, aspiram resultados positivos tanto para a empresa quanto para os executivos ao passo que pretendem proporcionar redução da assimetria informacional entre *stakeholders* e a harmonização entre o trabalho dos executivos e a direção esperada pelos acionistas. Nesse contexto, "A remuneração dos dirigentes constitui mecanismo essencial de governança corporativa, na medida em que é capaz de produzir o alinhamento dos interesses dos administradores aos dos acionistas e, por conseqüência, permite reduzir os custos de agência nas empresas" (Correia; Amaral & Louvet, 2014, p. 4).

Corroborando com a perspectiva de proporcionar maior transparência e simetria das informações para com os interessados, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) divulgou no ano de 2009 a Instrução Normativa 480, a qual passou a exigir das

empresas de capital aberto a divulgação do Formulário de Referência, devendo constar, entre outras informações, aquelas referentes à remuneração dos administradores (CVM, 2009), tornando, dessa forma, a prática de remuneração mais clara e acessível.

Considerando o uso da remuneração como importante mecanismo de governança corporativa (Jensen & Meckling, 1976), a presente pesquisa pretende responder a seguinte questão: *Qual a influência das características de governança corporativa e do tamanho da empresa na remuneração dos executivos, das empresas listadas no índice IBrX 100 da BM&FBovespa, entre os anos de 2013 e 2015?* Dessa forma, o objetivo do estudo é analisar a influência das características de governança corporativa e do tamanho das empresas no valor despendido aos executivos na forma de remuneração. Sendo que, ao passo que as empresas se adequam às determinações do IBGC e caminham em busca do alinhamento dos objetivos de acionistas e dos gestores, haja uma reciprocidade de bons resultados, representado, no caso dos executivos, por melhores remunerações.

A partir da pesquisa foi possível analisar quantitativamente a remuneração dos executivos, sendo considerada para tal fim a remuneração média da diretoria estatutária das empresas selecionadas, devido à obrigatoriedade de divulgação determinada pela Instrução Normativa 480/09 da CVM (CVM, 2009). Dessa forma, o estudo se mostra relevante, visto que a obrigatoriedade da divulgação, na busca de maior transparência e controle, é recente e pouco explorada nacionalmente.

A fim de atender ao propósito determinado, o estudo está organizado em cinco seções. A primeira compreende a introdução, apresentada anteriormente, para contextualização do assunto, a segunda seção contém a base teórica do estudo, incluindo a fundamentação referente à teoria da agência, à governança corporativa, ao novo mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa, à remuneração executiva, além de alguns estudos relacionados ao assunto tratado nesta pesquisa. A terceira seção apresenta os procedimentos metodológicos empregados, enquanto na seção seguinte são apresentados e analisados os dados coletados. Na quinta e última seção são apresentadas as considerações finais acerca do estudo elaborado.

2. Revisão de literatura

2.1. Teoria da agência

Com o aumento do porte e, conseqüentemente, da dispersão do capital das empresas entre inúmeros acionistas, é cada vez mais comum a separação entre os acionistas e os administradores. Separação tratada por Jensen e Meckling (1976) como uma relação de agência, sendo um contrato em que uma ou mais pessoas (principal) utiliza outra pessoa (agente) para realizar algum serviço em seu nome, delegando certa autoridade na tomada de decisões para o agente. Ainda, segundo os autores, se ambas as partes da relação são minimizadores de utilidade, existem boas razões para acreditar que o agente não irá sempre agir visando os interesses do principal.

Como consequência dessa delegação, Bianchi e Nascimento (2005) relatam que a forma de gerenciamento das empresas pode mudar, pois os administradores, além de considerarem o interesse dos proprietários, poderão levar em conta seus próprios interesses. Nessa perspectiva, a assimetria de informações, capaz de provocar problemas entre principal e agente, pode derivar da disposição ao agente de informações integrais sobre os eventos que envolvem a organização, restringindo parte dessa informação ao principal (Machado, 2012). Sobre esse argumento, Banzas (2005) destaca que a assimetria da informação pode fazer com que os gestores tentem obter vantagens que correspondam aos seus interesses, ao invés dos interesses das outras partes do nexo contratual da empresa.

Segundo Backes, Bianchi, Rathke e Gassen (2009, p. 3), "A minimização dos problemas derivados de falta de alinhamento entre os objetivos do agente e do principal requereu a formatação de um conjunto de regras, definidos por um sistema de gestão denominado de governança corporativa". O uso dos mecanismos de governança se faz importante nesse contexto, pois a existência de interesses conflitantes pode ocasionar decisões que prejudicam o valor da empresa (Associação Brasileira de Bancos - ABBC, 2009). Para minimizar tais conflitos tem-se alguns mecanismos, tais como: a atuação do conselho de administração, a política de remuneração, a estrutura de propriedade e controle, o grau de competitividade do mercado, o compromisso com a transparência e a própria estrutura de capital do negócio. (ABBC, 2009).

De forma concisa, o principal objetivo da governança corporativa nas instituições é o de fortalecer o mercado acionário e melhorar o valor da empresa, atenuando os problemas de agência entre as partes interessadas (Bianchi & Nascimento, 2005).

2.2. Governança corporativa

Motivado pelo objetivo de resolver o conflito de agência, que, em sua essência, ocorre quando o proprietário transfere ao agente poderes sobre sua empresa decorrente da dispersão da propriedade, surge overnança nas organizações, de forma a amenizar as divergências ocasionada pelas decisões de cada grupo quanto à gestão da empresa, promovendo o alinhamento de seus interesses (IBGC, 2015a).

Nesse contexto, muitas mudanças no ambiente empresarial motivaram o surgimento de mecanismos capazes de orientar as ações organizacionais nas últimas décadas, tais como a internacionalização do comércio e a expansão das transações financeiras em escala global, de forma que as companhias necessitaram de sensíveis transformações para acompanhar o ritmo acentuado do crescimento de suas atividades, prescindindo de uma readequação estrutural de controle, decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. IBGC (2015a).

