

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

JEFERSON DE ARAUJO FUNCHAL

**DETERMINANTES DA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS EM EMPRESAS DE
CAPITAL ABERTO LATINO-AMERICANAS**

São Leopoldo (RS)

2005

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

Jeferson de Araujo Funchal

**DETERMINANTES DA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS EM EMPRESAS DE
CAPITAL ABERTO LATINO-AMERICANAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra

São Leopoldo, 2005

Dissertação Determinantes da Remuneração de Executivos em empresas de capital aberto latino-americanas, apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – Nível Mestrado da Universidade do Vale do Rio dos Sinos pelo aluno Jeferson de Araujo Funchal, e aprovada em (22/12/2005), pela Banca Examinadora.

Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra/Unisinos

1 VISTO E PERMITIDA A IMPRESSÃO

São Leopoldo,

Prof. Dr. Ernani Ott

Coordenador do PPG em Ciências Contábeis

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca da
Universidade do Vale do Rio dos Sinos

F979d Funchal, Jeferson de Araujo
Determinantes da remuneração de executivos em empresas de
capital aberto latino-americanas / por Jeferson de Araujo
Funchal. – 2005.
172 f. : il.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos
Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2005.
“Orientação: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra, Centro de
Ciências Econômicas.”

1. Executivo – Remuneração – América Latina . 2.
Governança corporativa. 3. Regressão cross-section. I. Título.

Catálogo na Publicação:
Bibliotecária Carla Maria Goulart de Moraes - CRB 10/1252

DEDICATÓRIA

À vida. Ela possui mais fantasias do que os nossos sonhos. Estendo a dedicatória, nesse sentido, as pessoas que me deram a vida, minha mãe *Amália de Araujo Funchal* e meu pai *Rogério Silveira Funchal*; aquelas que me ensinaram a lutar por ela, *Inês Oliveira de Souza* e *Lucas G. Funchal*; e, por fim, aquela com que minha vida faz sentido, meu sol: *Rudinéia de Souza*.

AGRADECIMENTOS

‘Se vi mais longe, foi porque estava sobre ombros de gigantes’ [...] (ISAAC NEWTON *apud* HAWKING, 2005). No mesmo sentido, inicio meus agradecimentos.

Ao meu amigo, orientador e guru *Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra*, o mais profundo dos agradecimentos, tanto pela atenção dispensada e pela paciência nos momentos mais críticos, quanto pelo esforço de produzir um trabalho de alta qualidade, sem, contudo, ultrapassar minhas limitações.

Ao coordenador do programa, *Prof. Dr. Ernani Ott*, que com sua sapiência, paciência e simpatia contagia a todos que estão a sua volta. Um exemplo de dedicação acadêmica e de filosofia de vida, na qual torno explícita minha admiração.

Ao *Prof. Dr. Giacomo Balbinotto* pelo incentivo e, especialmente, pela indicação da literatura, sem a qual esse trabalho, certamente, teria sido mais árduo e menos saboroso.

Ao Prof. Dr. Eduardo Schiehll que, ao ministrar o seminário de Governança Corporativa, proporcionou o *insight* para elaborar esse estudo.

Ao Prof. Dr. Auster Moreira Nascimento pela amizade, compreensão e pelo privilégio de poder compartilhar de suas reflexões, cuja finalidade nos possibilita ver além do horizonte.

Aos demais professores do programa Prof. Dr. Adolfo Vanti, Prof. Dr. Marco Antônio Souza, Prof. Dr. Paulo Schmidt, Prof. Dr. Fernando C. Zanella, Prof. Dr. Cláudio Damacena e Prof.

Dr. José Antônio V. Antunes Jr. (Junico) pelos ensinamentos e pelo crescimento intelectual e pessoal que me proporcionaram.

Meu agradecimento especial a Ana Zilles, secretária do programa, na qual aproveitei para estender a todas as pessoas que trabalham na secretaria, pelo apoio, pela motivação e pela solidariedade nos momentos mais delicados.

Aos meus pais, *Rogério Silveira Funchal*, cuja influência intelectual foi fundamental na minha formação e decisiva em minha vida e minha querida mãe *Amália de Araújo Funchal*, que sempre me amparou e cuidou de mim. Para eles, um agradecimento muito especial!

Aos professores João Norton e Ari Kerchener que souberam, com paciência, habilidade e competência técnica auxiliar-me na língua inglesa.

Aos meus colegas e amigos do mestrado Alexandre K. Cruz, Alexandre X. Braga, Eduardo Bugallo, Denise Kreisig, Débora G. Machado, Cláudio G. Riella, Juliana Lucini, Juliano Giongo, Alfredo Kirchner, Jorge L. Cardoso, Edson L. Kammler, Jadir A. Frigeri, Amauri B. Paranhos, Claudinei de L. Nascimento, Valmor Reckzigel, Márcia Bianchi, Rosemary G. Backes, João Nast, Thomas Georgi e Daniele D. de Oliveira pela oportunidade de convivência nos estudos e nas lições de vida que juntos tivemos que aprender.

As pessoas que participaram da banca examinadora.

Aos amigos que conheci fora do meio acadêmico, mas no decorrer dessa jornada, e que contribuíram para meu aprimoramento pessoal e profissional: Luciano Bueno e Mauro Vianey.

Por fim, agradeço a *Rudinéia* pela tolerância nos momentos difíceis nestes últimos anos e pela compreensão do tempo que se tornou indisponível para um convívio mais intenso.

Muito obrigado e que Deus abençoe a todos!

EPIGRAFE

The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.

Adam Smith (1776 *apud* JENSEN; MECKLING, 1976).

RESUMO

Na esteira da recente desproporção da remuneração executiva e dos escândalos corporativos, alguns críticos têm reclamado que essa é excessiva. Outros têm reclamado que a remuneração não é propriamente atrelada ao desempenho. Adicionalmente, a tênue conexão entre a remuneração e o desempenho, tem levantado considerações a respeito dos propósitos dos executivos e a ineficácia dos mecanismos de governança corporativa, especialmente nos Estados Unidos e no Reino Unido. Conseqüentemente, a determinação da remuneração dos gestores tem emergido como uma questão de considerável importância na literatura de governança corporativa e numerosos estudos têm buscado identificar os mais importantes fatores que impactam na remuneração executiva. O objetivo dessa pesquisa é estudar os determinantes da remuneração executiva na América Latina com base em indicadores contábeis, indicadores do mercado de ações e características de governança corporativa (incluindo características do conselho e do principal executivo, e estrutura de propriedade). Seguindo a maioria das pesquisas em governança corporativa, utilizou-se a visão da teoria de agência para examinar a questão desse estudo. A metodologia para examinar os fatores que impactam na remuneração executiva é um modelo de regressão *cross-section*. O modelo é estimado utilizando dados financeiros da base de dados Económica no período de 1998-2002. Os dados sobre governança corporativa e remuneração executiva foram extraídos do relatório 20-F para cada companhia no ano de 2002. A amostra final consiste de 67 empresas. O resultado indicou que o desempenho de empresa e governança corporativa não são variáveis influentes na remuneração executiva; no entanto, o tamanho da empresa exerceu uma influência positiva estatisticamente significativa sobre a remuneração executiva. Essa evidência implica que a remuneração executiva não está conectada diretamente com a riqueza dos acionistas nas companhias da América Latina.

Palavras-chave: remuneração executiva; governança corporativa; regressão *cross-section*; América Latina.

ABSTRACT

In the wake of the recent runaway executive compensation and corporate scandals, some critics have claimed that the compensation of executives is excessive. Others have claimed that the compensation is not properly tied to performance. Furthermore, the tenuous link between incentive compensation and performance has raised concerns regarding executive entrenchment and ineffectiveness of corporate governance mechanism, especially in the United States and the United Kingdom. Consequently, the determination of management compensation has emerged as an issue of considerable academic importance in the corporate governance literature, and numerous studies have tried to identify the most important factor impacting executive compensation. The aim of this research is to study the determinants of executive compensation in Latin America from financial accounting measures, stock market measures, and corporate governance characteristics (including both board and CEO characteristics, and ownership structure). Following much of the research on corporate governance, I take an agency theory view to examine the issue in this study. The methodology to examine the factors that impact on executive compensation is a cross-section regression model. The model is estimated using financial data from Economatica database for the 1998-2002 periods. The data on corporate governance and executive compensation were derived from each company's 20-F report for the 2002 year. The final sample consisted of 67 companies. The results indicated that firm performance and corporate governance are not an influential variable in determining of executive compensation in Latin America; instead, company size exerted a statistically significant positive influence on executive compensation. This evidence implies that executive compensation is not tied directly to shareholder wealth in Latin America's companies.

Keywords: executive compensation; corporate governance; cross-section regression; Latin America.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Aumento da remuneração total dos executivos americanos	19
Figura 2 - Remuneração dos executivos brasileiros	19
Figura 3 - Histórico da remuneração executiva nos EUA	21
Figura 4 - Conflito entre Principal-Agente	46
Figura 5 - Processo de separação das decisões	52
Figura 6 - Aumento da remuneração dos executivos sem o respectivo desempenho das companhias americanas	62
Figura 7 - A diminuição no uso das ações no pacote de remuneração dos executivos americanos	65
Figura 8- Visão Conceitual do Problema de Pesquisa	110
Figura 9 - Gráfico dos resíduos da regressão utilizando o ROA como o indicador de desempenho	143
Figura 10 – Gráfico dos resíduos da regressão utilizando EBITDA/AT como indicador de desempenho	143

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Tipos de problemas de Agência	44
Quadro 2 - Mecanismos internos que minimizam os problemas de agência.....	50
Quadro 3 - Mecanismos externos que minimizam os problemas de agência	50
Quadro 4 - Indicadores contábeis utilizados nos estudos sobre remuneração executiva.....	73
Quadro 5 - Indicadores de mercado utilizados nos estudos de remuneração executiva	74
Quadro 6- Setores das empresas [ECO-20]	92
Quadro 7 - Setores	93
Quadro 8 - Visão geral da coleta de dados	95
Quadro 10 - Metodologia de cálculo das variáveis independentes.....	105

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Taxa de câmbio para conversão para dólares	104
Tabela 2 - Empresas por Setor	113
Tabela 3- Estatística Descritiva da Concentração Acionária por País	115
Tabela 4 - Características do Conselho de Administração por País	117
Tabela 5 - Características da Diretoria Executiva por País.....	122
Tabela 6 - Remuneração Executiva por País	124
Tabela 7 - Matriz de Correlação Argentina	127
Tabela 8 - Matriz de correlação Brasil.....	129
Tabela 9 - Matriz de correlação Chile.....	131
Tabela 10 - Matriz de correlação México	133
Tabela 11 - Matriz de correlação América Latina	135
Tabela 12 - Resultados da regressão utilizando como indicador de desempenho o ROA.....	136
Tabela 13 – Resultados da regressão utilizando como indicador de desempenho o EBITDA	137

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

20-F	-	demonstração financeira encaminhada anualmente à SEC
ABCM	-	Argentina, Brasil, Chile e México
ADR	-	<i>American Depositary Receipt</i>
AMEX	-	<i>American Stock Exchange</i>
CEO	-	<i>Chief Executive Officer</i>
EBIT	-	<i>Earnings before interest and taxes</i>
EBITDA	-	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i>
G7	-	Grupo dos 7 países mais ricos do mundo
GE	-	<i>General Electric</i>
LTIP	-	<i>Long Term Incentive Plans</i>
MBA	-	<i>Master Business Administration</i>
NACD	-	<i>National Association of Corporate Directors</i>
NASDAQ	-	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation</i>
NYSE	-	<i>New York Stock Exchange</i>
PhD	-	<i>Philosophic doctor</i>
ROA	-	<i>Return on Assets</i>
ROE	-	<i>Return on Equity</i>
SEC	-	<i>Securities and Exchange Commission</i>

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	11
LISTA DE QUADROS	12
LISTA DE TABELAS.....	13
LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS	14
1 INTRODUÇÃO	15
1.1 Contextualização.....	15
1.2 Objetivos.....	23
1.2.1Objetivo geral	23
1.2.2Objetivos específicos	23
1.3 Hipóteses.....	24
1.4 Delimitação do estudo	24
1.5 Relevância do Estudo.....	29
1.6 Estrutura da dissertação	33
2 REFERENCIAL TEÓRICO	35
2.1 Governança Corporativa	35
2.1.1 Teoria da agência	42
2.1.2 Mecanismos da governança corporativa.....	46
2.2 Remuneração Executiva	55
2.2.1Sistemas de remuneração.....	57
2.3 Remuneração, Governança e Desempenho.....	70
3 MÉTODO DE PESQUISA	84
3.1 Classificação da Pesquisa	85

3.2	Universo e Amostra	90
3.3	Coleta dos Dados	92
3.4	Tratamento e Análise dos Dados	96
3.5	Limitação do método	106
3.6	Visão Conceitual do Problema de Pesquisa.....	110
3.7	Modelo esquemático do Teste de Hipóteses.....	111
4	ANÁLISE DOS DADOS.....	112
4.1	Identificação das empresas por segmento.....	112
4.2	Concentração de propriedade.....	114
4.3	Características do Conselho de Administração.....	116
4.4	Características da diretoria executiva	121
4.5	Remuneração dos executivos.....	124
4.6	Correlações	126
4.6.1	Argentina	126
4.6.2	Brasil.....	128
4.6.3	Chile.....	130
4.6.4	México	132
4.7	Regressões	136
5	CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES.....	145
5.1	Conclusão.....	145
5.2	Recomendações	151
	REFERÊNCIAS.....	154
	GLOSSÁRIO	163
	APÊNDICES	164

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

As necessidades de crescimento e de sobrevivência das organizações têm colocado em xeque diário as práticas gerenciais adotadas até o momento. Rápidas mudanças dos produtos, dos processos, das inovações organizacionais, redução dos custos de transportes e de comunicações, a revolução da tecnologia da informação, a competição feroz entre empresas e nações por mercados, tecnologia, capital e por mão-de-obra especializada, são alguns exemplos desse novo ambiente empresarial (RAO e LEE-SING, 1995). Jensen (1993) menciona que, desde 1973, forças políticas, econômicas, tecnológicas e regulatórias têm transformado a economia mundial em comparação com as mudanças experimentadas durante o século XIX e cujo resultado é por ele chamado de “A Moderna Revolução Industrial”.

Com efeito, novos conceitos e técnicas estão sendo utilizados pelas empresas para se adaptarem a essas mudanças, pois já não é mais possível administrá-las como se fazia antes da Segunda Guerra Mundial (século XX), muito menos nos mesmos moldes da Revolução Industrial (século XIX).

Dentre algumas mudanças ocorridas nas empresas, a administração destas passou a ser exercida, na sua maioria, por profissionais de mercado e não mais pelo(s)

proprietário(s) ou membros da família de forma direta. Essa separação da propriedade e do controle, característica marcante das grandes corporações modernas, e que na concepção de Fama e Jensen (1983) é a separação da decisão (decisão da gestão), onde esta passa a ser exercida pelo executivo contratado, alterou a estrutura da organização, principalmente em empresas americanas. Isso tornou evidente, contudo, o que Adolf A. Berle e Gardiner C. Means (1932) sugeriram e Michael C. Jensen e William H. Meckling (1976) denominaram de 'problema de agência', segundo Murphy (1998), isto é, um conflito de interesses entre o executivo mais importante da organização (agente) e os acionistas (principal). Ou ainda, quando os interesses dos executivos e dos acionistas não são convergentes (BECHT *et al.*, 2002).

Para minimizar tal situação, houve a necessidade da criação de mecanismos que alinhassem os interesses dos gestores aos dos acionistas, com o intuito de que os primeiros procurassem sempre agir em prol dos interesses de todos os acionistas, detentores do fator de produção.

A governança corporativa insere-se nesse contexto, pois ela refere-se à maneira com que a empresa é dirigida e controlada (CONYON; LEECH, 1994) e visa harmonizar as relações entre acionistas e gestores, isto é, minimizar os problemas de agência (e seus custos) via desenho de mecanismos, pois conforme os teóricos em governança corporativa sugerem, os custos de agência aumentam dentro da empresa sempre que os executivos possuem incentivos para perseguir seus próprios interesses à custa dos acionistas (SCHIEHLL, 2001).

Esses mecanismos existem, portanto, para auxiliar os acionistas na tarefa de obter de seus executivos as melhores ações de interesse da companhia ou, ainda segundo Byrd

et al. (1998, limitando os custos de agência gerados por eles,) e que podem ser baseados em duas categorias: externos e internos (SCHIEHLL, 2001).

Os mecanismos externos são aqueles que não estão ao alcance da empresa, mas estão no ambiente em que ela atua, tais como: presença de grandes acionistas na estrutura de propriedade da empresa (BEBCHUK *et al.* 2001), controle da empresa pelo mercado (FAMA; JENSEN, 1983) e pelo mercado de trabalho executivo (BEBCHUK *et al.* 2001). Embora exista uma importante escola do pensamento em finanças e no direito que apresenta a abordagem eficiente desses mecanismos externos em alinhar os interesses dos executivos e dos acionistas, segundo Bebchuk *et al.* (2001), mesmo no agregado, elas não impõem uma significativa restrição sobre a remuneração executiva.

Por outro lado existem os mecanismos internos que, ao contrário dos externos, dependem da empresa e a auxiliam no controle e na estruturação de incentivos para limitar a atuação gerencial, bem como minimizar os problemas de agência. Dentre os mecanismos internos para o alinhamento dos interesses, destacam-se, além da atuação do Conselho de Administração (FAMA; JENSEN, 1983), do endividamento da companhia (financiamentos) (JENSEN; MECKLING, 1976) e da participação acionária dos executivos na companhia (MURPHY; JENSEN, 1990a), a remuneração do executivo atrelada ao desempenho da firma (BAKER *et al.*, 1988).

Não obstante, a remuneração executiva vem despertando relativa atenção, tanto da comunidade científica (de forma específica), como da sociedade (de maneira geral) (MILLER, 1995; BARKEMA; GOMEZ-MEJIA, 1998; CORE *et al.*, 1999), bem como dos investidores institucionais e dos políticos (RAPPAPORT, 2001). Uma abordagem comumente

aceita é a de que esse conflito entre acionistas e executivos seria substancialmente reduzida se a remuneração do executivo estivesse muito mais relacionada ao desempenho da companhia (RAO; LEE-SING, 1995).

Com efeito, alguns críticos têm destacado que a remuneração dos executivos é excessiva, assim como outros afirmam que essa remuneração não é relacionada ao desempenho da empresa (MADURA, 1993). No entanto, para Miller (1995), o primeiro motivo pelo qual as empresas concedem aumento na remuneração do executivo é premiá-lo pela melhora no desempenho da empresa. Logo, a conexão entre desempenho e remuneração, segundo Cyert *et al.* (2002), é tênue.

Assim, para que a remuneração do executivo esteja atrelada ao desempenho da companhia, adota-se uma remuneração variável como parte de uma remuneração total, ou seja, uma remuneração fixa ainda permanece na composição da remuneração do executivo. Essa remuneração fixa, contudo, vem diminuindo e como contrapartida a remuneração variável vem ocupando mais espaço na composição total da remuneração.

Murphy (1998) relata que o nível da remuneração nas empresas americanas aumentou substancialmente entre 1992 e 1996. Esse aumento, contudo, é atribuído a substituição de parte dos salários fixos por *stock options*¹ durante o início dos anos 1990, conclui Murphy (1998), corroborado por Barkema e Gomez-Mejia (1998). A figura 1, a seguir, ilustra essa relação entre a remuneração fixa e remuneração total, que inclui as *stock options* dos executivos americanos.

¹ *Stock options*, de forma bastante sucinta no que tange a incentivos, são contratos na qual concedem ao titular (possuidor) o direito de comprar determinado ativo - no caso a ação da companhia - a um preço de exercício preestabelecido e vendê-lo quando for oportuno – no caso das opções americanas.

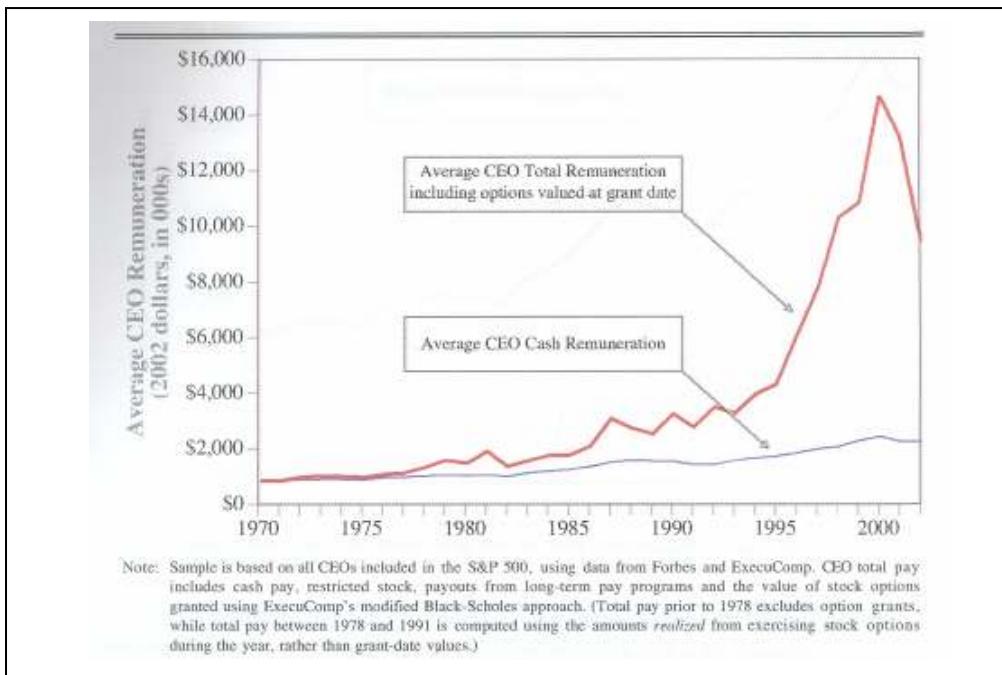


Figura 1 - Aumento da remuneração total dos executivos americanos

Fonte: JENSEN, Michael *et al.* **Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them**, (2004).

No Brasil, tal fato pode ser constatado conforme pesquisa realizada pela consultoria em recursos humanos *Hay Group* em 1998, com 330 empresas de seu banco de dados, em que houve um aumento significativo da parcela variável nos salários dos executivos brasileiros de 1999 para cá, que pode ser visualizado na figura 2 (COHEN, 2003, p. 41-42).

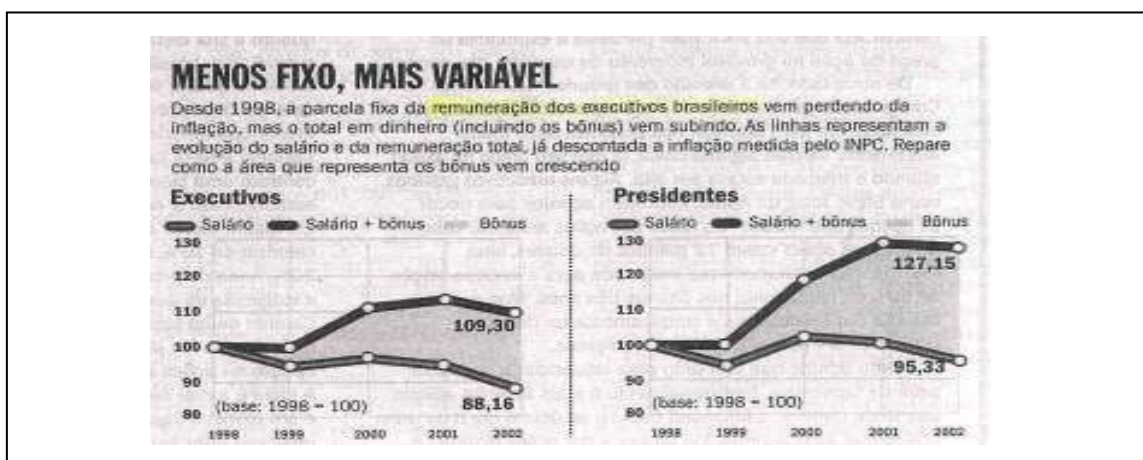


Figura 2 - Remuneração dos executivos brasileiros

Fonte: COHEN, David. *Revista Exame*, 2003, p. 42.

A remuneração dos executivos, portanto, foi subindo inexoravelmente e, não raros os casos, de maneira exagerada. Por conseguinte, esse tema, segundo Miller (1995), tem recebido ampla atenção, particularmente em companhias americanas. Murphy (1998) aponta para um aumento mais do que o dobro, na mediana, desde 1970 até 1996 (em moeda constante) da remuneração fixa dos executivos nos Estados Unidos. O mesmo autor, ainda, enfatiza que a mediana total da remuneração realizada (incluindo exercício de *stock options*) tem quadruplicado.

Já, no Reino Unido, Conyon *et al.* (1995) relatam que nas companhias, nas duas bases de dados utilizadas na pesquisa (Datastream e FT Top 100), o valor da remuneração dos diretores subiu expressivamente. Os autores citam, por exemplo, na base FT Top 100, que o aumento encontrado de 1980 até 1993 foi de 336%, muito embora os lucros e o valor das ações das empresas caíram.

Pesquisas nos EUA e no Reino Unido demonstram essa era dos executivos supervalorizados e seus desempenhos não tão excepcionais assim, segundo reportagem do jornal Valor (2003), corroborada com uma reportagem da revista Exame (2003). Além dessas pesquisas, Conyon *et al.* (1995) enfatizam esse aumento na remuneração no período de recessão do início dos anos 1990. Em outras palavras, os acionistas vinham pagando por resultados, mas nem sempre os resultados que queriam.

Na figura 3, apresenta-se a elevação da remuneração dos executivos americanos nos anos 1990 comparando-a com o retorno das ações das companhias (S&P 500), a lucratividade das empresas (Corp. Profit), a remuneração dos trabalhadores (Worker Pay) e a inflação (Inflation).

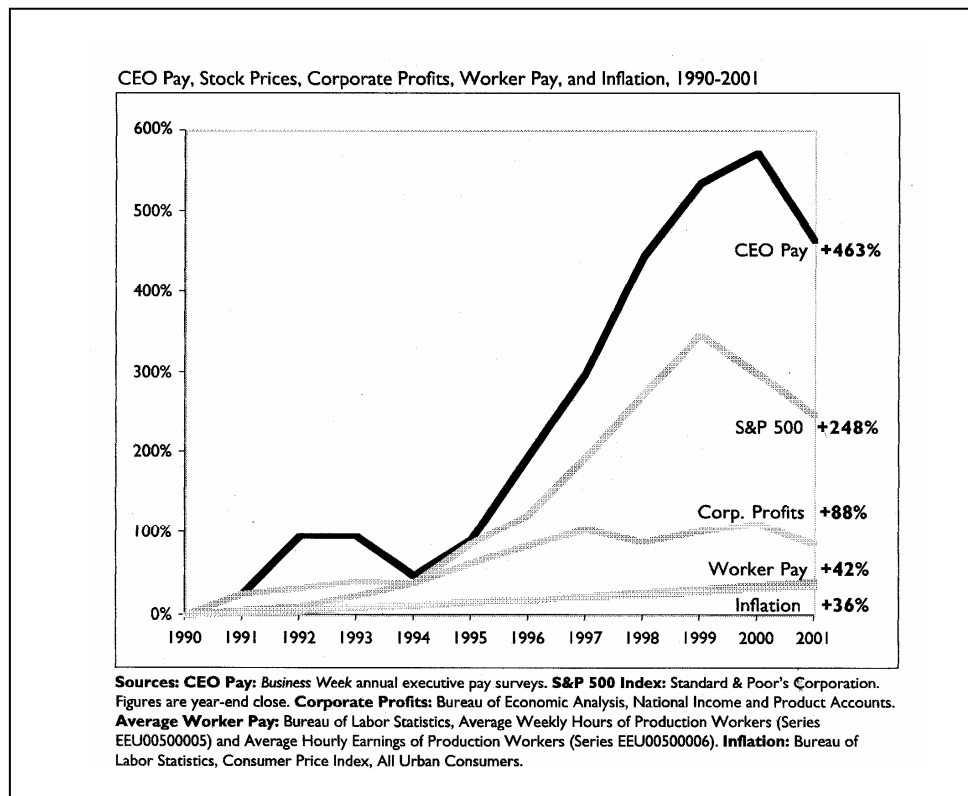


Figura 3 - Histórico da remuneração executiva nos EUA

Fonte: Anderson *et al.* **Executive excess in 2002: CEOs cook the books, skewer the rest of us**, 2002.

Soma-se a esses fatos a série dos recentes escândalos, tais como, Enron, WorldCom e Tyco International. Monks (2003) cita ainda as empresas Qwest, Adelphia e Global Crossing. Segundo a reportagem do jornal Valor (2003, p. d-4), “foram muitos os executivos apanhados manipulando resultados para forrar seus bolsos”. Hodgson (2003) enfatiza que essa série de escândalos, em 2002, estava, na sua totalidade, intimamente relacionada com os abusos da remuneração.

Não obstante, quando um executivo recebe dez milhões de dólares por ano, isso provoca certa crítica, não importando quanto eficiente foi a sua operação (LEONARD, 1990). Como exemplo, Jensen e Murphy (1990b) relatam o caso do Sr. Eisner, executivo da Disney e cujos acionistas têm prosperado sob sua gestão, desde 1984, na qual ele ajudou a criar uma riqueza de US\$ 7 bilhões e, mesmo assim, a imprensa especializada (*Fortune e*

BusinessWeek) insiste em focar sobre o nível da remuneração ao invés do desempenho. Jensen *et al.* (2004) apresentam outros dois casos: Jack Welch (GE) e Richard Grasso (NYSE). Para os autores, esses executivos possuem uma competência inquestionável, dado os resultados produzidos por ambos nas suas respectivas companhias.

De forma mais analítica na relação desempenho e remuneração, Jensen e Murphy (1990b) oferecem evidências para sugerir que para cada \$ 1.000,00 de aumento na riqueza dos acionistas nos Estados Unidos, a remuneração total recebida pelos executivos mudou apenas \$ 3,25, demonstrando, portanto, que os executivos estão fazendo a sua parte. Bebchuk *et al.* (2001), por sua vez, demonstram que para cada \$ 1.000,00 no aumento do valor da firma, a riqueza média do executivo mudou \$ 10,62.

O tema é controverso e vem conquistando cada vez mais destaque no meio acadêmico e corporativo (JENSEN; MURPHY, 1983; BAKER, 1992; JENSEN; MURPHY, 1990; MURPHY, 1998; ABOWD; KAPLAN, 1999; BEBCHUK *et al.*, 2001).

Compreender a questão dos incentivos é fundamental nas organizações formais, sendo que incentivos inadequados significam a dissolução da organização, mudanças nos seus propósitos e, ainda, o fracasso da cooperação, segundo Barnard (1979). Logo, segundo o autor, a concessão de incentivos adequados transforma-se na tarefa mais importante para a sua existência.

Assim, conhecer os fatores que determinam a remuneração executiva - para Barnard (1979) torna-se evidente que em todo tipo de organização, para qualquer propósito que seja, vários incentivos são necessários de maneira a assegurar e manter as contribuições

para a organização - tem a sua relevância na medida em que contribui para uma maior precisão dos contratos de incentivos.

Portanto, a questão da pesquisa assim se apresenta: a remuneração dos executivos na América Latina é um instrumento de governança corporativa (mecanismo interno), isto é, está relacionada com a criação de riqueza para os acionistas? E ainda, quais indicadores de desempenho empresarial - contábeis ou de mercado de ações – influenciam a remuneração desses executivos?

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo geral

Investigar os fatores determinantes da remuneração dos executivos nas empresas de capital aberto da América Latina no ano de 2002.

1.2.2 Objetivos específicos

Como objetivos específicos, têm-se:

- a) verificar o nível de transparência (*disclosure*) da remuneração dos executivos nas companhias latino americanas.
- b) investigar se a estrutura de governança corporativa (mecanismos internos) interfere na remuneração dos executivos;
- c) verificar características das empresas (tamanho, setor, país, risco e crescimento) e a sua relação com a remuneração dos executivos;

- d) averiguar se entre os países da América Latina existe diferença significativa na remuneração dos executivos;

1.3 Hipóteses

Relacionam-se, abaixo, as hipóteses propostas para o estudo:

H0 (hipótese nula primária): não existe relação significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho das companhias.

H1 (hipótese alternativa primária): existe uma relação significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho das companhias.

H0' (hipótese nula secundária): não existe diferença significativa na remuneração dos executivos entre os países da América Latina.

H1' (hipótese alternativa secundária): existe diferença significativa na remuneração dos executivos entre os países da América Latina.

1.4 Delimitação do estudo

Uma quantidade substancial do corpo de pesquisa, de múltiplas disciplinas, tem examinado a remuneração dos executivos, fornecendo numerosas teorias para explicar seus determinantes (PUKTHUANThONG *et al.*, 2004), sendo a premissa básica desses estudos a teoria de agência (principal-agente).