Por meio do estabelecimento de melhores práticas gerenciais, uma das pretensões da governança corporativa é colaborar para o bom relacionamento nas instituições, de forma que as decisões sejam movidas pelo melhoramento do desempenho da empresa, amenizando as divergências que surgem no curso das atividades de gestão. Para Slomski *et al.* (2008, p. 5), o entendimento acerca da governança corporativa é de que seja "um sistema de relações que se estabelece numa sociedade

entre administradores, acionistas, membros do conselho de administração, auditores e outros *stakeholders*, através do qual se procura melhorar a gestão da sociedade e aumentar o valor da empresa". De acordo com Camargos e Helal (2007), em termos pragmáticos, a GC centra-se no desenvolvimento de mecanismos com objetivo de preservar os direitos, observar os deveres, reduzir riscos e conflitos, fiscalizar o poder, assegurar um desempenho compatível com as exigências de retorno e benefícios num horizonte temporal de longo prazo.

Com a disseminação do tema no Brasil, a partir da dispersão do controle e a abertura de mercado das empresas, o IBGC lançou, pela primeira vez, em 1999 o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o qual ressalta a importância do aprimoramento de quatro princípios, tratados como princípios básicos da governança corporativa, sendo eles: a transparência das informações, a equidade no que diz respeito aos acionistas, a prestação de contas dos agentes e a responsabilidade corporativa da organização (IBGC, 2010). Dessa forma, as empresas dispostas à adequação de sua governança, submetem-se a regras mais rígidas, aperfeiçoando sua gestão em direção aos pilares da governança.

No ano de 2000 a Bovespa definiu e implementou três segmentos de listagem, que se referem ao grau de aderência das boas práticas de governança corporativa que as empresas podem optar. Esses três segmentos são constituídos pelo Novo Mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa - nível 1 e 2 - com o intuito de que as empresas, de forma voluntária, ingressem em um dos segmentos criados e implementem as práticas sugeridas (BM&FBovespa, 2015b). As empresas que aderirem a qualquer um dos níveis deverão cumprir rígidas regras estabelecidas, vistas como mais rigorosa que as obrigações determinadas pela Lei das Sociedades por Ações, servindo para disponibilizar uma melhor avaliação das companhias que ingressam nos níveis. (BM&FBovespa, 2015a).

2.3. Remuneração dos executivos

A remuneração dos executivos, utilizada como mecanismo de governança corporativa, vem ganhando, nas últimas décadas, proporções mundiais. A atenção dos meios de comunicação sobre o tema, relatando falhas na estrutura de governança, ocorreram, principalmente, após os escândalos da Enron e da WorldCom em 2001 e da crise *subprime* em 2007 (Krauter, 2013). A discussão acerca da remuneração executiva em meio às crises no mercado financeiro em 2002 e no mercado imobiliário, em 2008, se deve, principalmente, à observância de ganhos exorbitantes dos gestores de empresas em contraste aos sérios problemas financeiros que essas empresas enfrentavam, muitas vezes ocasionando a falência das mesmas (Ventura, 2013).

A falta de transparência, no que diz respeito à remuneração, pode trazer incertezas aos investidores, já que a mesma é tomada como forma de incentivo ao bom desempenho frente aos interesses da empresa. Para Souza e Borba (2007, p. 38) "É importante que a empresa tenha um procedimento formal e transparente para desenvolver sua política de remuneração e estabelecer o nível salarial de seus executivos".

A divulgação de informações detalhadas sobre a remuneração dos executivos das empresas é recente no Brasil, pois foi somente após a entrada em vigor da Instrução Normativa CVM nº 480/2009, em dezembro de 2010, que as empresas de capital aberto passaram a divulgar informações acerca de todos os componentes da remuneração executiva. Victor (2013).

Com relação aos mecanismos de remuneração estratégica, os mesmos se mostram importantes, ao passo que podem auxiliar na minimização das divergências entre principal e agente e reduzir o conflito de interesses entre estas partes (Machado, 2012; Beuren, Silva & Mazzioni, 2014; Correia *et. al.*, 2014).

Os mecanismos de remuneração empregados devem receber atenção, visto que a política de remuneração pode ser complexa, pois abrange um grupo com alta concentração de poder e que não se submete as mesmas políticas de recursos humanos dos demais funcionários da organização. No entanto, tal fato, não isenta tais profissionais da necessidade de ter comprometimento com os interesses dos proprietários e demais *stakeholders*. (Oliva & Albuquerque, 2007).

As formas de compensação dos executivos podem ser estabelecidas de maneiras variadas, de modo que cada empresa busque atender da melhor forma as partes interessadas. Como mecanismo de incentivo, a remuneração deve estar alinhada aos interesses dos acionistas e associada a resultados (Oliva & Albuquerque, 2007; Ventura, 2013). Neste sentido, Machado (2012) destaca que a remuneração dos executivos pode ser estabelecida a partir de diferentes combinações, ente salários, bônus, ações e outras remunerações, o que irá compor a política de remuneração de cada empresa. Segundo Correia *et al.* (2014, p. 6), as possibilidades de remuneração são diversas, como por exemplo: participação acionária, plano de bônus, opções de compras de ações, remuneração em dinheiro, remuneração baseada em ações, comissões e outras possibilidades.

Ventura (2013) destaca o desmembramento e descreve seu entendimento acerca da remuneração fixa, variável e total. Sendo que, a remuneração fixa corresponde ao valor definido previamente no contrato de trabalho, a título de salário-base, ou seja, o fato de ser fixado com antecedência faz com que ele não dependa de nenhum resultado futuro da empresa. Ao contrário, a remuneração variável está relacionada aos bons resultados da empresa. Dessa maneira, a remuneração total paga pela empresa é composta pela soma das duas remunerações, a fixa e a variável.