O conflito de interesses entre acionistas de companhias privadas abertas e o executivo é o clássico exemplo do problema do principal-agente (JENSEN; MURPHY, 1990a), na qual, segundo Murphy (1988), a maioria das pesquisas em remuneração executiva está concentrada. O conceito de principal, nesse estudo, será o que Baker *et al.* (1988) caracterizaram como cem por cento (100%) proprietários do lucro residual (acionistas), apesar do executivo estar no topo da hierarquia organizacional².

Entretanto, são os executivos (agentes) que estão no topo das organizações que tomam as decisões que afetam o bem-estar do principal. As ações dos executivos e as oportunidades de investimentos não são, segundo Jensen e Murphy (1990a), perfeitamente observadas pelos acionistas. Nesse sentido, a teoria econômica de remuneração executiva, baseada na teoria de agência, foca sobre o desenho da remuneração ótima, que alinharia os interesses entre executivos e acionistas, segundo Pukthuanthong *et al.* (2004).

A teoria de agência, segundo Jensen e Murphy (1990a), destaca que políticas de remuneração devem ser elaboradas para dar aos executivos incentivos para selecionar e implementar ações que aumentem a riqueza dos acionistas, muito embora seja conhecido que a riqueza dos acionistas é afetada não somente pela remuneração, mas também pelas ações de outros executivos (gerentes) e empregados, condições de demanda e oferta e políticas públicas, segundo os mesmos autores, as quais, no entanto, não serão contempladas no presente estudo. Políticas de remuneração são um dos mais importantes fatores no sucesso da organização (JENSEN; MURPHY, 1990b).

² Geralmente, quem está no topo da hierarquia da organização é o principal.

Com efeito, existem três independentes dimensões para as políticas de remuneração da firma: o nível, a forma funcional e a composição. O nível de remuneração é o custo total esperado do pacote de remuneração por parte do empregador ou o valor total do pacote esperado pelo empregado. Essa dimensão da remuneração determina a qualidade e a quantidade de trabalhadores que uma empresa pode atrair, na medida em que ela deve oferecer, no mínimo, o custo de oportunidade do trabalhador. Já a forma funcional fornece a definição da relação entre pagamento e desempenho e a definição de desempenho. E, finalmente, a composição do pacote de pagamento define a relativa quantidade de componentes do pacote, tais como, dinheiro, qualidade de vida no trabalho, o leque de benefícios, *etc* (BAKER *et al.*, 1988).

O nível da remuneração não será objeto desse estudo, uma vez que ele tem por objetivo atrair talentos para a organização, assim como planos de participação nos lucros da companhia, pois, segundo Baker *et al.* (1988), esse incentivo pouco interessa aos executivos. Os componentes do pacote de remuneração dos executivos não serão objeto de investigação nesse estudo, pois esses componentes podem ser facilmente identificados nas pesquisas realizadas pelas empresas de consultoria, como no caso da *Tower Perins* (2003)³, bem como, segundo Jensen *et al* (2004), não há conflito entre o executivo e a empresa nesse quesito. Além disso, nos esquemas de remuneração, segundo Murphy (1998), não existe uma homogeneidade nas práticas de pagamentos entre as empresas, segmentos e países; bem como de ocorrerem trocas dessas práticas ao longo dos anos.

3

A composição dos valores que um executivo recebe, advindo de sua posição, inclui sua remuneração monetária e também importantes elementos não-monetários, tais como poder, prestígio, entre outros. Benefícios não monetários como tamanho e qualidade do *staff* de suporte, características do ambiente de trabalho e acesso a ativos corporativos para uso pessoal, são difíceis de mensurar ou comparar entre as empresas, segundo Elston e Goldberg (2003), além de não estarem conectados com a riqueza dos acionistas, como observa Murphy (1997). Logo, apenas os incentivos monetários serão abordados nesse trabalho, pois para Jensen e Murphy (1990b) eles constituem as mais efetivas ferramentas para alinhar os interesses entre executivos e acionistas.

Não obstante, as políticas básicas, cuja combinação criam incentivos monetários para os executivos maximizarem o valor de suas empresas compõem-se de três grandes grupos, segundo Jensen e Murphy (1990b): i) salários, bônus e *stock options*; ii) propriedade de ações da empresa; e iii) ameaça por péssimo desempenho. Esse estudo, porém, tem como delimitação a forma funcional de política de remuneração e dentro dos grupos de políticas básicas serão excluídos os incentivos baseados na ameaça de demissão por mau desempenho.

O estudo, portanto, busca examinar a remuneração desses executivos (topo da organização) e os fatores determinantes dessa remuneração. No que tange a esses fatores determinantes da remuneração, segundo Murphy e Jensen (1990a), incluem-se medidas da atividade dos executivos (via conselho de administração), medidas contábeis do desempenho da companhia, medidas de mercado e, ainda, de outras medidas relativas ao segmento da empresa.

Por outro lado, na estruturação da remuneração dos executivos existem outros componentes encontrados dentro da literatura de governança corporativa, que impactam na sua elaboração. Jensen *et al.* (2004) mencionam que governança corporativa e remuneração estão altamente inter-relacionadas. Não se trata aqui de estudar se existe uma estrutura “melhor” ou “ideal”, bem como estudar todos os mecanismos (externos e internos) de governança corporativa, mas sim buscar em dois grandes grupos as variáveis que apresentam uma relação com a remuneração executiva: o conselho de administração e as características da empresa, onde Murphy (1998) documenta que as práticas de remuneração executiva variam conforme algumas características da empresa como país, segmento e tamanho.

No âmbito de algumas características da empresa o estudo será delimitado nos seguintes tópicos: país, tamanho e segmento das empresas, nas quais se concentram a maioria dos estudos, e nas características do Conselho de Administração, tais como: composição, idade, número de executivos dentro do Conselho, a dualidade (CEO é o *Chairman*) e a experiência dos conselheiros. Com efeito, algumas características do executivo apresentam alguma relação com a estrutura de sua remuneração como idade, experiência e nível educacional. Esses aspectos também serão considerados no presente trabalho.

Grande parte dos estudos realizados na determinação da remuneração dos executivos se encontra nos Estados Unidos e no Reino Unido, existindo também alguns trabalhos na Alemanha, na França, na Itália, entre outros. Esse tema, contudo, tem sido pouco explorado na América Latina.

Dentro do universo de companhias abertas da América Latina, buscar-se-á aquelas que apresentam recibos de suas ações listadas nas bolsas de Nova Iorque (*New York*

Stock Exchange), NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*) e AMEX (*American Stock Exchange*), ou seja, aquelas que emitiram ADRs⁴ (*American Depositary Receipt*), independentemente do nível de emissão e do segmento de atuação (setor), e cujas negociações se encontram ativas. Para compreender melhor o mecanismo de captação de recursos por ADRs, pode-se examinar o apêndice A que apresenta uma ilustração dessa captação por parte de empresas brasileiras.

A escolha desse grupo de empresas decorre do fato delas informarem a remuneração de seus executivos, seguindo as exigências crescentes de transparência e adequação às normas da *Securities and Exchange Commission* (SEC), conforme relata Fortuna (1999). Essas informações estão disponíveis em um formulário conhecido por 20-F e, o ano fiscal abordado nesse estudo é o de 2002.

1.5 Relevância do Estudo

O aumento considerável na remuneração dos executivos, particularmente nos Estados Unidos, sem, muitas vezes, o correspondente desempenho da empresa, vem suscitando inúmeras investigações no meio acadêmico, na tentativa de melhor compreender essa conexão entre o desempenho da companhia e a remuneração do executivo. Murphy (1998) evidencia o aumento dos estudos acadêmicos nessa área, nos Estados Unidos, ao demonstrar a quantidade de artigos publicados desde 1970 até 1995. Destaca-se que poucos

⁴ ADR são instrumentos de negociação em dólares americanos, emitidos nos Estados Unidos por um banco depositário, representando propriedade de valores mobiliários estrangeiros, geralmente conhecido como ações ordinárias subjacentes (BRUNI, 2002) . Para visualizar o funcionamento desse instrumento, consulte o apêndice A.

artigos tinham sido publicados no início dos anos 1980, e chegando a quase 60 somente no ano de 1995.

Fica evidente, portanto, o interesse dos pesquisadores na última década, diante dessa escalada da remuneração dos executivos. (BAEK; PÁGAN, 2002; COMBS; SKILL, 2003). Trabalhos como os de Jensen e Murphy (1990a), Leonard (1990), Garen (1994), Miller (1995), Murphy (1998), Abowd e Kaplan (1999), Pukthuanthong *et al.* (2004), são uma amostra de alguns estudos acadêmicos voltados para essa questão nos Estados Unidos.

No outro lado do Atlântico, esse tema também tem despertado atenção do meio acadêmico. No Reino Unido, por exemplo, pode-se encontrar trabalhos com essa mesma temática em Conyon *et al.* (1995), McKnight (1996), Conyon (1997) e Conyon *et al.* (2001). Ángel e Fumás (1997) examinaram a remuneração dos executivos espanhóis usando o modelo de Rosen (*Bell Journal of Economics*, 1982). Gunasekaragea e Wilkinson (2002) investigaram o assunto na Nova Zelândia. Brunello *et al.* (2001) fizeram seus estudos na Itália. Conyon e Schwalbach (2000) realizaram seus estudos no Reino Unido e na Alemanha. Já Elston e Goldberg (2003) trabalharam essa questão somente na Alemanha. Firth *et al.* (1999) examinaram os determinantes da remuneração dos executivos em Hong Kong. E, por fim, Alcouffe e Alcouffe (2000) e El Akremi *et al.* (2001) na França.

Muito embora existam pesquisas em outros países, esse volume é pequeno (FIRTH *et al.*, 1999) e limitado (ELSTON; GOLDBERG, 2003), havendo a abundância de trabalhos nos Estados Unidos e no Reino Unido (McKNIGHT, 1996; ALCOUFFE; ALCOUFFE, 2000). Nesse sentido, segundo Barkema e Gomez-Mejia (1998), mencionam

que dados de outros países representam uma fonte rica no aumento do entendimento do que determina a remuneração dos executivos.

Além de trabalhos acadêmicos, empresas de consultoria procuram através de seus bancos de dados compreender melhor esse fenômeno. Têm-se como exemplos, as empresas Hay Group, Mckinsey e Towers Perrin (COHEN, 2003, p. 40; BEBCHUK; FRIED, 2003) para citar apenas algumas. Revistas e jornais especializados em negócios também realizam este tipo de estudo. Entre as revistas tem-se a *Business Week* e *Forbes* (USA) e *Exame* (Brasil). Já nos jornais o *The Economist* e *Wall Street Journal* (USA) e *Valor Econômico* (Brasil), entre outros. Murphy (1984) informa que periódicos, tais como, *Fortune* e *The Wall Street Journal* tem, repetidamente, relatado a aparente lacuna entre os rendimentos gerenciais e as várias medidas de desempenho da empresa.

Compreender como os executivos são remunerados é fundamental, pois segundo Jensen e Murphy (1990b), esse é o foco, muito embora a mídia destaque o quanto o executivo tem recebido pelos seus serviços, independente do desempenho da companhia. Os mesmos autores enfatizam que existem muitos problemas na remuneração dos executivos, mas que a questão do pagamento “excessivo” não é o maior deles [grifo dos autores].

Destaca-se, ainda, que mudanças ocorridas nos Estados Unidos referente a remuneração executiva afetarão de forma direta empresas americanas localizadas em diversos países, evidentemente, mas também as empresas não americanas que negociam suas ações nas bolsas de valores americanas, segundo Cohen (2003). Não obstante, empresas americanas, de forma rotineira, exportam práticas de remuneração executiva (incluindo a concessão de *stock*

options) para executivos de subsidiárias fora dos Estados Unidos, exercendo pressão nas políticas de remuneração dos competidores locais (MURPHY, 1998).

Pesquisar nessa área se justifica, segundo Firth *et al.* (1999), pois a remuneração freqüentemente é o mais importante fator para motivar, premiar e disciplinar executivos a seguirem e maximizarem objetivos empresariais específicos.

Firth *et al.* (1999) mencionam que os economistas têm tido um longo e contínuo interesse em analisar a remuneração dos executivos. Conyon e Peck (1998) afirmam que a determinação da remuneração executiva tem emergido como uma questão de considerável importância acadêmica. Escolher a qualidade ou a quantidade de medidas de desempenho a serem utilizadas nos contratos de incentivos, é o problema central na teoria de agência (BAKER, 1992). Murphy (1998), de forma definitiva, mostra a importância do tema ao mencionar que “a remuneração executiva tem se tornado uma questão internacional”.

Por ser um tema atual e relevante, por haver controvérsias a respeito do nível e dos determinantes da remuneração dos executivos, tanto no meio acadêmico, quanto na comunidade empresarial, por haver numerosos estudos tentando identificar os mais relevantes fatores que impactam na remuneração executiva (ELSTON; GOLDBERG, 2003) e, por não haver pesquisa similar dentro do âmbito das ciências contábeis, tal estudo se mostra relevante e atual.

1.6 Estrutura da dissertação

Além desse capítulo inicial, onde é feita uma contextualização do assunto, os objetivos da pesquisa são definidos, as hipóteses formuladas, o estudo delimitado e a sua relevância apresentada, este trabalho compreende dos seguintes capítulos: a) Governança corporativa; b) Remuneração executiva; c) Remuneração, governança e desempenho; d) Método de pesquisa; e) Análise dos dados; f) Conclusões e recomendações; e, por fim, g) Referências, glossário e apêndices.

No capítulo sobre governança corporativa, inicialmente, apresenta-se a sua definição, de forma ampla e depois de forma mais específica, e importante no contexto mundial, bem como as principais características de governança em alguns países. A partir desse ponto, desenvolve-se o problema de agência, na qual a governança corporativa busca minimizar seus efeitos através de mecanismos (internos, para efeito desse estudo), dentre os quais, o Conselho de Administração e a estrutura de propriedade.

Após tratar de todas as questões mencionadas acima, o próximo capítulo apresenta um breve histórico da remuneração executiva e os sistemas de remuneração, elencando nesses sistemas, os principais elementos existentes nos pacotes dos executivos: salário base; bônus, posse de ações da companhia; e *stock options*.

O capítulo seguinte faz uma junção dos capítulos anteriores com o desempenho das companhias, na medida que os pacotes de incentivos são desenvolvidos para alinhar os interesses dos executivos ao dos acionistas, minimizando, portanto, os efeitos do problema de agência. É importante, nesse sentido, observar o desempenho das companhias para validar essa proposição.

Para desenvolver esse estudo, o capítulo de método de pesquisa apresenta a justificativa do método empregado (descritiva, quanto aos seus objetivos; quantitativa, quanto a abordagem e de natureza aplicada), o universo de empresas selecionadas (108), a amostra final (79), a forma de coleta dos dados (Economática e formulário 20-F), o tratamento dos dados (indicadores de desempenho, cálculo da taxa de câmbio, definição das variáveis e o modelo econométrico empregado) e, por fim, as limitações do método escolhido.

No capítulo de análise dos dados, são apresentados os resultados do estudo. Primeiramente, uma análise da estatística descritiva (empresas por setor, concentração acionária por país, características do conselho de administração por país, características da diretoria executiva de cada país e a remuneração executiva) para, em seguida, analisar a matriz de correlação entre as variáveis do estudo. Por fim, os resultados da regressão são apresentados.

O capítulo de conclusões e recomendação apresenta, inicialmente, uma síntese do trabalho para a partir desse ponto mostrar as conclusões do estudo e algumas propostas e recomendações de pesquisas futuras.

Finalmente, têm-se o capítulo das referências utilizadas no trabalho, o glossário dos termos empregados no estudo e os apêndices.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

O tema governança corporativa tem recebido muito destaque nas últimas duas décadas (ZINGALES, 1997; CONYON e MURPHY, 2000; HALLQVIST (2000); CARVALHO, 2002; BECHT *et al.*, 2002; EVANS *et al.*, 2002) e muito interesse, segundo Nelson (2004). O termo governança corporativa, segundo Zingales (1997), não existia na língua inglesa até vinte anos atrás, derivando de uma analogia entre o governo (Estado) e a grande empresa. Becht *et al.* (2002) destacam que esse termo foi usado em 1960 por Richard Eells para denotar a estrutura e o funcionamento da grande.

O fato desse tema ter se tornado proeminente somente nas últimas duas décadas se justifica pelas seguintes razões: onda de privatizações; reforma nos fundos de pensão e crescimento da poupança privada; onda de aquisições; desregulamentação e integração do mercado de capitais; crise na Ásia e em mercados emergentes; e recentes escândalos e falências de grandes empresas, principalmente, nos Estados Unidos (BECHT *et al.* 2002).

Sobre a onda de privatizações, que se iniciou no Reino Unido a partir de 1991, a questão era como essas novas empresas privatizadas seriam dirigidas e controladas, isto é,

uma pulverização da propriedade ou a transferência dessa para grandes acionistas (BECHT *et al.*, 2002). Outro ponto importante foi de que grande parte das privatizações aconteceu via oferta pública, impulsionando o papel do mercado de ações e focando a atenção na proteção dos acionistas minoritários (BECHT *et al.*, 2002).

Os fundos de pensão, por sua vez, têm contribuído para que a governança corporativa seja um tema relevante na medida em que possuem influência e força dentro das companhias (BECHT *et al.*, 2002). A maioria de suas ações e influência dentro das empresas acontece através do Conselho de Administração. O crescimento dos fundos de pensão tem canalizado uma fração significativa da poupança doméstica, tornando-se um investidor institucional importante para as companhias (BECHT *et al.*, 2002).

Já a onda de aquisições hostis (*takeovers*) dos anos 1980 nos Estados Unidos e dos anos 1990 na Europa, junto com a recente onda de fusões, tem aquecido o debate sobre governança corporativa (BECHT *et al.*, 2002). Para os autores, a aquisição hostil é um dos mais radicais e espetaculares mecanismos para disciplinar e substituir executivos. Porém, por ser muito dispendiosa (SHLEIFER e VISHNY, 1997) e a obtenção de financiamento ser difícil, mesmo em mercados de capitais mais líquidos, sua utilização tem sido rara, mesmo nos Estados Unidos e no Reino Unido (BECHT *et al.*, 2002); antes dos anos 1990, as aquisições hostis nunca representaram mais do que 30% das companhias americanas e, entre 1990 e 1998 apenas 4% de todas as empresas americanas sofreram, em algum estágio, essa hostilidade (BECHT *et al.*, 2002).

A integração mundial dos mercados de capital e o crescimento das corporações, com a colocação de suas ações em diferentes bolsas, ambos durante os anos

1990, tem acendido o interesse nas questões de governança corporativa, pois as práticas de governança têm sido promovidas, em parte, como uma forma de encorajar e proteger investimentos externos em países da Europa Oriental, Ásia e outros mercados emergentes (BECHT *et al.*, 2002).

Não obstante, as crises na Ásia (1997), Rússia (1998), Brasil (1999) e outros países emergentes revelaram a frágil proteção dos investidores nesses mercados (LA PORTA, *et al.* 1999; BECHT *et al.*, 2002), bem como no modelo de organização das empresas - centralizadas e controladas por grandes investidores ou acionistas – e, cujo efeito das crises é um inevitável contágio numa economia globalizada (BECHT *et al.*, 2002). Já os escândalos e as falências das grandes corporações americanas, na maioria dos casos, estavam centrados em irregularidades contábeis (JENSEN *et al.*, 2004; BECHT *et al.*, 2002) cujos resultados foram superestimados (BECHT *et al.*, 2002) ou, ainda, na divergência da propriedade e do controle da corporação (WENT, 2003).

Dentro desse contexto, a governança corporativa apresenta algumas abordagens conceituais. Para Zingales (1997), a palavra governança é sinônimo de exercício de autoridade, direção e controle. A governança corporativa ou governança empresarial, segundo Carvalho (2002), pode ser descrita como os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro da empresa. Nelson (2004) a define como um conjunto de restrições sobre executivos e acionistas, em como eles barganham para determinar como o valor da firma será alocado. Shleifer e Vishny (1997) definem governança corporativa como a forma pela qual os fornecedores dos recursos financeiros asseguram para si o retorno de seus investimentos. Silva *et al.* (2003) definem o governo da empresa como o estabelecimento do Estado de Direito na sociedade anônima, referente a organização e a dinâmica da empresa, um

estabelecimento de uma adequada definição de metas, objetivos e suas respectivas competências, bem como os direitos e deveres dos acionistas, administradores e demais acionistas.

Embora a definição de governança seja bastante ampla, em um nível geral, ela diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada e específica empresa, de modo que os executivos ajam ou tomem decisões de acordo com os interesses dos acionistas, de tal forma que maximizem seus ganhos (BECHT *et al.*, 2002). Rabelo e Vasconcelos (2002) complementam esse relacionamento entre acionistas e o executivo, estendendo-o para a complexa rede de acionistas que influenciam no comportamento da empresa. Por fim, Hallqvist (2000) menciona que a governança tem por objetivo equilibrar as forças existentes entre proprietários e executivos, além de buscar a transparência das operações.

Nessa dimensão a governança corporativa pode ser definida como um problema envolvendo um agente – o executivo ou gestor – e vários principais – acionistas, fornecedores, credores, empregados e outros (também denominados de *stakeholders*) com quem o executivo atua e que estão interessados na corporação (BECHT *et al.*, 2002).

O enfoque predominante no tratamento destas questões na literatura econômica é o da teoria de agência, onde o sistema de governança corporativa surge justamente na tentativa de resolver o problema principal-agente (ou de agência), oriundo da separação da propriedade e do controle das corporações (RABELO; SILVEIRA, 1999) e inerente à organização (EVANS *et al.*, 2002) num contexto de informação assimétrica.

A teoria de governança corporativa busca, portanto, dentro desse contexto, analisar o sistema de incentivos (EVANS *et al.*, 2002), responsabilidades hierárquicas, alocação de tarefas e mecanismos de controle gerencial que apontam para um alinhamento de interesses dos atores econômicos, tais como, grandes investidores – fundos de pensão, por exemplo -, pequenos investidores, gestores do empreendimento e agências governamentais; de maneira que seus interesses e comportamentos possam convergir (SHLEIFER; VISHNY, 1997; ZINGALES, 1997).

Apesar da governança corporativa ter como pilares básicos essas características mencionadas, existem sistemas de governança diferentes no mundo. Para Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.*, (1999), excetuando-se Estados Unidos, Reino Unido, Europa Continental e Japão, a propriedade é típica e fortemente concentrada em famílias, com poucos investidores externos de porte e instituições financeiras (bancos).

Nos Estados Unidos e no Reino Unido – também conhecido como modelo anglo-saxão - a proteção legal é a base da governança (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Segundo La Porta *et al.*, (1999) o modelo anglo-saxão está baseado, essencialmente, no mercado de capitais e no setor bancário, logo precisam de garantias para obter seus recursos de volta. Tratam-se de mercados onde existe uma pulverização das ações (LA PORTA *et al.*, 1999), pois, segundo Brealey e Myers (1998), não há administrador nem investidor externo à empresa que detenha um número de ações que lhe dê o controle da empresa. São instituições ou grandes investidores que não estão envolvidos de forma tão próxima com a empresa (CONYON *et al.*, 2000), isto é, um mercado bastante sofisticado, pois há separação entre controle (tomada de decisão) e propriedade (posse das ações). Conyon *et al.* (2000)

complementa que, nesse modelo de governança corporativa as aquisições e fusões são relativamente mais fáceis e o mercado disciplina e controla os executivos.

Já na Alemanha e no Japão, a governança está baseada nos bancos (LAPORTA *et al.*, 1999; CONYON *et al.* 2000; BECHT *et al.*, 2002). Em virtude dessa característica, existe uma maior eficiência do sistema financeiro, mas não do mercado de capitais. Para Conyon *et al.* (2000), na Alemanha existe uma substancial quantidade de empresas controladas por acionistas que têm um compromisso de longo prazo com elas, além do fato de não ocorrer aquisições hostis, segundo os mesmos autores, ou de serem extremamente raras, segundo Brealey e Myers (1998).

Na França, onde o controle da companhia é exercido pelos acionistas com a maior parte das ações, na maioria dos casos (ALCOUFFE; ALCOUFFE, 2000) seu sistema de governança não está baseado nem nos bancos, nem no mercado de capitais (LAPORTA *et al.*, 1999). No entanto, a forma de estrutura piramidal das empresas é uma característica do capitalismo francês, na qual uma simples companhia pode, via seus controles internos, estar habilitada a controlar uma dúzia de subsidiárias, muito embora essas subsidiárias possuam um alto grau de flexibilidade e cujo entendimento é imperfeito na forma como os acionistas e executivos interagem (ALCOUFFE; ALCOUFFE, 2000).

O modelo italiano de governança corporativa também é diferente do modelo anglo-americano⁵ e do modelo nipo-germânico, segundo Brunello *et al.* (2001). Segundo os autores, o capitalismo italiano é freqüentemente caracterizado pela importância do controle familiar nas empresas, através do modelo indireto, isto é, em forma de pirâmides (com uma

⁵ Denominação utilizada por Mellone Junior e Saito (2003).

holding no topo e cujo controle é de alguma família); relativa ausência de aquisição hostil; a existência de um mercado de capitais não tão desenvolvido (LA PORTA *et al.*, 1999) (é, entre os países do G7, o menos desenvolvida) e, por fim, investidores institucionais italianos possuem uma pequena parcela na participação das empresas e, em contrapartida, os fundos mútuos controlados pelos bancos possuem significativa fração do capital das empresas e agem em acordo com grupos familiares aliados.

Na América Latina, segundo pesquisa de La Porta *et al.* (1999), a estrutura de propriedade é bastante concentrada, predominantemente em famílias, e com participação ativa de grandes acionistas. Diferente, portanto, do sistema anglo-americano cuja propriedade é dispersa ou pulverizada.

Segundo Mônaco (2000), no Brasil, os acionistas controladores detêm, em média, 88% das ações com direito a voto. Já Leal *et al.* (2002), constataram um alto grau de concentração acionária (de forma direta) nas 225 empresas brasileiras analisadas durante o ano de 1998. Dessas empresas, 155 (69%) tinham apenas um acionista controlador com mais de 50% das ações com direito a voto. Segundo os autores, ainda considerando a mesma amostra, o maior acionista, os três maiores acionistas e os cinco maiores acionistas possuíam, respectivamente, 61%, 79% e 84% das ações com direito a voto. Para Rabelo e Silveira (1999) está claro que reproduzir o modelo do sistema de governança anglo-americano, germânico ou japonês não é possível. Contudo, Leal *et al.* (2002) mencionam que a questão das participações acionárias sem direito a voto permite a manutenção do controle com uma menor participação no capital da empresa e isso poderia conduzir a uma separação da propriedade e do controle.

Na Argentina, segundo Apreda (2001), antes de 1991 os maiores grupos de empresas locais eram de propriedade de famílias. Contudo, segundo o autor, durante o período de 1989-1991, o governo argentino teve de enfrentar a sua pior crise econômica e social e, sobre esse aspecto, medidas foram tomadas, destacando-se: i) uma nova abordagem institucional, possibilitando o mercado ser menos regulado e com liberdade que não tinha sido experimentada desde o século XX; e, ii) um programa de reforma das empresas estatais foi lançado. Diante desses fatos, o processo de privatização trouxe mudanças não apenas na propriedade das empresas, mas no controle e nas práticas de governança. Não obstante, as empresas antes familiares passaram, em boa parte, para a propriedade de grupos estrangeiros e fundos de investimento, conclui Apreda (2001).

Muito embora existam sistemas de governança diferentes no mundo, o eixo central da questão é o problema de agência, ou seja, as pessoas estão, no íntimo, interessadas nelas mesmas e, num ambiente de esforço cooperativo, terão em algum momento, algum conflito de interesses seja em organizações comerciais ou não (JENSEN *et al.*, 1994; JENSEN *et al.*, 2004). Além desse fato, a informação é assimétrica entre o principal e o agente, complementam Rabelo e Vasconcelos (2002). O controle desse problema (agência), logo, é especialmente importante no processo de decisão, quando o executivo que seleciona e implementa importantes decisões não é o maior beneficiário da riqueza produzida por essas decisões (FAMA; JENSEN, 1983; FAMA; JENSEN, 1990a).

2.1.1 Teoria da agência

Para Ross (1973), a relação de agência é um dos mais antigos e mais comuns modos de interação social codificado. Durante os anos 1960 e no início dos anos 1970, segundo Eisenhardt (1989), economistas exploraram o compartilhamento do risco entre indivíduos ou grupos e o problema que surge é que as partes cooperativadas possuem uma

atitude diferente em relação ao risco. A teoria da agência ampliou esse compartilhamento do risco para incluir o problema de agência, na qual as partes cooperativadas teriam diferentes metas. Jensen e Meckling (1976) descreveu essa relação usando a metáfora dos contratos.

Um problema de agência surge entre duas (ou mais) partes quando uma designada como agente, age, se comporta ou representa outra, designada como principal, sobre as decisões (ROSS, 1973). O principal delega autoridade de decisão ao agente.

Exemplos de agência são universais (ROSS, 1973), logo, segundo Eisenhardt (1989), a teoria de agência tem sido usada por estudantes de contabilidade, economia, finanças, marketing, ciências políticas, comportamento organizacional e sociologia. Essencialmente, todos os arranjos contratuais, como o de empregador e empregado, contêm importantes elementos de agência (ROSS, 1973).

A teoria da agência está concentrada em resolver dois problemas que podem ocorrer numa relação de agência, segundo Eisenhardt (1989). O primeiro é o problema de agência que surge quando: i) o desejo ou a meta do principal e o agente são conflitantes e; ii) é difícil ou muito caro para o principal verificar o que o agente está fazendo, isto é, se ele está tendo um comportamento apropriado. O segundo problema é o compartilhamento do risco que surge quando o principal e o agente possuem atitudes diferentes em relação ao risco, ou ainda, agem de forma diferente em razão de diferentes preferências em relação ao risco (EISENHARDT, 1989).

Um outro direcionamento sobre a teoria de agência seria de que esta centra-se sobre os mecanismos que facilitam o gerenciamento de conflitos de interesses entre acionistas

e os executivos da alta cúpula da administração, cujos postulados, segundo El Akremi (2001), são três: i) existe uma divergência potencial de interesses entre acionistas e o CEO; ii) a existência da assimetria informacional tornaria difícil a tarefa dos acionistas monitorarem as atividades do CEO; e iii) o CEO, como um agente racional, procuraria maximizar a sua utilidade, possuindo, ao mesmo tempo, uma aversão ao risco.

Esses conflitos entre principal-agente, ou problema de agência, podem afetar as funções essenciais da empresa, tais como, investimentos, políticas financeiras, entre outras, segundo Byrd *et al.* (1998), resultando em perdas para os acionistas. Muito embora esse agente tenha sido contratado pelos acionistas em razão da sua capacidade e talento, não se pode esperar que ele tenha as mesmas decisões que os próprios acionistas (JENSEN *et al.*, 2004). Nesse sentido, é importante conhecer os tipos de problemas de agência que podem existir na companhia (BYRD *et al.*, 1998). O quadro 1 apresenta de forma sucinta os tipos existentes na literatura.

Problema	Definição
Esforço	Executivos podem ter incentivos para exercer um esforço muito menor do que a expectativa dos acionistas.
Horizonte	Executivos tendem a ter um horizonte de tempo muito menor para realizar os resultados dos investimentos do que os acionistas teriam.
Preferências diferentes em relação ao risco	Executivos, tipicamente, possuem muito de sua riqueza atrelada a viabilidade da empresa, logo eles tendem ser mais avessos ao risco do que os acionistas.
Uso dos ativos	Executivos podem ter incentivos para usar mal os ativos da companhia ou consumir excessivos benefícios, porque eles não sofrem a totalidade desses custos em suas ações.

Quadro 1- Tipos de problemas de Agência

Fonte: Byrd *et al.* **Stockholder-manager conflicts and firm value**. Financial Analysis Journal, 1998.

Sobretudo, o domínio da teoria da agência é a relação que espelha a estrutura básica de agência de um principal e um agente que estão engajados em um comportamento cooperativo, mas possuem diferentes metas e diferentes atitudes em relação ao risco (EISENHARDT, 1989). Esse conflito entre o principal e o executivo é o clássico exemplo de um problema de principal-agente (JENSEN; MURPHY, 1990a).

É geralmente impossível para o principal ou para o agente, segundo Jensen e Meckling (1976), assegurar que o agente irá tomar as melhores decisões em relação ao ponto de vista dos acionistas, a custo zero – emergindo a questão dos incentivos (CRAWFORD; GUASH, 1983) -, bem como não há contrato que alinhe perfeitamente os interesses dos executivos e dos acionistas (BEBCHUK *et al.*, 2001) que possa eliminar todas as incertezas, prevendo e especificando os eventos e as decisões possíveis ou que possa resolver todos os conflitos de interesses (JENSEN *et al.*, 2004).

No entanto, segundo Jensen e Meckling (1976), o principal pode limitar as divergências de interesses estabelecendo incentivos apropriados para o agente, embora, para Abowd e Kaplan (1999), se os contratos de incentivos motivam os executivos; essa é uma questão fundamental na remuneração executiva. Contudo, para Murphy e Jensen (1990a), políticas de remuneração irão conectar a utilidade esperada do agente com os objetivos do principal.