2.4. Estudos relacionados

O estudo de Funchal e Terra (2006), com empresas argentinas, brasileiras, chilenas e mexicanas, identificou que o desempenho de empresa e governança corporativa não são variáveis influentes na remuneração executiva. Entretanto, a pesquisa aponta para a existência de influência positiva e significativa do tamanho da empresa sobre a remuneração executiva e isso implica na inexistência de conexão da remuneração executiva com a riqueza dos acionistas daquelas companhias.

A pesquisa desenvolvida por Oliva e Albuquerque (2007) aponta para um alinhamento entre a estrutura de governança corporativa e o sistema de remuneração de administradores.

Ventura (2013) extraiu informações de 112 empresas e verificou que o tamanho da empresa é relacionado com a

remuneração executiva, e que as medidas de desempenho se mostram determinantes na remuneração executiva. No que diz respeito aos níveis diferenciados de governança corporativa, segundo esta pesquisa, o pagamento da remuneração executiva independe do nível de governança corporativa a que a empresa está inserida.

O estudo desenvolvido por Correia *et al.* (2014) identificou que a remuneração é maior nas empresas em que há separação das funções de CEO e de presidente do Conselho e, também, nas empresas com administradores independentes em seus Conselhos. A pesquisa sugere que a independência do Conselho, a maior participação de investidores institucionais no capital e o tamanho da empresa estão relacionados à remuneração.

Beuren *et al.* (2014) analisaram a existência de correlação entre a remuneração dos executivos e o tamanho e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto, com 219 empresas de capital aberto. Os resultados indicam que há relação negativa entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos. Além disso, aponta para uma associação da remuneração dos executivos apenas com o desempenho de mercado das empresas.

O estudo de Cunha, Vogt e Degenhart (2016) confirmou que a remuneração dos executivos sofre influência da participação acionária dos diretores, do tamanho do conselho de administração, do ROA e do tamanho da empresa.

3. Procedimentos metodológicos

A pesquisa realizada neste estudo é classificada quanto aos seguintes aspectos: (a) pela forma de abordagem do problema, (b) de acordo com seus objetivos e (c) com base nos procedimentos técnicos utilizados.

No que diz respeito à abordagem do problema, o presente estudo buscou encontrar relação entre as características de governança corporativa, do tamanho das empresas pesquisadas e a remuneração empregada aos seus executivos, para isso, foram utilizados dados numéricos na coleta e análise de dados, sendo possível classificá-lo como quantitativo. Método que, conforme Richardson (1999, p. 70), “caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coletas de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas,” desde as mais simples às mais complexas.

Com relação aos objetivos, esta pesquisa se classifica como descritiva. Segundo Gil (2008, p. 28) “As pesquisas desse tipo têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis”. Cervo e Bervian (1996, p. 49) complementam, “A pesquisa descritiva procura descobrir, com a precisão possível, a frequência com que um fenômeno ocorre, sua relação e conexão, com os outros, sua natureza e características, correlacionando fatos ou fenômenos sem manipulá-los”. Para a realização desta pesquisa, foram coletadas informações divulgadas pelas empresas com relação a variáveis que refletem características das empresas para a apuração da existência de indícios de alguma relação entre elas.

Quanto aos procedimentos adotados, a pesquisa se classifica como documental, pela utilização de informações de relatórios e demonstrativos financeiros das empresas selecionadas para a coleta de informes retirados da BM&FBovespa (2016), dos Formulários de Referência e das Demonstrações Financeiras. Conforme Martins e Theóphilo (2009, p. 55), “A Estratégia de Pesquisa Documental é característica dos estudos que utilizam documentos como fonte de dados, informações e evidências”.

Esta pesquisa tem como população-alvo as companhias abertas listadas na BM&FBovespa. A amostra selecionada para este estudo é composta pelas empresas que compõem o Índice Brasil 100 (IBrX 100) da BM&FBovespa na carteira de maio a agosto do ano de 2016, e abrange os anos de 2013, 2014 e 2015. Do total de 100 empresas que compõem o índice, oito foram excluídas da pesquisa, sendo que duas desse total foram excluídas porque não pagaram remuneração à diretoria estatutária nos últimos três exercícios sociais e outras seis foram desconsideradas, pois suas ações constavam no índice em duplicidade. Ao final, a amostra de estudo foi composta por 92 empresas, totalizando 276 observações para cada uma das variáveis.

No que se refere à coleta, a pesquisa utilizou o estudo de Ventura (2013) e Cunha, *et al.* (2016) para nortear a escolha das variáveis utilizadas. Dessa forma, a Tabela 1 apresenta as variáveis e fontes de dados utilizadas na formação e execução do estudo atual.

Tabela 1 – Variáveis utilizadas no estudo

Variável	Descrição	Coleta
Variáveis dependentes		
Remuneração total média	RF + RV	Formulário de Referência - item 13.2
Variáveis independentes		
Segmento de governança corporativa	Classificação em NM, N1, N2	BM&FBovespa
Membros do conselho de administração	Número de membros do conselho de administração	Formulário de Referência - item 13.2
Conselho fiscal	Existência de conselho fiscal na empresa	Formulário de Referência - item 13.2

Fonte: Elaborado a partir de Ventura (2013) e Cunha *et al.* (2016).

A remuneração média observada foi considerada a única variável dependente do estudo e teve como alvo aquela empregada à diretoria estatutária das empresas, disponibilizada no Formulário de Referência das mesmas, no item 13.2. No total, a amostra comporta empresas dos doze diferentes setores da BM&FBovespa, que são: Consumo Não Cíclico, Financeiro e Outros, Diversos, Consumo Não Básico, Materiais Básicos, Bens Industriais, Utilidade Pública, Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Consumo Cíclico, Tecnologia da Informação, Saúde e Telecomunicação.