Logo, em qualquer discussão sobre a remuneração executiva, esta deve ter como pressuposto fundamental o problema de agência, cuja abordagem predominante entre os acadêmicos é a de estabelecer o contrato ótimo (BEBCHUK *et al.*, 2001; BEBCHUK; FRIED, 2003), embora esse não deva ser o único mecanismo.

2.1.2 Mecanismos da governança corporativa

Para Coles *et al.* (2001), um dos tópicos mais amplamente discutidos, tanto na academia (em diversas áreas) como na imprensa especializada de negócios, preocupa-se em como, convenientemente, estruturar a organização e inserir nelas os mecanismos de governança apropriados que minimizem os problemas de agência (AGRAWAL; KNOEBER, 1996; BOYD, 1994) e que motivem os executivos a fazerem escolhas que melhorem o desempenho das companhias (COLES *et al.*, 2001), pois, segundo Agrawal e Knoeber, (1996), sempre que executivos tem incentivos para perseguir seus próprios interesses à custa dos acionistas, o problema de agência surgirá. Na figura 4 pode-se obter uma visão geral dessa relação entre os mecanismos, o problema de agência e o desempenho da empresa.

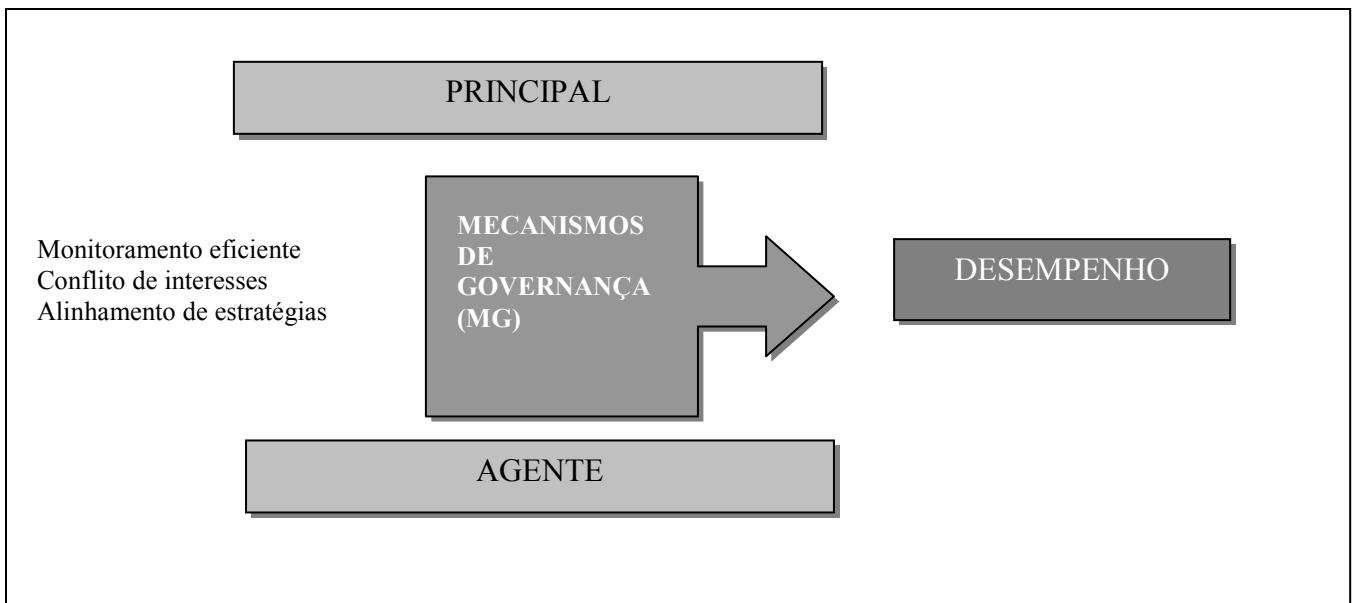


Figura 4 - Conflito entre Principal-Agente

Esses mecanismos que podem minimizar os efeitos do problema de agência, no entanto, podem ser classificados em duas categorias em relação à empresa: externos ou internos (SCHIEHLL, 2001; BUSMAN; SMITH, 2001).

Os mecanismos classificados como externos exercem sua influência através dos agentes externos à corporação, tais como presença de grandes acionistas na estrutura de propriedade da empresa, controle da empresa pelo mercado (credores), mercado de trabalho executivo (JENSEN; MURPHY, 1990a; AGRAWAL; KNOEBER, 1996; SCHIEHLL, 2001), e leis que protegem o investidor externo contra a expropriação pelos investidores internos (BUSMAN; SMITH, 2001).

A participação de grandes acionistas na composição da estrutura de propriedade da empresa, como um mecanismo externo de governança, tende a melhorar o monitoramento sobre as ações dos executivos, pois um acionista (com pequena participação) absorveria o custo total desse monitoramento, contudo, o benefício seria somente proporcional a sua participação na companhia. Assim, esse acionista esperaria que algum outro acionista fizesse esse monitoramento. Logo, um grande acionista exercendo esse monitoramento, tem incentivo e habilidade para monitorar o executivo (GEDAJLOVIC; SHAPIRO, 1998), pois obteria um benefício que excederia o seu custo (BYRD *et al.*, 1998). Espera-se, nesse sentido, que a companhia apresente um resultado melhor.

Porém, Gedajlovic e Shapiro (1998) não encontraram suporte para essa afirmação na França e na Alemanha. Além disso, Rao e Lee-sing (1995) mencionam que uma concentração acionária poderia resultar em uma doentia e antidemocrática concentração de força econômica. Jensen (1993), por sua vez, informa que grandes acionistas podem ser menos avessos ao risco.

Outra restrição externa de governança é o controle do mercado sobre a empresa, visto como um mecanismo extremamente forte em alinhar os interesses de executivos e acionistas, segundo Bebchuk *et al.* (2001). Os preços das ações são sinais que resumizam as implicações das decisões internas para fluxos de caixa líquidos atuais e futuros (FAMA; JENSEN, 1983). A queda no preço da empresa atrai a atenção de potenciais investidores.

Quanto mais o preço de uma ação cai, devido a uma gestão negligente ou a políticas financeiras inadequadas (BREALEY; MYERS, 1998), mais a empresa se torna um alvo fácil da compra hostil, já que se supõe que os recursos da empresa estão sendo mal utilizados ou geridos de forma não produtiva, que os ativos estão sendo ineficientemente gerenciados e que as decisões estratégicas são pobres (BYRD *et al.*, 1998). Assim, investidores acreditam que podem reverter a situação em que a empresa se encontra, seja mudando de estratégia, melhorando a eficiência operacional ou eliminando atividades que causam desperdício. Logo, há um interesse por parte dos investidores em adquirir a empresa e após a aquisição, segundo Jensen e Murphy (1990a), os executivos são substituídos. Desta forma, a aquisição hostil (*takeover*) ou controle da empresa pelo mercado ajudariam a minimizar os conflitos de agência, quando as estruturas internas de governança corporativa falharem.

Por outro lado, os executivos das empresas que estão adquirindo outras companhias podem estar querendo aumentar o tamanho da sua empresa atual e, por conseguinte, a sua responsabilidade e, nesse sentido, buscar uma remuneração maior (JENSEN; MURPHY, 1990b). Grinstein e Hribar (2003) fornecem, como exemplo as fusões e aquisições da Exxon, Healthsouth, Bankers' Trust e Travelers Group, que pagaram para seus

executivos um bônus de \$ 5 milhões à \$ 14 milhões de dólares. As aquisições, freqüentemente, reduzem a riqueza dos acionistas, conclui Jensen e Murphy (1990b).

Não obstante, um ponto apresentado no trabalho de Bebchuk *et al.* (2001), foi um estudo elaborado pelas 800 empresas da *Forbes*, nos anos 80, que demonstrou a aquisição hostil muito mais comum nos segmentos empresariais cuja remuneração do executivo era elevada, sendo que não havia diferença significativa entre a remuneração dos executivos entre os segmentos que eram e os que não eram alvo de aquisição.

E, finalmente, o mecanismo externo do mercado de trabalho executivo. Fama (1980) argumenta que o desempenho passado do executivo influencia oportunidades futuras de trabalho, dentro e fora da empresa; portanto, ele procuraria se abster de um comportamento excessivo às custas dos acionistas.

Já os mecanismos internos, isto é, que podem ser executados pela organização, são: o conselho de administração; a estrutura de propriedade (posse de ações pelos gestores e conselheiros); e o sistema de remuneração.

Para Rao e Lee-Sing (1995), na literatura de governança corporativa há dois grupos principais de variáveis (estruturas) que são: i) características e interações entre o conselho de administração e os executivos; e ii) a composição da propriedade da companhia. Os próximos tópicos apresentam, em separado, essas duas estruturas da governança corporativa. Entretanto, no quadro 2, pode-se apreciar um resumo sucinto dos mecanismos internos já mencionados que minimizam os problemas de agência. De forma mais ampla, os mecanismos internos são abordados mais adiante.

<i>Mecanismo</i>	<i>Conclusões</i>
Posse de ações	Um executivo que possui uma grande fração de participação na companhia está mais propenso a trabalhar arduamente, ter um horizonte muito maior nos investimentos, assim como tomar melhores decisões nos investimentos.
Remuneração	Contrato de remuneração é um mecanismo crucial para alinhar os interesses dos executivos e dos acionistas, especialmente quando executivos tomam muitas decisões que não podem ser monitoradas facilmente pelos investidores, acionistas e pelo conselho de administração.
Conselho de Administração	Representa os interesses dos acionistas e, cuja responsabilidade primeira, segundo Fama e Jensen (1983), é de ratificar ou aprovar as decisões gerenciais e monitorar a implementação dessas decisões.
Grandes acionistas e investidores ativos	Os grandes acionistas possuem um interesse maior no monitoramento, bem como, estes são freqüentemente investidores profissionais, tais como fundos de pensão, e, portanto, esse monitoramento excede o custo de agência e aumenta o valor da companhia.

Quadro 2 - Mecanismos internos que minimizam os problemas de agência

Fonte: Adaptado de Byrd *et al.*. Stockholder-manager conflicts and firm value. Financial Analysis Journal, (1998, p. 18).

Já no quadro 3, pode-se apreciar um resumo sucinto dos mecanismos externos também já mencionados e que minimizam os problemas de agência.

<i>Mecanismo</i>	<i>Conclusões</i>
Mercado de trabalho executivo	O desempenho atual do executivo na companhia afeta as futuras oportunidades de emprego, logo o executivo tem um motivo para abster-se de perseguir vantagens pessoais às custas dos acionistas.
O valor de mercado	A queda do valor da empresa no mercado atrai a atenção de potenciais compradores que acreditam que podem realizar lucros na aquisição da empresa, mudando a sua estratégia, melhorando sua eficiência operacional ou eliminando desperdícios.
Dívidas e dividendos	Dívidas limitam a disponibilidade de recursos financeiros à disposição dos executivos de tal forma que os poucos recursos disponíveis sejam melhor empregados. Já o pagamento de dividendos aumenta a probabilidade da empresa emitir novos direitos e, através desse processo de emissão, sofre um exame minucioso por parte de investidores e bancos de investimentos que atribuem um <i>rating</i> . Esse <i>rating</i> age como um alerta para potenciais investidores, em caso serem avaliados a um preço baixo, refletindo a gestão da empresa.

Quadro 3 - Mecanismos externos que minimizam os problemas de agência

Fonte: Adaptado de Byrd *et al.* (1998), p. 18. Stockholder-manager conflicts and firm value. Financial Analysis Journal.

2.1.2.1 Conselho de administração.

Fama e Jensen (1983), ao caracterizarem o que a literatura define de separação de controle e propriedade como separação das decisões de gerenciamento e do risco residual, apresentam o conselho de administração como instrumento a ser adotado nas decisões de gerenciamento dessas firmas. Essa é a definição comumente aceita onde a propriedade é dispersa, isto é, pulverizada. Complementando, Silva *et al.* (2004) mencionam que os conselhos de administração surgem como a principal união entre a propriedade e o controle, auxiliando a administração nas tomadas de decisão que, *a priori*, maximizem o resultado (desempenho) da empresa. O Conselho de Administração seria, portanto, o representante dos acionistas no que tange ao controle interno (FAMA; JENSEN, 1983).

Sobre esse aspecto, Hermalin e Weisbach (1991) definem o monitoramento pelo conselho de administração como uma das diversas instituições que tem se desenvolvido nas modernas corporações para resolver o problema de agência entre a alta administração (*top management*) e os acionistas (*shareholders*). Em termos de agência, é a coletividade do conselho que age em favor do principal ou dos acionistas (MAIN *et al.*, 1996), muito embora o comportamento dos conselheiros seja também assunto para um problema de agência, pois pode atrapalhar suas habilidades em conduzir, efetivamente, o problema de agência entre executivos e acionistas (BEBCHUK; FRIED, 2003).

Com efeito, a separação e difusão da decisão de gerenciamento e da decisão do controle limitam o poder de decisão individual do agente em expropriar os interesses dos acionistas, uma vez que o sistema de decisão de gerenciamento e controle das organizações é uma hierarquia formal de decisões (FAMA; JENSEN 1983). Embora, segundo os mesmos autores, o conselho de administração delegue muitas das funções de decisão de gestão e de

controle para um agente interno. No entanto, eles retêm o controle sobre esse agente, incluindo o direito de ratificar e monitorar (FAMA; JENSEN 1983), contratar e demitir e configurar a remuneração dos executivos (BARKEMA; GOMEZ-MEJIA, 1998).

Logo, o problema de agência pode ser reduzido ou aliviado pela separação da gestão (iniciação e implementação) e do controle (ratificação e monitoramento) das decisões, conforme demonstrado na figura 5, pois, segundo Main (1996), executivo é executivo, cabendo, portanto, as decisões finais ao conselho.

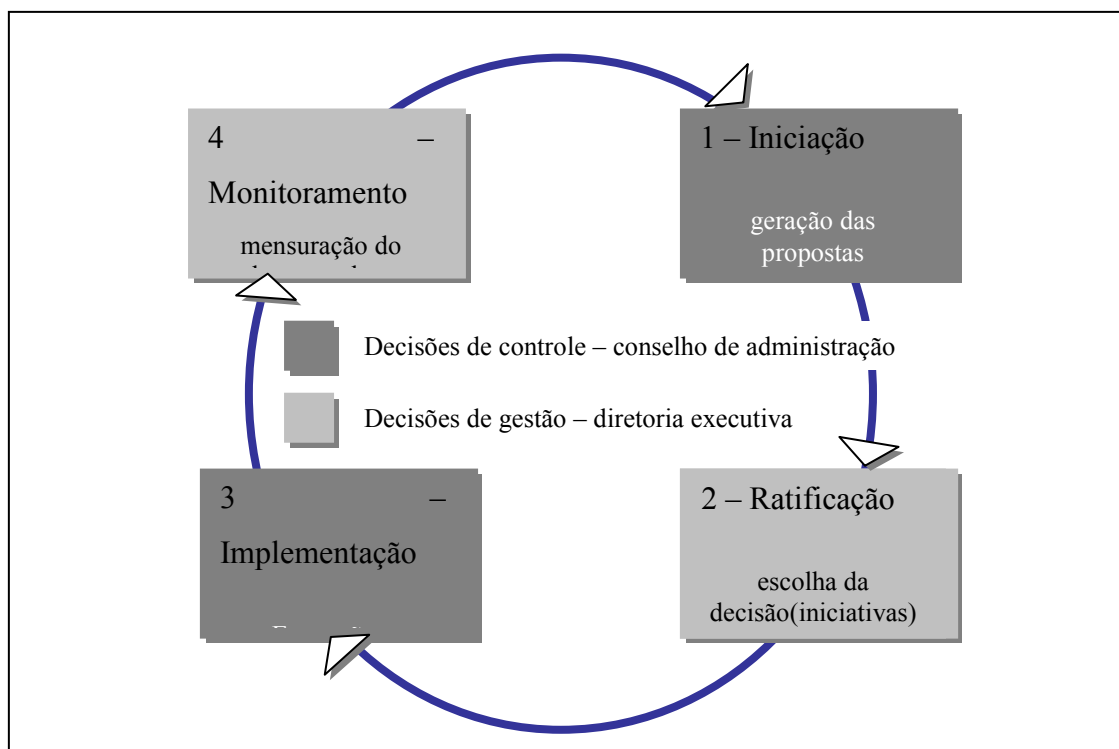


Figura 5 - Processo de separação das decisões

Fonte: SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**, 2002.

Desta forma, o conselho de administração é um instrumento (mecanismo) da governança corporativa, pois, segundo Hermalin e Weisbach (1991), limita o problema de

agência entre executivos e acionistas, que trata, entre outras atividades, do controle e do monitoramento de executivos, para que esses tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos de acordo com o interesse dos acionistas.

E, para que as decisões sejam de qualidade e maximizem o valor da companhia, o conselho de administração possui autoridade legal para contratar (selecionar), monitorar, premiar e punir (ou demitir) executivos (BEBCHUK *et al.* 2003; AGRAWAL; KNOEBER, 1999), bem como configurar o seu pacote de remuneração (CONYON; PECK, 1998) com o intuito de que estes sejam incentivados a criar valor para os acionistas, pois para Hermalin e Weisbach (1991) milhares de acionistas simplesmente não podem fazer essa tarefa e negociar com os executivos.

Nesse sentido, a combinação da remuneração por desempenho e o monitoramento pelo conselho de administração sobre as ações dos executivos, são os elementos do sistema de controle interno da empresa. Não obstante, o conselho de administração busca maximizar a riqueza dos acionistas e o pacote de remuneração é estabelecido para esse propósito (BEBCHUK *et al.*, 2001).

2.1.2.2 Estrutura de propriedade

A estrutura de propriedade e a concentração acionária são importantes dimensões da governança corporativa, segundo Conyon e Leech (1994), e desempenham um papel relevante, segundo Pukthuanthong *et al.* (2004), uma vez que a governança corporativa refere-se como as empresas são dirigidas e controladas. Em outras palavras, a intensidade do monitoramento pelo conselho de administração depende da estrutura de propriedade da

companhia, segundo Barkema e Gomez-Mejia (1998), pois quando o conselho está sob o controle de um acionista dominante, o custo para organizar uma oposição ao executivo é acessível, segundo Gedajlovic e Shapiro (1998).

Os primeiros estudos, segundo Barkema e Gomez-Mejia (1998), trataram de explorar como a remuneração executiva era influenciada pela composição e estrutura de propriedade da firma (presença de grandes investidores, acionistas institucionais ou gestores-proprietários), cujos resultados demonstraram, de fato, que podem influenciar na remuneração executiva. Tosi e Gomez-Mejia (1994) citam que o nível de monitoramento dos executivos é muito maior em empresas que são controladas pelos proprietários do que em empresas não controladas pelos proprietários. Isso se deve, segundo Bebchuk e Fried (2003), ao fato de que quando não há uma concentração acionária e quando o controle e a propriedade estão separados, executivos possuem substancial força.

Elston e Goldberg (2003) mencionam que quando os proprietários não controlam a firma, executivos perseguem seus próprios interesses econômicos, pois, de acordo com Tosi e Gomez-Mejia (1994), propriedade dispersa pode conduzir a um fraco monitoramento. Outro ponto apresentado por Elston e Goldberg (2003) é que a dispersão da propriedade reduz a habilidade dos acionistas removerem executivos ruins. Logo, a propriedade concentrada é uma força que restringe a atividade do executivo (GEDAJLOVIC; SHAPIRO, 1998).

2.2 Remuneração Executiva

A moderna história das pesquisas em remuneração executiva inicia nos anos 1980, em paralelo a aceitação da emergente e geral teoria de agência (MURPHY, 1998), onde as partes (principal e agente) possuem metas não congruentes. Ocorre que esse conflito de interesses não tinha sido óbvio até o início dos anos 1990 (MONKS, 2003), quando a remuneração realmente se torna uma questão pública nos Estados Unidos, apesar da imprensa especializada em negócios ter seguido a remuneração executiva por décadas (MURPHY, 1998). Não obstante, nesse mesmo período aconteceram mudanças nos mercados financeiros americanos e na geopolítica global (JENSEN *et al.*, 2004).

Decisões da Corte e legislação americana trouxeram o mercado de aquisições hostis para o campo virtual e a mudança na lei de falências trouxe uma punição maior (JENSEN *et al.*, 2004). Além disso, os autores informam que o capitalismo mundial, no final da década, foi marcado pelo colapso dos regimes soviéticos na Polônia, Hungria, Alemanha Oriental, Tchecoslováquia, Bulgária e Romênia; pela queda do muro de Berlim; e, em 1990, a reunificação da Alemanha e a desintegração da União Soviética.

Os anos de 1990 testemunharam o aparecimento da Internet e, com ela, o surgimento da “nova economia”, as tão chamadas empresas “ponto com” (JENSEN *et al.*, 2004) [grifo dos autores]. Já, na metade posterior da década, a força do mercado de ações foi influenciada pelo *boom* das ofertas públicas iniciais, *spin-offs*, *tracking shares* e nas fusões financiadas primariamente pelo capital próprio das empresas (JENSEN *et al.*, 2004).

Já, nos recentes anos 2000, observou-se que as ações de muitas empresas estavam superavaliadas e, em muitos casos, apoiados por uma contabilidade fraudulenta ou

questionável, na qual os preços das ações mergulharam (JENSEN *et al.*, 2004) e grandes companhias americanas incluindo Enron, Arthur Andersen, KPMG, Lucent, WorldCom, Tyco, HealthSouth e Xerox, envolveram-se em escândalos contábeis (JENSEN *et al.*, 2004; MONKS, 2003).

Com efeito, as mudanças na economia e no ambiente global conduziram (e em alguma extensão, foram influenciadas por) mudanças nas práticas da remuneração executiva, segundo Jensen *et al.*(2004). Ao longo dos anos 70, os pacotes da remuneração executiva das empresas americanas consistiam basicamente de um salário base e bônus conectados a medidas de desempenho anual e, por conseguinte, executivos tinham pouco interesse em aumentar o preço das ações das companhias (JENSEN *et al.*, 2004). Essa prática de remuneração recompensava o tamanho da companhia (geralmente mensurado pelas vendas) e o seu crescimento, gerando um excesso de capacidade e de fluxo de caixa; em vez da criação de valor, segundo os autores.

No início dos anos 1980, não ocorreram mudanças significativas nos planos de remuneração americanos, muito embora executivos e conselheiros estavam sujeitos à pressões do mercado pelo controle corporativo (JENSEN *et al.*, 2004). Companhias com excesso de caixa tornaram-se alvo de aquisição hostil, bem como, empresas que tinham excesso de caixa se tornaram aquisitoras, refletindo a incumbência dos executivos em empregar seus excessos de caixa.

Já, durante os anos 1990, houve um crescimento dramático das *stock options* (BEBCHUK *et al.*, 2001; BEBCHUK; FRIED, 2003) e, segundo Murphy (1998), elas tornaram-se um dos maiores componentes da remuneração, nos Estados Unidos.

Com efeito, a remuneração executiva é o incentivo que premia ou pune os executivos em razão do desempenho apresentado pela empresa (CONYON *et al.*, 2000). Faz-se necessário para as empresas, no entanto, estabelecer políticas de remuneração. Essas (políticas de remuneração), segundo Jensen e Murphy (1990b), constituem-se nos mais importantes fatores em uma organização de sucesso. Os autores enfatizam que não é o quanto é pago ao executivo, mas sim como é pago, pois um aumento na remuneração - conduzida pela melhora no desempenho do empreendimento - não representa uma transferência de riqueza dos acionistas para os executivos. Planos ou pacotes de remuneração devem encorajar executivos a realizar ações que aumentem o valor da firma, ao passo que evitam ações que destroem esse valor, assim como atrair os executivos certos e reter esses executivos à custos baixos (JENSEN *et al.*, 2004).

Dentre os esquemas de remuneração que visam alinhar as decisões dos executivos que redundam na maximização da riqueza dos acionistas, freqüentemente, segundo Firth *et al.* (1999), incluem-se *stock options*, compra de ações da empresa, retorno das ações e bônus em dinheiro.

2.2.1 Sistemas de remuneração

O sistema de remuneração dos executivos concentra-se basicamente em dois grupos: a) incentivos diretos; e b) incentivos indiretos. Em ambos, busca-se relacionar a riqueza do executivo ao bem-estar (e também a riqueza) dos acionistas.

Investigações empíricas dos incentivos executivos, segundo Conyon e Murphy (2000), têm tipicamente focado sua atenção sobre a relação entre a riqueza do executivo

(CEO) e a riqueza dos acionistas da companhia. Essa relação, segundo os autores, pode ser direta ou indireta. Quando os incentivos utilizados são ações, opções e partes de LTIP (*Long-term incentive plans*), a riqueza do executivo está diretamente relacionada com a riqueza dos acionistas. Já a utilização de bônus baseados na contabilidade (correlação entre retornos contábeis e o desempenho das ações da companhia), o ajuste nos níveis do salário ano-a-ano, os bônus baseados em metas e as LTIP, são exemplos de relação indireta com a riqueza dos acionistas (CONYON; MURPHY, 2000).

Embora, segundo Murphy (1998), exista uma substancial heterogeneidade nas práticas de remuneração, a maioria dos pacotes de remuneração contém 4 componentes básicos: salário base; um bônus anual atrelado ao desempenho contábil; *stock options*; e planos de incentivos de longo prazo (incluindo planos de *restricted stock* e planos de desempenho baseados na contabilidade em vários anos).

Já para Conyon *et al.* (2000), a remuneração executiva no Reino Unido é tipicamente compreendida dos seguintes elementos: um salário base, um bônus anual (relacionado com medidas de desempenho contábil) e uma remuneração de longo prazo (constituída por *stock options* e LTIPs – plano de incentivo de longo prazo).

A remuneração executiva pode ser classificada, de maneira geral, em ações ou em dinheiro (CONYON *et al.* 2000; ALCOUFFE; ALCOUFFE, 2000). Se for pago em dinheiro, ela pode ser parte fixa e parte variável – na forma de bônus. As ações, evidentemente, são a parte variável.

2.2.1.1 Salário base

O salário, segundo Cordeiro e Veliyath (2003), está relacionado à magnitude da responsabilidade, risco e esforços arcados pelo executivo com as funções da escala da companhia, complexidade e riscos das operações da mesma. Logo, a remuneração pode aumentar em decorrência do tamanho da empresa, porque empresas de grande porte buscam os melhores talentos (CONYON, 1997). Não obstante, para Murphy (1998), o salário base para os executivos é tipicamente determinado por um *benchmarking* competitivo, baseado primeiramente em pesquisas salariais gerais e suplementadas por análises do segmento industrial ou setor de negócios da empresa.

O tamanho da empresa, no entanto, é a medida tradicionalmente usada nas pesquisas para ajustar os salários; e cada vez menos o segmento da empresa, segundo Murphy (1998). Conyon e Leech (1994) mencionam que o tamanho da companhia pode ser empiricamente importante na formatação da remuneração executiva, porque os custos das decisões erradas impactam muito mais em grandes empresas do que nas pequenas, por isso as grandes empresas procuram os melhores executivos.

Outra característica das grandes empresas em relação à remuneração de seus executivos consiste no fato de que estas, usualmente, têm lucros absolutos maiores e, sendo assim, mesmo remunerações mais altas podem parecer como gastos insignificantes no demonstrativo anual dessas companhias. Em razão dessa insignificância relativa da remuneração dos executivos, o monitoramento por parte dos acionistas nos níveis da remuneração pode ficar prejudicado. Em empresas que possuem grande dispersão de acionistas, tipicamente as americanas, essa situação se agrava, tornando o monitoramento muito fraco.

Além disso, grandes empresas possuem uma extensão hierárquica gerencial muito maior e cada nível tem um diferencial salarial, pois, segundo Leonard (1990), a posição na hierarquia da empresa é um dos fortes determinantes da remuneração. Isto implica dizer que a remuneração dos executivos de grandes companhias excederá a remuneração desses executivos em pequenas empresas, conforme Firth *et al.* (1999).

No entanto, além de não possuir muitos dos critérios que os economistas consideram relevantes para estipular níveis salariais, tais como, idade, experiência, instrução; elas estão formalizando e reforçando a relação entre a remuneração e o tamanho da empresa, sendo que esse parâmetro (tamanho da empresa) é imperfeito na identificação das habilidades gerenciais necessárias, da complexidade do cargo e da dimensão do controle (MURPHY, 1998).

É natural, portanto, alguns estudos e observações encontrarem uma relação positiva entre o salário dos executivos e o tamanho da empresa, isto é, quanto maior a empresa tanto maior é o salário de seus executivos. Estudos econométricos, segundo Murphy (1994), têm tipicamente indicado que o tamanho da empresa é o único importante determinante na remuneração dos executivos. O tamanho da empresa, comumente é definido como o total do ativo ou o volume de suas vendas (MURPHY, 1994; MURPHY, 1998). Já os demais indicadores de desempenho jogam um papel menor, complementa Murphy (1994).

Para Firth *et al.* (1999), os acionistas, normalmente, não possuem muito interesse no tamanho da empresa e preferem uma medida de desempenho econômico para avaliar o esforço do executivo. Ainda para os autores, o objetivo dos acionistas é maximizar o retorno de seu investimento. Por essa razão, acionistas procuram conectar o pagamento ao

desempenho da empresa, para que o esforço do executivo maximize o retorno do investimento.

Por seu turno, segundo Murphy (1998), os executivos devotam substancial atenção no processo de determinação de seus salários, muito embora o salário compreenda uma porcentagem declinante da remuneração total. Essa atenção se justifica, pois o salário base é o componente chave do contrato dos executivos, assegurando-lhes um aumento mínimo para os próximos cinco anos; representa um componente fixo na sua remuneração, ou seja, executivos avessos ao risco irão naturalmente preferir um aumento no salário base ao invés dos componentes variáveis da remuneração; e, por fim, grande parte dos demais componentes da remuneração dos executivos está baseada no nível do salário base, sendo assim, um aumento no salário base repercute nos demais componentes da remuneração (MURPHY, 1998).

Uma recente pesquisa realizada pela empresa de consultoria *Hay Group* mostra que a média do salário anual básico dos executivos das maiores empresas americanas é de 1 milhão de dólares, mas o total da remuneração é de mais de 5 milhões de dólares. Observa-se, contudo, na figura 6, que o total da remuneração direta não refletiu no desempenho das companhias - leia-se retorno dos acionistas.

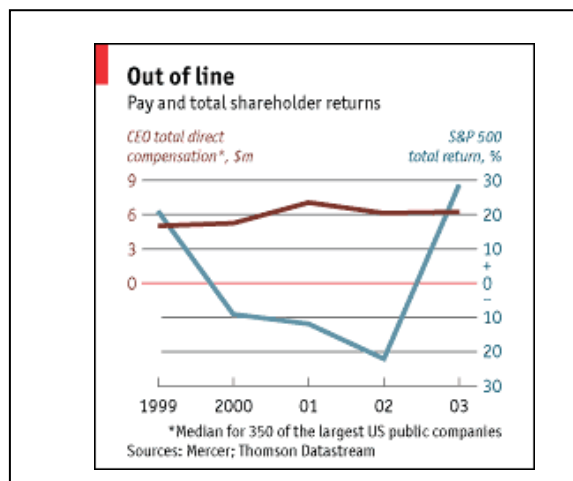


Figura 6 - Aumento da remuneração dos executivos sem o respectivo desempenho das companhias americanas

Fonte: *The Economist*, dez, 2004.

2.2.1.2 Plano de bônus anual

Para Byrd *et al.* (1998), plano de bônus anual baseado na contabilidade tem a sua importância quando as ações sofrem com as turbulências do mercado, muito embora essas, segundo Firth *et al.* (1999), são difícil de manipular.

Murphy (1998) considera que o plano de bônus executivo pode ser dividido em três categorias, a saber: medidas de desempenho; padrões de desempenho; e a estrutura da relação de remuneração-desempenho.

No que se refere às medidas de desempenho, Murphy (1998) constatou que a maioria das empresas americanas usa duas ou mais medidas de desempenho. E, ainda, para o mesmo autor, em muitos casos as medidas são multiplicativas, ou seja, o pagamento do bônus pode aumentar ou diminuir dependendo do resultado de outras medidas. Existem outros casos em que o pagamento do bônus é determinado por uma matriz de medidas de desempenho (MURPHY, 1998). Entretanto, a maioria das empresas (91%), segundo Murphy (1998), conta com pelo menos alguma medida de lucro contábil em seus planos de bônus.

O *Conference Board* relata que mais de 90% das maiores indústrias americanas tinham plano de bônus em 1983, e 87% das empresas com plano de bônus pagaram esses bônus baseadas no desempenho (JENSEN; MURPHY, 1990a). Ainda os mesmos autores mencionam, utilizando a mesma pesquisa da *Conference Board*, que a mediana do bônus

corresponde à 50% do salário base. Esses bônus não geram grandes flutuações na remuneração do executivo (JENSEN; MURPHY, 1990b).