A fim de verificar se as características de governança corporativa e o tamanho da empresa afetam a remuneração dos executivos das empresas, utilizou-se a correlação de *Pearson* em que, segundo Cunha *et al.* (2016, p. 9), "não sugere somente uma relação de causa e efeito, mas de possíveis associações entre as variáveis". Além dessa, utilizou-se o método de regressão de dados em painel, visto que esse método possibilita a investigação de diversas observações ao longo de uma série temporal, não restringindo a pesquisa a um único período de tempo (Fávero, Belfiore, Silva & Chan, 2009), o que corrobora com o intuito da pesquisa atual.

Segundo Fávero *et al.* (2009), a análise de dados em painel tem o propósito de examinar a ação de determinadas variáveis sobre uma variável dependente ao longo de determinado período. Essa técnica compreende três abordagens mais usais, as quais foram testadas neste estudo a fim de definir o melhor método para efetuar a análise dos dados, sendo elas: o *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), também conhecido como modelo de efeito agrupado, o modelo de efeitos fixos (EF) e o modelo de efeitos aleatórios (EA).

O modelo de regressão mais convencional é o *pooled*, assumindo que o intercepto α e o coeficiente angular β são comuns para todas as observações. O modelo com efeitos fixos, ao contrário do anterior, considera a natureza e alterações das *cross-sections* ao longo do período, sendo que os interceptos das observações podem ser diferentes em função, muitas vezes, da heterogeneidade das observações. Por fim, no modelo com efeitos aleatórios, a heterogeneidade dos indivíduos no termo de erro é levada em consideração e o intercepto não é fixo, mas pode variar entre as empresas observadas (Fávero *et al.*, 2009).

Segundo Ventura (2013), o que define a escolha do método de efeito fixo ou efeito aleatório depende do tamanho da amostra utilizada, pois quando a amostra de empresas for menor, a utilização do método de dados em painel de efeito fixo é mais indicada, enquanto o método de efeitos aleatórios é escolhido se a amostra for maior.

Para a definição do modelo de dados em painel que foi utilizado neste estudo, três testes foram realizados: Primeiramente, o teste de Chow (F), seguido do teste LM de Breusch-Pagan e, por fim, Hausman, seguindo o disposto por Fávero *et al.* (2009).

Destaca-se que para os cálculos dos modelos de regressão com dados em painel foi utilizado o *software* STATA, versão 12.0.

Para fins de análise, salienta-se que: a) o teste das empresas da amostra que não possuíam nível de governança corporativa foi descartado, pois apresentou multicolinearidade nos dados; b) foi aplicado logaritmo nos dados monetários para reduzir a dispersão entre eles; c) a partir dos testes de Chow, LM de Breusch-Pagan e Hausman concluiu-se que o modelo de dados em painel mais apropriado para a análise deste estudo é o de efeito aleatório.

3.1 Hipóteses da pesquisa

Tendo por base o problema de pesquisa e estudos anteriores sobre o tema, quatro hipóteses foram elaboradas, as quais envolvem as variáveis utilizadas no estudo, compreendendo o nível de governança corporativa, o tamanho do conselho de administração, o tamanho da empresa e a existência de conselho fiscal nas empresas.

Partido do estudo da Teoria da Agência, em que ocorre a separação da propriedade e gestão, ocasionado mudanças no gerenciamento das empresas, Bianchi e Nascimento (2005) relatam a efetividade dos mecanismos de governança corporativa, que surgem para minimizar possíveis conflitos de interesses e a assimetria informacional derivados dessa separação.

Para o IBGC (2015b), o conselho de administração é parte fundamental no sistema de governança corporativa. Segundo a mesma fonte, cabe ao conselho de administração definir a estratégia, monitorar, definir práticas de remuneração, estabelecer metas financeiras e não financeiras e avaliar a diretoria executiva, sempre visando o melhor para a empresa. Ainda, segundo o código, "A remuneração da diretoria deve servir como uma ferramenta efetiva de atração, motivação e retenção dos diretores e proporcionar o alinhamento de seus interesses com os da organização."

Para que essa efetividade ocorra, uma das recomendações listadas pelo IBGC (2015b) é que os conselheiros sejam externos e independentes de forma que a independência seja preservada, assim como toda a estrutura de governança. Considerando a independência necessária ao desempenho de suas funções como parte essencial na estrutura de governança corporativa, surge a primeira hipótese para a pesquisa, que supõem, assim como nos resultados de Cunha *et al.* (2016), que a remuneração total possui uma relação positiva e significativa em relação ao tamanho do conselho de administração.

H1: Há uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e a remuneração dos executivos.

Outro importante mecanismo do sistema de governança corporativa trazido pelo Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa é a existência de um conselho fiscal na empresa. Segundo o IBGC (2015b) o conselho tem como objetivo preservar o valor da organização, sendo um mecanismo fiscalizador, independente dos administradores.

Com maior rigor no controle das ações da diretoria executiva a fim de proporcionar melhores resultados para a empresa, é possível pensar que os executivos receberão melhores remunerações. Pode-se sugerir a segunda hipótese da pesquisa:

H2: Há uma relação positiva entre a existência de conselho fiscal e a remuneração dos executivos.

Com a adesão às boas práticas de governança corporativa, as empresas passaram a, de forma voluntária, optar pelos níveis diferenciados em busca de maior efetividade de suas ações. Seguindo rigorosas práticas, o Novo Mercado, considerado o nível de maior exigência, prega que as empresas tenham um comprometimento maior do que o exigido pela legislação, principalmente no que diz respeito à transparência das informações produzidas e à ampliação dos direitos dos acionistas. (ABBC, 2009).