Medidas de rentabilidade baseadas na contabilidade incluem, segundo Firth *et al.* (1999), percentual nos resultados de metas, porcentagem nas mudanças dos resultados, retorno sobre o ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio (ROE).

Medidas de desempenho contábil podem mensurar divisões da empresa e outras subcategorias da empresa, segundo Firth *et al.* (1999). Além disso, os autores mencionam que os executivos têm maior influência e controle sobre elas, o que as torna mais tangíveis. Lucros contábeis, por exemplo, podem produzir informação valiosa em avaliar as ações não observáveis dos executivos, segundo Murphy e Jensen (1990a).

Números contábeis, entretanto, podem ser, segundo Firth *et al.* (1999), “massageados” ou manipulados via mudanças nos métodos contábeis, também conhecidas, segundo Anderson (2002) por “contabilidade criativa”, bem como falsificados pelos próprios executivos. Murphy e Jensen (1990a) seguem na mesma linha, mencionando que estipular a remuneração executiva com base nos lucros contábeis, por exemplo, em vez de mudanças na riqueza dos acionistas, não apenas gera incentivos para que o sistema contábil seja diretamente manipulado, mas também gera incentivos para que projetos com um grande valor presente líquido sejam preteridos em favor de projetos de menor valor, mas que gerem um lucro contábil imediato.

Desta forma, um quesito importante no uso de medidas contábeis é o fato de elas refletirem, freqüentemente, o desempenho no curto prazo e ignorarem aspectos de longo

prazo, segundo Firth *et al.* (1999). A associação de taxas de retorno contábeis e fluxo de caixa são correlacionadas positivamente com o retorno das ações, mas em intervalos de curto prazo. Com relação ao longo prazo, a associação entre medidas contábeis e o retorno das ações pode ser fraco e até mesmo negativo (FIRTH *et al.*, 1999).

No Reino Unido, Conyon *et al.* (1995) evidenciaram uma reestruturação no pacote de remuneração pago aos executivos, onde o pagamento de bônus tem se tornado muito mais importante nos esquemas de remuneração executiva. Em 1979, segundo os mesmos autores, apenas 8% das maiores companhias do Reino Unido tinham no pacote de remuneração de seus executivos o pagamento de bônus anual. Já em 1993, quase todas as companhias apresentavam alguma forma de bônus anual para seus executivos. Nesse mesmo ano, a participação média do bônus anual no total da remuneração direta (excluindo-se ações e opções) dos executivos foi de 22% (mediana igual à 19%), sugerindo, segundo os mesmos autores, que o bônus anual forma uma importante parte da remuneração executiva.

2.2.1.3 Compra de ações da companhia

As ações da companhia representam uma outra forma na qual o bem-estar do executivo varia diretamente com o desempenho de sua companhia, independente de qualquer conexão (*link*) entre a remuneração e o desempenho, segundo Jensen e Murphy (1990a).

Tipicamente, os executivos possuem grandes quantidades de ações de suas empresas, bem como alguma quantidade de *restricted stocks* e *stock options*, segundo Murphy (1985). Em grandes companhias, segundo Jensen e Murphy (1990a), os executivos tendem a possuir menos ações das companhias do que em pequenas companhias.

O uso de ações e de opções nos esquemas de remuneração se tornou surpreendentemente popular nos anos 1980, segundo Conyon *et al.* (1995). Jensen e Murphy (1990b) consideram que a mais forte conexão entre a riqueza do acionista e do executivo é a participação direta do executivo na propriedade (empresa), no caso de suas ações (*stock ownerships*), apesar de elas terem diminuído substancialmente nos últimos 50 anos, conforme a figura 7. Os autores informam que, além de ser um dos mais importantes componentes dos esquemas de incentivos, é também o mais fácil de medir.

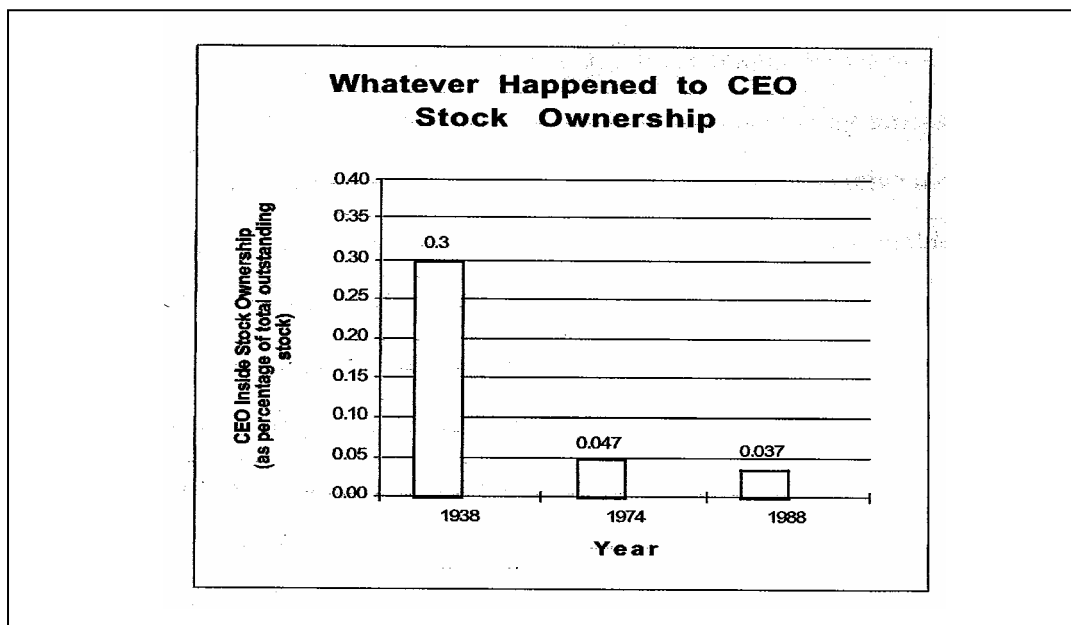


Figura 7 - A diminuição no uso das ações no pacote de remuneração dos executivos americanos

Fonte: JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. *CEO incentives – It's not how much you pay, but how*, 1990b.

Existem, contudo, alguns problemas em basear a premiação no retorno das ações da companhia, segundo Firth *et al.* (1999). O preço das ações pode sofrer oscilações decorrentes de outros fatores sobre os quais o executivo tem pouca influência ou controle (CONYON, 1997; FIRTH *et al.*, 1999). O estágio da economia, o ciclo dos negócios e as taxas de juros, são exemplos dos fatores de mercado que afetam os preços das ações.

Adicionalmente, o preço da ação da companhia desconta o valor futuro do desempenho da mesma e, em alguns casos, essa expectativa é muito alta.

Outra dificuldade encontrada no uso de ações é o fato dessas mensurarem a empresa como um todo, isto é, premiarem o esforço de todos os colaboradores, deixando o sucesso e o esforço específico de um executivo (FIRTH *et al.*, 1999).

Apesar dessas limitações, Murphy (1998) menciona que as ações fornecem uma das mais diretas conexões entre a riqueza dos acionistas e a riqueza dos executivos, muito embora falte evidência empírica, tendo como pressuposto a eficiência do mercado, isto é, os preços atuais refletem todas as informações disponíveis publicamente. No entanto, Jensen e Murphy (1990b), afirmam que remuneração monetária e ações da companhia permanecem como a mais efetiva ferramenta para alinhar os interesses dos executivos e acionistas.

2.2.1.4 *Stock Options*

Durante os anos 1990, houve um grande crescimento das *stock options* (BEBCHUK *et al.*, 2001; BEBCHUK; FRIED, 2003) e, segundo Murphy (1998), elas tornaram-se um dos maiores componentes da remuneração nos Estados Unidos, cuja utilização pode ser explicada pelo fato das opções serem um exemplo de uma classe mais ampla de ativos chamados reivindicações contingentes, isto é, qualquer ativo em que o pagamento futuro está sob a contingência de resultados de alguns eventos incertos.

O fato é que ela tem se tornado a forma chave da remuneração de muitos executivos americanos (MADURA, 1993). E, sob esse aspecto, deve ser melhor entendida.

Abowd e Kaplan (1999) mencionam que existe um sentimento crescente pela imprensa americana especializada em negócios de que o entendimento das *stock options* é crucial para a compreensão das práticas de remuneração executiva americanas.

Outros países, contudo, também estão utilizando as *stock options* para remunerar seus executivos. Estas já fazem parte da cena do Reino Unido, segundo Conyon *et al.* (2000). Na França, elas foram reconhecidas em lei na forma de remuneração em 1970, como mencionam Alcouffe e Alcouffe (2000).

As *stock options* são contratos que dão ao portador o direito de comprar uma participação a um preço pré-determinado (MURPHY, 1998). Isto é, qualquer contrato que concede a uma das partes contratantes o direito de comprar ou vender algo a um preço de exercício pré-estabelecido é uma opção. Conyon *et al.* (2000) definem uma opção como um direito (não uma obrigação) para comprar uma parte (ação) num preço fixo em alguma data futura. A melhor maneira e o método mais amplamente utilizado para calcular *stock options* é a fórmula Black-Scholes⁶ (MURPHY, 1998; ALKOUFFE; ALCOUFFE, 2000). De forma bastante básica, uma típica *stock options* utilizada no sistema de remuneração permite ao executivo comprar um número específico de ações a um preço de exercício fixado (ABOWD; KAPLAN, 1999).

No entanto, segundo Madura (1993), é importante fazer uma distinção entre as *stock options* negociadas por investidores e as que são utilizadas na remuneração. Conforme

⁶ Segundo Clarke (2000), um dos desenvolvimentos mais importantes em finanças nos últimos 25 anos foi a percepção do significado das opções e de como precificá-las. O modelo Black-Scholes para precificar uma opção de compra teve sua primeira publicação em 1973, menciona o autor. Tornou-se, a partir daí, o método mais comum de avaliar opções, conclui o autor.

o autor, as *stock options* usadas na remuneração tipicamente possuem uma data de longo prazo para expirar, como dez (10) anos; já as negociadas com investidores, usualmente, tem uma data de expiração menor do que um (01) ano.

Conceitualmente, segundo Murphy (1998), os parâmetros de um contrato de opção sugerem uma multiplicidade de possibilidades, por exemplo: o preço de exercício pode estar indexado a um segmento ou ao mercado, a opção podem ser exercida somente a partir de um determinado nível de desempenho, os termos da opção pode partir de uma expectativa de horizonte, etc. Na prática, contudo, existe pouca variação dos parâmetros dos contratos de opções oferecidos aos executivos, sendo que a maioria expira em dez anos e o preço de exercício é igual ao de mercado na data da concessão da opção, segundo o mesmo autor.

Existe, contudo, diferença na utilização das *stock options* na remuneração de seus executivos nos Estados Unidos e no Reino Unido. Segundo Abowd e Kaplan (1999), as opções concedidas aos executivos americanos têm uma data de maturidade, tipicamente, de cinco (05) a dez (10) anos. Contudo, os autores, os contratos são escritos de forma a permitir que o executivo exerça o seu direito antes do prazo de maturidade da opção. Para Conyon *et al.* (2000), as *stock options* recebidas pelos executivos no Reino Unido são freqüentemente combinadas, *a priori*, com algum critério de desempenho. Isto significa que para exercer a opção, o executivo terá de ter realizado uma meta de desempenho, não simplesmente aguardar um prazo determinado para poder exercê-la.

Muito embora existam diferenças nas *stock options* de país para país, Jensen e Murphy (1990b) afirmam que elas são um importante componente no pacote de remuneração dos executivos, embora, segundo Madura (1993), o preço das ações podem ser atribuídos a

movimentos do mercado em vez de um grande desempenho da companhia, isto é, o executivo pode ser premiado apenas pelo humor do mercado. O inverso também é verdadeiro. Para o mesmo autor, é possível que o preço da ação da companhia decline, mesmo ela apresentando um bom desempenho. Portanto, as *stock options* não estão necessariamente relacionadas ao desempenho da companhia. Essa seria uma limitação.

Não obstante, os defensores das *stock options* afirmam que ela é a mais efetiva em motivar um desempenho a longo prazo (MONKS, 2003). O mesmo autor, contudo, menciona que a empresa Philips Morris concedeu a seu executivo *stock options* na sua aposentadoria, quando a motivação e o desempenho certamente não eram relevantes.

Por outro lado, o uso popular das *stock options* reflete, em grande parte, seu favorável tratamento contábil e tributário (MURPHY, 1998). Para o autor, as *stock options* oferecem uma forma atrativa de adiar a tributação sobre o rendimento, bem como são invisíveis das normas contábeis, dado que é extremamente difícil obter informações detalhadas no Reino Unido (CONYON *et al.*, 1995) e nos Estados Unidos (ABOWD; KAPLAN, 1999) sobre as opções concedidas aos executivos e conhecer, portanto, os seus custos.

É importante, contudo, evidenciar que essa premiação das *stock options* é sobre o preço das ações e não sobre o retorno total do acionista, que inclui os dividendos (MURPHY, 1998), isto é, a diferença das ações em relação às *stock options* deve-se ao fato de, além de exercer a mesma função das *stock options*, conferem dividendos (JENSEN; MURPHY, 1990b).

Sobre esse aspecto, os incentivos baseados em *stock options* não imitam os incentivos baseados na concessão de ações da companhia para os executivos, pois, conforme já mencionado, as *stock options* não contemplam dividendos e, já que o valor das opções aumenta com a volatilidade das ações (JENSEN; MURPHY, 1990b), executivos com opções estariam mais motivados em escolher projetos de investimentos mais arriscados, segundo os mesmos autores, embora, um executivo cuja remuneração utiliza de forma extensiva as *stock options* não está diversificando o seu risco (ABOWD; KAPLAN, 1999).

Sobretudo, na última década, acadêmicos, acionistas e investidores institucionais têm pressionado para que a remuneração executiva esteja mais diretamente relacionada às mudanças na riqueza dos acionistas (ABOWD; KAPLAN, 1999). Nesse sentido, concluem, que a riqueza do executivo, atrelada as *stock options* tem seus atrativos, mas a remuneração não deveria somente estar baseada nessas medidas do mercado de ações.

2.3 Remuneração, Governança e Desempenho

Para Conyon (1997), tem sido recentemente ressurgente o interesse nos determinantes da remuneração executiva, na qual a hipótese central examinada na literatura busca testar se há uma conexão positiva da remuneração e o desempenho da empresa, cujas considerações são motivadas pelo modelo de principal-agente, num contexto de assimetria informacional. Igualmente, recentes, segundo o autor, também são as variáveis de governança corporativa na configuração da remuneração executiva, na medida em que, segundo Jensen *et al.* (2004), estruturas ruins de governança podem conduzir a práticas de remuneração que destroem o valor da empresa, na qual muitos dos excessos notórios em remuneração podem ser encontrados nessas estruturas.

Valor e governança corporativa são palavras tão familiares que, freqüentemente, não se faz uma reflexão suficiente sobre seu(s) significado(s) em uma situação específica (MONKS, 2002). Valor está no olho do observador, complementa o autor. Governança Corporativa refere-se à maneira na qual as companhias são dirigidas e controladas (CONYON; LEECH, 1994; CONYON *et al.*, 1995; CONYON *et al.*, 2000).

A função objetiva da corporação é a criação de valor, segundo Jensen *et al* (2004), que apresenta o único objetivo corporativo ou a única dimensão do objetivo de governo da empresa, pois, conforme os mesmos autores, “múltiplos objetivos é nenhum objetivo” [grifo dos autores]. A criação de valor é algo muito mais do que a aceitação da maximização do valor como objetivo organizacional, conforme Jensen *et al* (2004). Mesmo que nunca se saiba quando algo tenha sido maximizado, é muito melhor pensar sobre a criação de valor do que a maximização de valor, concluem os mesmos autores.

Logo, sem uma única dimensão de objetivo de governo, executivos não estão sendo monitorados ou estão sujeitos a processos de avaliação vagos, na qual o avaliador pode mudar os pesos do que foi acordado para chegar a uma avaliação que ele (avaliador) deseja (JENSEN *et al*, 2004). É necessário, portanto, ter alguma medida de desempenho para que se possa efetivamente monitorar as ações dos executivos, seja ela financeira ou não, pois segundo Eccles (2000), os principais indicadores de desempenho das empresas não se limitam apenas aos dados financeiros; muito embora o mesmo autor faça uma citação na qual, quando surgirem conflitos, as considerações financeiras prevalecerão. Isto é, no final, a última linha do relatório é a que realmente importa.