Com a elevação das exigências das informações prestadas, as boas práticas de governança podem resultar no aumento do valor da empresa, melhoria do seu desempenho e maior facilidade de acesso ao capital, pois o grau de confiança oferecido por essas empresas aos interessados se torna superior (ABBC, 2009). Dessa forma, espera-se que à medida que os executivos se comprometem a oferecer informações mais transparentes e de qualidade e, como consequência, melhor desempenho à empresa, sua remuneração seja superior ao dos executivos empregados no segmento tradicional. Surgindo a partir disso, a terceira hipótese para esta pesquisa:

H3: Há uma relação positiva entre o nível de governança e a remuneração dos executivos.

Partindo da hipótese anterior, em que as responsabilidades pelas informações aumentam em função da adoção de um dos segmentos de listagem, infere-se que os riscos, responsabilidades e complexidade são mais expressivos quando a empresa tem um capital maior. Dessa maneira, é possível pensar que empresas maiores remuneram mais seus executivos. Essa relação positiva entre remuneração dos executivos e tamanho da empresa foi comprovada por diversos estudos, entre eles Ventura (2013), Correia *et al.* (2014) e Cunha *et al.* (2016). Originando a quarta hipótese para este estudo:

H4: Há uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos.

4. Análise dos dados

4.1 Perfil das empresas estudadas

Nesta subseção buscou-se apresentar o perfil das empresas analisadas. Para isso, foi elaborada a Tabela 2, em que apresenta a distribuição do total de 92 empresas utilizadas na pesquisa, em 12 setores de atuação.

Tabela 2 - Setor de atuação das empresas

Setor de atuação	Número de empresas	%
Consumo Não Cíclico	4	4,35%
Financeiro e Outros	17	18,48%
Diversos	7	7,61%
Consumo Não Básico	6	6,52%
Materiais Básicos	10	10,87%
Bens Industriais	9	9,78%
Utilidade Pública	13	14,13%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4	4,35%
Consumo Cíclico	14	15,22%
Tecnologia da Informação	2	2,17%
Saúde	3	3,26%
Telecomunicação	3	3,26%
Total	92	100,00%

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2016).

De acordo com a Tabela 2, os setores mais significativos na amostra são os setores Financeiros e outros, Consumo Cíclico e Utilidade Pública, com, respectivamente, 18,48%, 15,22% e 14,13% das empresas analisadas, totalizando quase metade das empresas que compõem o índice. Ao encontro desses, os setores de Tecnologia da Informação, Saúde e Telecomunicação podem ser considerados os com menor significância em número de empresas analisadas com, respectivamente, 2,17%, 3,26% e 3,26% do total da amostra.

Quanto ao segmento de governança corporativa, a Tabela 3 foi elaborada para ilustrar a dispersão das empresas em relação aos segmentos, Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de governança corporativa e as empresas que não aderem nenhum

dos segmentos.

Tabela 3 – Segmento de governança corporativa das empresas

Segmento	Número de Empresas	%
Novo Mercado	60	65,22%
Nível 1	18	19,57%
Nível 2	8	8,70%
Sem adoção	6	6,52%
Total	92	100,00%

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2016).

Do total de 92 empresas que compõem a amostra, 60 correspondem ao Novo Mercado, 18 ao Nível 1, 8 ao Nível 2 e 6 não adotam nenhum dos segmentos de governança corporativa. Em termos de proporção, a maioria das empresas, 65,22%, são classificadas no segmento considerado o de maior diferenciação, 19,57% correspondem ao Nível 1, 8,70%, no Nível 2 e a menor parte das empresas, 6,52% não optam por nenhum dos segmentos, refletindo a preocupação das empresas em aderir aos procedimentos de governança.

A remuneração média paga anualmente aos executivos das empresas analisadas foi de R\$ 3.332.740,08; valor semelhante ao encontrado na pesquisa de Correia *et al.* (2014), em que a remuneração estudada foi a dos administradores, com remuneração média anual, de todos os administradores, de R\$ 3.999.440,00. Muito superior, entretanto, ao valor anual médio encontrado por Ventura (2013) de R\$ 370.000,00. A remuneração total das empresas oscilou entre R\$ 18.100,95 e R\$ 20.412.900,99 ao ano, considerando o valor médio pago nos três anos em questão. Os altos salários encontrados superam aqueles encontrados no estudo de Ventura (2013), em que a remuneração mais alta foi próxima a R\$ 2.800.000,00. Tal discrepância pode ser derivada da diferença da amostra utilizada para cada estudo e, possivelmente, da exclusão das empresas financeiras na pesquisa elaborada por Ventura (2013).

4.2. Análise descritiva dos dados

Para a análise dos dados coletados, utilizou-se a correlação de *Pearson* e, posteriormente, a análise de dados em painel. A partir da correlação de *Pearson* foi possível verificar a existência de relação entre a remuneração executiva e as demais variáveis independentes, visto que essa correlação evidencia o grau de associação entre as variáveis. Os resultados da correlação são apresentados na Tabela 4:

Tabela 4 – Correlação de *Pearson* entre as variáveis

	Remexec	SegNM	SegN1	SegN2	TCA	ECF	TEAT
Remexec	1.0000						
SegNM	-0.1005 (0.0939)	1.0000					
SegN1	-0.0259 (0.6663)	-0.6832 (0.0000)	1.0000				
SegN2	-0.0228 (0.7047)	-0.4137 (0.0000)	-0.1555 (0.0093)	1.0000			
TCA	0.0090 (0.8817)	-0.2526 (0.0000)	0.2006 (0.0008)	0.1256 (0.0360)	1.0000		
ECF	-0.0972 (0.1051)	-0.1920 (0.0013)	0.2643 (0.0000)	-0.0418 (0.4864)	0.2328 (0.0001)	1.0000	
TEAT	0.1476 (0.0137)	-0.1950 (0.0011)	0.1166 (0.0522)	-0.0815 (0.1752)	0.0414 (0.4921)	0.1079 (0.0726)	1.0000

A partir da Tabela 4 pode-se observar que a variável remuneração executiva (Remexec) apresentou correlação significativa quando relacionada com as variáveis Novo Mercado (SegNM) e tamanho da empresa (TEAT). Resultado que vai de encontro aos obtidos no estudo de Ventura (2013) no que diz respeito aos segmentos de governança corporativa, pois ocorreu maior correlação dos Níveis 1 e 2 e menor correlação da remuneração com o Novo Mercado. Para a variável tamanho da empresa (ativo total), a pesquisa de Ventura (2013) encontrou uma relação fraca, inferior a encontrada nesta pesquisa.

Quando relacionada ao tamanho do conselho de administração (TCA), a correlação da variável remuneração executiva (Remexec) é quase inexistente (0.0090). Fato que sugere a independência de uma variável em relação à outra, ou seja, a existência de maior ou menor número de conselheiros neste órgão não influencia a remuneração média dos executivos. Resultado que contraria os achados por Ventura (2013) e Cunha *et al.* (2016), pois ambas as pesquisas refletem uma relação significativa, negativa no primeiro estudo e positiva no segundo.

A existência do conselho fiscal (ECF) nas empresas também não apresentou relação significativa com a variável dependente, sendo possível inferir, que a existência do órgão nas empresas não influencia a remuneração paga aos executivos.

A relação da variável remuneração (Remexec) se deu de forma negativa com as variáveis que se referem ao Novo Mercado (SegNM), Nível 1 (SegN1) e Nível 2 (SegN2), assim como, com a existência de conselho fiscal (ECF). Enquanto, a relação se deu na forma positiva com o tamanho do conselho de administração (TCA) e tamanho das empresas (TEAT).

Na sequência, apresenta-se os resultados da análise de dados em painel, em que foram testados os efeitos de determinadas variáveis sobre a variável dependente, considerada para este estudo a remuneração média da diretoria estatutária em cada um dos anos analisados. A Tabela 5 evidencia o efeito das características de governança corporativa e do tamanho da empresa na variável remuneração executiva.

Tabela 5 – Estimação do modelo de dados de painel

Variáveis	Agrupado	Efeito	
		Fixo	Aleatório
Segmento de Governança Corporativa NM	-0.8336***	-	-0.8302***
	(0.2755)		(0.3119)
Segmento de Governança Corporativa N1	-1.1640***	-	-1.1567**
	(0.3396)		(0.4639)
Segmento de Governança Corporativa N2	-1.1887**	-	-1.1144*
	(0.4801)		(0.6563)
Tamanho do Conselho Administrativo	0.0316*	-0.0191	0.0019
	(0.0161)	(0.0276)	(0.0190)
Existência de Conselho Fiscal na empresa	-0.0882	0.1266*	0.0698
	(0.1721)	(0.0761)	(0.0831)
Tamanho da Empresa Ativo total	0.0123	0.0249	0.0234
	(0.0601)	(0.0385)	(0.0371)
Constante	14.9838***	14.1354***	14.8827***
	(1.4245)	(0.9015)	(0.9351)
Observações	275	275	275
R ²	0.0673	0.0081	
Teste de Chow	25.46***		
Teste Breusch-Pagan	214.78***		

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2016).

Legenda: os desvios-padrões são robustos à heterocedasticidade. * parâmetros significativos a 10%; ** parâmetros significativos a 5%; *** parâmetros significativos a 1%.

Com base nos resultados do modelo, verifica-se que, quando associada ao tamanho do conselho de administração, a remuneração não apresentou relação estatisticamente significativa. Assim, se confirma a Hipótese nula, ou seja, não se rejeita que o coeficiente da variável é igual a zero. Portanto, no que se refere a Hipótese de pesquisa 1, não se pode afirmar que há uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e a remuneração dos executivos. Resultado que vai de encontro aos achados por Cunha *et al.* (2016) no que se refere à remuneração total dos executivos, visto que encontraram uma relação positiva e significativa entre as variáveis. Divergindo, também, do estudo de Ventura (2013), no qual encontrou uma associação negativa entre as variáveis.

Os níveis de governança corporativa apresentaram relação negativa e estatisticamente significativa, dados que contrariam a Hipótese 3 da pesquisa, de que haveria uma relação positiva entre o nível de governança e a remuneração dos executivos. Os resultados contrariam os achados de Ventura (2013), em que as variáveis não apresentaram relação significativa.

Devido aos coeficientes das variáveis que representam os níveis de governança obterem sinais negativos significativos, sugere-se que a remuneração dos executivos das empresas listadas no segmento, objeto do estudo, tem, em média, menor valor do que as empresas do mercado tradicional.

Mesmo positivamente relacionada ao tamanho da empresa, a remuneração da diretoria executiva não teve associação estatisticamente significativa, o que rejeita a Hipótese 4 de que a remuneração dos executivos é mais elevada em empresas com tamanho maior. O que contraria os estudos de Funchal e Terra (2006), Ventura (2013), Correia *et al.* (2014) e Cunha *et al.* (2016) que apresentaram relação positiva e significativa. O estudo de Beuren *et al.* (2014), onde os resultados apontam para uma relação negativa do tamanho com a remuneração total, também contrariam os achados desta pesquisa.

Por fim, a existência do conselho fiscal teve uma associação positiva e estatisticamente não significativa com a remuneração, fato que rejeita a Hipótese 2, a qual sugere que a remuneração da diretoria executiva é maior em empresas com tal conselho presente em sua estrutura.

Em resumo, as quatro hipóteses investigadas nesta pesquisa foram rejeitadas. Sendo que as Hipóteses 1, 2 e 4 não apresentaram associação estatisticamente significativa, ou seja, o tamanho do conselho de administração, a existência do conselho fiscal e o tamanho da empresa não indicaram associação com a remuneração dos executivos das empresas estudadas e, a Hipótese 3 apresentou resultado contrário ao esperado, sendo, assim como as demais, rejeitada.

De forma geral, o modelo teve baixo poder de explicação por não ter apresentado associação estatisticamente significativa das variáveis. Entretanto, o nível de governança corporativa em que a empresa está inserida apresentou relação negativa e estatisticamente significativa, dados que contrariam a Hipótese 3 da pesquisa. Diante deste resultado, se faz necessário refletir sobre os motivos que levam a inferência de relação negativa entre estas variáveis.

Dentre as causas de tal discordância, é possível pensar que o modelo proposto tenha captado efeitos pós-crise da economia e do ambiente institucional do governo, como a operação lava-jato e a instabilidade financeira do país. Com a retração da economia, as empresas que têm suas remunerações atreladas ao resultado, como as que empregam participação nos resultados e bônus, passaram a pagar remunerações mais baixas em função de resultados piores. O efeito do câmbio pode ser outro fator que afeta o valor despendido na remuneração, pois com o dólar elevado nos últimos períodos, os executivos que recebem suas remunerações na moeda estrangeira, acabam tendo seu valor em moeda nacional abaixo do anteriormente recebido.

A presença das instituições financeiras junto à amostra selecionada, também, pode ter apresentado impacto no resultado deste estudo, pois segundo ABBC (2009), os bancos, por serem mais regulamentados, são obrigados a seguir normas mais rigorosas que as demais companhias e, dessa forma, alguns mecanismos de governança podem não ser aplicáveis. Ainda, segundo Beuren *et al.* (2014), o segmento financeiro apresenta características específicas, o que pode ocasionar alguma distorção nos resultados.

5. Considerações finais

O uso da remuneração executiva como mecanismo de governança corporativa, tem por finalidade o alinhamento de interesses dos acionistas e dos gestores, de forma que as decisões tomadas estejam direcionadas para o melhor desempenho da empresa. Sendo assim, esta pesquisa buscou verificar se a remuneração dos executivos das empresas listadas no Índice Brasil 100 da BM&FBOVESPA é influenciada por algumas características de governança corporativa, sendo elas o segmento de governança, o tamanho do conselho de administração, a existência do conselho fiscal e o tamanho das empresas.

Para que o resultado do estudo fosse alcançado, foi necessária a aplicação de testes estatísticos, como a correlação de *Pearson*, com a finalidade de medir o grau de associação entre as variáveis, o teste de Chow (F), LM de Breusch-Pagan e Hausman para que se pudesse definir o método de dados em painel mais apropriado e, por fim, a regressão de dados em Painel, com o objetivo de verificar o efeito das variáveis testadas sobre a remuneração executiva ao longo dos três anos selecionados, 2013 a 2015.

Diante dos dados coletados, pode-se inferir que a maior parte das empresas que negocia ações na BM&FBovespa adere à algum dos segmentos de governança corporativa, uma vez que na amostra analisada, 93,48% faz essa adesão. Bem como, a maioria delas opta pelo segmento de maior diferenciação, o Novo Mercado, chegando a mais de 65% do total.

Os resultados encontrados evidenciam que não há associação estatisticamente significativa em três das hipóteses testadas, demonstrando baixo poder de explicação do modelo. Com base nisso, a Hipóteses 1 (Há uma relação positiva entre o

tamanho do conselho de administração e a remuneração dos executivos), a Hipótese 2 (Há uma relação positiva entre a existência de conselho fiscal e a remuneração dos executivos) e a Hipótese 4 (Há uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos), que sugeriam associação positiva entre a variável remuneração executiva e os membros do conselho de administração, a existência do conselho fiscal e o tamanho da empresa foram rejeitadas, devido aos seus coeficientes serem estatisticamente insignificantes.

Quando relacionada com os segmentos de governança corporativa, a remuneração da diretoria estatutária apresentou grau de associação estatisticamente significativo, na forma negativa, relação contrária ao sugerida na Hipótese 3, de que há uma relação positiva entre o nível de governança e a remuneração dos executivos. Dessa forma, infere-se a partir desse resultado que, as empresas que aplicam as recomendações de governança corporativa, aderindo aos três segmentos, apresentam remuneração menor do que as tradicionais.

Os resultados da pesquisa se mostram oportunos, visto que, a aplicação das recomendações de governança corporativa pressupõe o uso da remuneração como importante mecanismo de alinhamento de interesses. Nesse sentido, a pesquisa se mostra útil à literatura, em especial à literatura nacional, visto a escassez de estudos sobre o tema, principalmente no que se refere à influência do conselho fiscal e dos segmentos de governança corporativa na remuneração dos executivos. Dessa forma, a inclusão dessas variáveis contribui com a discussão colocada recentemente por Cunha *et al.* (2016), em que os autores questionam quais atributos de governança corporativa afetam a remuneração dos diretores executivos de empresas brasileiras.

Para pesquisas futuras indica-se a ampliação da amostra para a totalidade das empresas que negociam ações na BM&FBovespa e a inclusão de novas variáveis, como por exemplo, o número de membros independentes do conselho de administração e a participação dos diretores nas ações da empresa, assim como na pesquisa de Cunha *et al.* (2016), para que seja possível verificar se o resultado permanece o mesmo que o encontrado no estudo atual.

Além disso, indica-se a segmentação da amostra selecionada, de forma a evidenciar se o setor de atuação da empresa tem influência nos resultados, bem como a separação da remuneração variável e fixa, já que Cunha *et al.* (2016) encontraram significância estatística para essas variáveis. A expectativa é de que à medida que as empresas se comprometem às recomendações de governança corporativa, os executivos passem a ter que produzir informações com maior transparência e qualidade, indicando mais tempo despendido em suas atividades e maior complexidade em sua execução, o que pode impactar na totalidade da remuneração fixa paga pela empresa, considerando que as companhias queiram deter seus diretores com um bom plano de cargos e salários.

Referências

- Aguiar, A. B.; Corrar, L. J. & Batistella, F. D. (2004). Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração**, São Paulo, 39 (4), 338-347.
- Associação Brasileira de Bancos - ABBC. (2009). *Cartilha de governança corporativa*. Recuperado em Disponível em 13 fev. 2016, de http://www.abbc.org.br/ADM/publicacoesconfig/uploads/30333550179494052001_ABBC_Cartilha_Governanca_Corporativa.pdf
- Backes, R. G.; Bianchi, M.; Rathke, V. & Gassen, V.J.K. (2009). Governança corporativa e performance organizacional: descrição de estudos sobre o tema. *Enfoque: Reflexão Contábil*. 28 (2), 59-73.
- Banzas, M. S. (2005). *Governança corporativa no setor bancário: evolução recente no mercado brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Beuren, I. M., Silva, M. Z. & Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. **Revista de Administração FACES Journal**, 13 (2), 8-25.
- Bianchi, M. & Nascimento, A. M. (2005). A Controladoria como um Mecanismo Interno de Governança Corporativa e de Redução dos Conflitos de Interesse entre Principal e Agente. Anais do Congresso Internacional de Custos, Florianópolis, SC, Brasil, 9.
- Bolsa de Mercadorias & Futuros Bovespa - BM&FBovespa. (2015a). *Segmentos de Listagem*. Recuperado em 25 out. 2015, de <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>.
- Bolsa de Mercadorias & Futuros Bovespa - BM&FBovespa. (2015b). *Novo Mercado: Governança Corporativa*. Recuperado em 29 out. 2015, de http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/folder_novomercado.pdf
- Bolsa de Mercadorias & Futuros Bovespa - BM&FBovespa. (2016). *Empresas Listadas*. Recuperado em 19 set. 2016, de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm
- Camargos, M. A. & Helal, D. H. (2007). Remuneração Executiva, Desempenho Econômico-Financeiro e a Estrutura de Governança Corporativa de Empresas Brasileiras. Anais do Encontro da Anpad, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 31.
- Cervo, A. L. & Bervian, P. A. (1996). *Metodologia científica: para uso de estudantes universitários*. 4. ed. São Paulo: Mcgraw-Hill.
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2002). *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Recuperado em 11 fev. 2016, de <http://exame.abril.com.br/rede-de-blogs/investidor-em-acao/files/2011/04/cartilha-CVM-Governan%C3%A7a-Corporativa.pdf>
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2009). *Instrução CVM 480/2009*. Recuperado em 01 out. 2015, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>
- Correia, L. F.; Amaral, H. F. & Louvet, P. (2014). Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. **Asaa**, 7 (1), 2-37.

Cunha, P. R.; Vogt, M. & Degenhart, L. (2016). Governança corporativa e remuneração dos diretores executivos das empresas Brasileiras. **Reflexão Contábil**, 35 (2), 1-16.

Fávero, L. P. L.; Belfiore, P. P.; Silva, F. L. & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.

Funchal, J. A. & Terra, P. R. S. (2006). Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Governança Corporativa: um Estudo Empírico em Empresas Latino-Americanas. Anais do Encontro da Anpad, Salvador, BA, Brasil, 30.

Gil, A. C. (2008). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*. 6. ed. São Paulo: Atlas.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2010). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2015a). *Origens da governança corporativa*. Recuperado em 27 out. 2015, de <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2015b). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

Krauter, E. (2013). Remuneração de Executivos e Desempenho Financeiro: um Estudo com Empresas Brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, 7 (3), 259-273.

Machado, D. G. (2012). *Influência da política de remuneração dos executivos no nível de gerenciamento de resultados em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas*. Tese de Doutorado, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, SC, Brasil.

Malacrida, M. J. C. & Yamamoto, M. M. (2006). Governança corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, (Edição Comemorativa), 65-79.

Martins, G. A. & Theóphilo, C.R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. 2. ed. São Paulo: Atlas.

Oliva, E. C. & Albuquerque, L. G. (2007). Sistema de Remuneração de Executivos e Conselheiros como Suporte à Estrutura de Governança Corporativa. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4 (1), 61-73.

Richardson, R. J. (1999). *Pesquisa Social: métodos e técnicas*. 3. ed. São Paulo: Atlas.

Rodrigues, A. T. L. (2003). Governança Corporativa: Quando a transparência passa a ser uma exigência global. Anais da Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul, Gramado, RS, Brasil, 9.

Slomski, V. Mello, G. R.; Tavares Filho, F. & Macêdo, F. Q. (2008). *Governança corporativa e governança na gestão pública*. São Paulo: Atlas.

Souza, F. C. & Borba, J. A. (2007). Governança Corporativa e Remuneração de Executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior. **Contabilidade Vista & Revista**, 18 (2), 35-48.

Ventura, A. F. A. (2013). **Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: uma análise nas empresas listadas na BM&FBovespa**. Dissertação de Mestrado, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UNB/UFPB/UFRN), João Pessoa, PB, Brasil.

Victor, F. (2013). **Estrutura de propriedade e remuneração executiva: efeitos diretos e indiretos da regulamentação**. Tese de Doutorado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.

1. Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

2. Professora do PPGCont da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

3. Professora do PPGA/PPGAdm/PPGCont da Universidade Federal do Rio Grande (FURG). Email: debora_furg@yahoo.com

4. Professor do PPGE/PPGCont da Universidade Federal do Rio Grande (FURG)

Revista ESPACIOS. ISSN 0798 1015
Vol. 38 (Nº 34) Año 2017

[Índice]

[En caso de encontrar algún error en este website favor enviar email a webmaster]

©2017. revistaESPACIOS.com • Derechos Reservados