Embora, a medida de desempenho varie de empresa para empresa, de acordo com a teoria econômica de remuneração (MURPHY, 1985), e pesquisadores se valem de diferentes medidas (BARKEMA; GOMEZ-MEJIA, 1998), Murphy e Jensen (1990a) citam como exemplos de informações potencialmente determinantes na remuneração executiva, medidas diretas da atividade dos executivos, medidas contábeis do desempenho da firma e medidas de relativo desempenho da firma baseado em outros executivos do mesmo segmento ou mercado.

Com relação às medidas contábeis, uma substancial literatura examina o uso da informação contábil nos contratos de incentivos, segundo Bushman e Smith (2001). Medidas contábeis financeiras, especialmente, medidas de lucratividade, são extensiva, explícita e substancialmente usadas em contratos de remuneração executiva, segundo os mesmos autores, sendo encontrados em plano de bônus anuais e em planos corporativos de longo prazo. Das 177 empresas americanas, na pesquisa conduzida pela *Towers Perrin* em 1996-1997, segundo Murphy (1998), 161 usam, no mínimo, uma medida contábil em seus planos de bônus. De fato, a literatura empírica tem identificado uma forte conexão entre as medidas contábeis de desempenho da empresa e a remuneração executiva (PUKTHUANHONG *et al.*, 2004). Para ilustrar melhor, apresenta-se o quadro 4 com alguns trabalhos utilizando indicadores contábeis.

Ano	Autor(es)	País	Indicadores contábeis					
			ROA	ROE	EBIT	EBITDA	Lucro líquido	Receita das Vendas
1979	Ciscel e Carrol	Estados Unidos					x	
1994	Canyon e Leech	Reino Unido						x
1995	Miller	Estados Unidos		x			x	
1996	Agrawal e Knoeber	Estados Unidos						
1996	McKnight	Reino Unido						x
1999	Newman e Mozes	Estados Unidos		x				x
1999	Core et al.	Estados Unidos	x	x				
1999	Firth. et al	Hong Kong	x					
2001	Brunello et al.	Itália					x	x
2001	Duru e Iyengar	Estados Unidos	x		x			
2002	Gunasekaragea e Wilkinson	Nova Zelândia						
2003	Cordeiro e Veliyath	Estados Unidos	x					x
2003	Elston et al.	Alemanha	x	x				x
2003	Boschen et al.	Estados Unidos	x					
2003	Wan	Estados Unidos	x					x
2004	Grinsteins e Hribar	Estados Unidos	x			x		
2004	Pukthuangthong et al.	Estados Unidos		x				

Quadro 4 - Indicadores contábeis utilizados nos estudos sobre remuneração executiva

Por outro lado, Bushman e Smith (2001) relatam que a informação contábil tem se tornado progressiva e relativamente menos importante em determinar a remuneração dos executivos em companhias americanas. Para os mesmos autores, a utilização do retorno das ações tem se tornado mais evidente e relativamente mais importante do que o resultado na determinação da remuneração executiva, apesar de ser aceito que o resultado contábil desempenha um papel fundamental na determinação do preço das ações.

O uso de medidas baseadas no mercado, como o retorno das ações, é mais intuitivo, já que ele fornece uma congruência natural de metas, segundo Pukthuanthong *et al.* (2004). Entretanto, segundo os autores, o preço das ações sofre muitas interferências e sujeita os executivos a um risco adicional, pois as flutuações no preço das ações estão além do controle deles. Para ilustrar melhor, apresenta-se o quadro 5 com alguns trabalhos utilizando indicadores do mercado.

Ano	Autor(es)	Indicadores de mercado	
		Retorno das ações	Q de Tobin
1996	Agrawal e Knoeber		x
1999	Newman e Mozes	x	
1999	Core <i>et al.</i>	x	
2002	Gunasekaragea e Wilkinson	x	x
2002	Andjelkovic <i>et al.</i>	x	
2003	Cordeiro e Veliyath	x	
2003	Boschen <i>et al.</i>	x	
2003	Wan	x	
2004	Grinsteins e Hribar	x	
2004	Pukthuangthong <i>et al.</i>	x	x

Quadro 5 - Indicadores de mercado utilizados nos estudos de remuneração executiva

Embora, em termos de mensuração do desempenho da companhia se utilizem indicadores contábeis e de mercado, a governança corporativa também tem sido um elemento incorporado aos estudos de desempenho das companhias. Evans *et al.* (2002) mencionam que recentemente pesquisadores têm-se preocupado diretamente com o estudo de estruturas de governança e seu impacto no desempenho da companhia. Com relação a remuneração dos executivos, segundo Conyon *et al.* (1995), essa tem sido uma das preocupações, pois o crescimento desta e sua relação aparentemente fraca com o desempenho da companhia tem sido o foco do debate sobre os aspectos de governança. Logo, diversos aspectos da governança corporativa têm sido associados ao desempenho das empresas (EVANS *et al.*, 2002).

O conselho de administração é, entre os mecanismos de governança, fundamental, especialmente em empresas com a propriedade difusa, pois ele é o elo entre o controle e a propriedade; a ele é delegado o controle interno da companhia. Assim, ao conselho de administração é atribuída a responsabilidade de assegurar que os executivos terão um comportamento que irá otimizar o valor aos acionistas, segundo Coles *et al.* (2001). Portanto, o papel primário do conselho de administração é contratar, demitir e definir a remuneração do CEO e dos demais executivos do alto escalão organizacional da companhia

(JENSEN *et al.*, 2004), para que esses tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos de acordo com o interesse dos acionistas (HERMALIN; WEISBACH, 1991) e com o propósito de maximizar a riqueza desses últimos, sendo, contudo, o pacote de remuneração configurado para esse propósito (BEBCHUK *et al.*, 2001).

Entretanto, devido ao crescimento exagerado da remuneração dos executivos nos Estados Unidos, onde a remuneração do CEO, segundo Wan (2003), que era 42 vezes mais do que a média de um trabalhador, hoje está 400 vezes mais em relação a mesma média e, ainda, devido aos recentes escândalos (já relatados), o conselho de administração tem sido alvo de críticas quanto a sua ineficiência no monitoramento e no controle dos executivos, bem como, segundo Core *et al.* (1999), em estruturar os pacotes de remuneração que maximizem o valor dos acionistas.

O conselho de administração evidencia, portanto, a sua falha quando a remuneração do executivo aumenta sem, muitas vezes, o respectivo incremento na riqueza dos acionistas, caracterizando uma expropriação da riqueza dos acionistas. É reconhecido, na realidade, que o conselho pode estar desempenhando um papel relativamente menor nesse processo (ALCOUFFE; ALCOUFFE, 2000), inclusive os conselheiros independentes (BHAGAT; BLACK, 1999). Sobre esse aspecto, o conselho de administração tem sido incluído como um componente em diversos modelos de remuneração executiva (BOYD, 1994).

Jensen e Murphy (1990b) concordam que a remuneração do executivo tenha aumentado nas companhias americanas, em se tratando apenas do salário mais o bônus, pois apesar do aumento do nível dessa remuneração durante os últimos 15 anos, na realidade, em

termos médios, eles estão apenas nos mesmos níveis de 50 anos atrás, concluem os autores. Isso, no entanto, não seria o foco, pois Jensen e Murphy (1990b) mencionam que uma das mais poderosas conexões entre a riqueza dos acionistas com a riqueza dos executivos é a participação acionária do mesmo na companhia. Logo, ressaltam os autores, que o crescimento da remuneração dos executivos tem sido observado em termos monetários, ao invés de participação, isto é, das quotas que o executivo possui na companhia. Sobre esse aspecto, a remuneração tem sofrido um declínio nos últimos 15 anos (JENSEN e MURPHY, 1990b).

Com relação à composição do conselho de administração, alguns estudos têm buscado evidências na estrutura do conselho (conselheiros internos ou externos), visando determinar qual representa melhor o interesse dos acionistas, bem como o impacto no desempenho da empresa (HERMALIN; WEISBACH, 1991; AGRAWAL; KNOEBER, 1991; CORE *et al* (1999); BHAGAT; BLACK, 1999, BHAGAT; BLACK, 2002; WAN, 2003).

De fato, nos últimos trinta anos o conselho de administração americano tem sofrido uma gradual, mas dramática mudança na sua composição (BHAGAT; BLACK, 2002; BHAGAT; BLACK, 1999). Nos anos 1960, grande parte dos conselhos de administração das empresas, nos Estados Unidos, tinha uma maioria de conselheiros internos, e hoje quase todas possuem uma maioria de conselheiros externos, refletindo a abordagem de que os conselheiros independentes (externos) podem ser mais efetivos na principal tarefa do conselho de administração que é monitorar os executivos (BHAGAT; BLACK, 2002). Essa hipótese, segundo Wan (2003), vem conquistando popularidade, na medida em que, de acordo com Boyd (1994), os conselheiros internos são essencialmente avalistas dos executivos.

Por outro lado, Hermalin e Weisback (1991) concluem na sua pesquisa que a composição simplesmente não importa. Bhagat e Black (2002) mencionam que existe uma quantidade de situações onde um conselho altamente independente não preveniu a destruição de valor da empresa, citando como exemplo a Enron (com onze conselheiros independentes sobre um total de 14 conselheiros). Wan (2003) menciona que, ironicamente, a mudança na estrutura do conselho de administração não impediu os recentes escândalos corporativos. Conclui que conselheiros independentes não melhoram o desempenho da empresa. Assim, estudos sobre a composição não têm sido conclusivos (BHAGAT; BLACK, 2002) e o melhor conselho deveria ser composto pelos três tipos (internos, externos e independentes) (BHAGAT; BLACK, 1999).

Embora os estudos realizados apresentem resultados contraditórios, Weston *et al.* (2001) ressaltam que os reformistas da governança corporativa acreditam que os conselheiros externos são melhores monitores e, portanto, recomendam que o conselho deva ser todo composto por conselheiros externos independentes (que não apresentam relação comercial direta com a companhia).

Wan (2003) exemplifica essa situação com o fato da *Securities and Exchange Commission* (SEC) solicitar à *New York Stock Exchange* (NYSE) e a *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* (NASDAQ) uma revisão de seus padrões de governança corporativa. Em pouco tempo, conforme o autor, ambas as instituições recomendavam as empresas a aumentarem a participação de conselheiros independentes e que eles fossem à maioria no conselho de administração.

Não se deve, entretanto, considerar somente o aspecto da natureza da composição do conselho de administração – conselheiro interno ou externo – como fator para um melhor monitoramento e controle, mas também o tamanho (número de conselheiros), a idade dos conselheiros, a presença ou influência do executivo no conselho e, ainda, se o mesmo ocupa o cargo de presidente do conselho (*chairman*).

A efetividade do conselho de administração pode estar relacionada com o tamanho deste, segundo Pukthuanthong *et al.* (2004). Jensen (1993) sugere quanto ao tamanho do conselho de administração que, quanto maior, este poderá ser menos efetivo do que um conselho pequeno devido a problemas de coordenação. Para Bhagat e Black (1999), alguns observadores acreditam que a efetividade pode declinar com o aumento de conselheiros, pois um grande número de conselheiros tenderia a ser contencioso e fragmentado, reduzindo assim as habilidades de monitorar e disciplinar o executivo.

Por outro lado, existem aqueles que enfatizam um grande número de conselheiros, pois estes trariam vários benefícios para empresa, tais como: a) um maior relacionamento com outras empresas que podem ser úteis em fornecer recursos (clientes, fornecedores, financiamentos); b) uma variedade de especialistas (finanças, contabilidade, leis, gestão) facilitando não somente a reunião dessas especialidades, mas também o monitoramento, segundo Bainbridge (2002).

O tamanho do conselho é controverso. Bainbridge (2002) relata um estudo da *National Association of Corporate Directors* (NACD) realizado em 1999, nos Estados Unidos, cujo resultado demonstrou que pouco menos da metade das empresas apresentava entre sete (07) e nove (09) conselheiros, contudo, o restante das empresas estudadas ficou

uniformemente disperso sobre um ou outro lado desse intervalo. Pukthuanthong *et al.* (2004) verificaram que a média de conselheiros era entre treze (13) e quatorze (14), sendo um quinto conselheiros internos. Jensen (1999) sugere um conselho entre sete (07) e nove (09) membros. Assim, uma possibilidade é que diferentes empresas necessitam de diferentes tipos de conselho de administração, segundo Bhagat e Black (1999).

Com relação à idade dos conselheiros, é mencionado que a efetividade do conselho pode depender desta, bem como de quanto ocupado eles são, segundo Pukthuanthong *et al.* (2004). Core *et al.* (1999) relatam que, quando os conselheiros externos são mais velhos e participam de mais de três conselhos em outras companhias, a remuneração do executivo também é maior. Desta forma, muitas empresas estipulam uma idade para que o conselheiro se aposente, segundo Pukthuanthong *et al.* (2004).

Hermalin e Weisbach (1991) contemplam no seu trabalho a experiência (*tenure*) do conselho de administração e dos executivos (*top management*), como uma medida subjacente ao problema de agência.

A dualidade, isto é, quando o principal executivo é também o presidente do conselho de administração (*Chairman*), é uma importante variável de governança corporativa que tem sido amplamente pesquisada como um indicador da influência do principal executivo (CEO) sobre o conselho de administração (CORE *et al.*, 1999; CORDEIRO; VELIYATH, 2003). E, sobre esse aspecto, parte da controvérsia sobre a remuneração executiva reflete a percepção de que os executivos efetivamente definem seus próprios níveis de remuneração (MURPHY, 1998). Core *et al.* (1999) e Lambert *et al.* (1993) relatam nos seus estudos que, nessas situações, o executivo possui um nível de remuneração maior. Assim, os executivos

poderiam escrever seus próprios contratos com uma mão e assinar com a outra, segundo Conyon (1997).

Essa influência, para Cordeiro e Veliyath (2003), é atribuída a escolha dos membros na composição do conselho, realizada pelo presidente do conselho. Assim, ele irá indicar os mais simpáticos às suas causas (CORDEIRO; VELIYATH, 2003) e, por conseguinte, poderá tomar decisões que favoreçam seus interesses às custas dos acionistas (COLES *et al.*, 2001; CORDEIRO; VELIYATH, 2003), bem como determinará a agenda; a quantidade, qualidade e o *timing* das informações para os conselheiros (MONKS, 2003), pois ele tem a força concentrada (COLES *et al.*, 2001; PUKTHUANHONG *et al.*, 2004) e fica evidente essa sua força sobre o conselho de administração (CONYON; PECK, 1998).

Contudo, muito embora essa combinação de estrutura, isto é a dualidade, tem sido criticada como uma inapropriada maneira para formatar um dos relacionamentos de poder mais críticos na firma, segundo Coles *et al.* (2001), 84,69% dos conselhos pesquisados nas 160 instituições financeiras da base de dados ExecuComp entre 1992-1997, nos Estados Unidos, tem o executivo como presidente do conselho (*chairman*) (PUKTHUANHONG *et al.*, 2004). Portanto, para um conselho ser eficiente é importante separar a posição do principal executivo e do presidente do conselho, argumenta Jensen (1993), pois caso contrário pode ser uma oportunidade para o executivo perseguir seus próprios interesses ao invés dos interesses dos acionistas, particularmente em empresas onde a propriedade é dispersa – característica das corporações anglo-americanas.

Não obstante às características do conselho de administração e aos indicadores de desempenho, a análise da sensibilidade do pagamento-desempenho dos executivos, em

pesquisas recentes, tem apresentado fraca relação e, uma das razões, segundo Barkema e Gomes-Mejia (1998), é de que essa sensibilidade pode também ser baseada em outros critérios. Por exemplo, características da empresa (tamanho e controle acionário), do setor e dos executivos (idade, experiência e participação acionária na companhia).

Sobre as características da companhia, estudos econométricos têm indicado que o tamanho da companhia (por exemplo, total das vendas, total de funcionários e total de ativos) é um importante determinante na remuneração dos executivos, segundo Murphy (1984). Segundo Garen (1994), a variabilidade dos resultados da empresa e do rendimento do executivo são positivamente relacionados com o tamanho da companhia.

Outra característica importante é a estrutura de propriedade da empresa. Segundo Conyon e Leech (1994), a estrutura de propriedade e a concentração acionária são dimensões importantes da governança corporativa. Para Tosi e Gomez-Mejia (1994), o monitoramento no nível de remuneração é muito maior em empresas controladas pelos proprietários do que em empresas controladas pela administração.

Existem diversos fatores específicos do executivo que colaboram para a sua remuneração. Leonard (1990) menciona que os executivos são recompensados tanto pelo seu grau de qualificação, isto é, educação, quanto por sua experiência. Garen (1994) e Bizjak *et al.* (1992), por sua vez, mencionam que a idade do executivo também é um fator a ser considerado.

Da mesma forma que a experiência dos conselheiros é analisada, a dos executivos também o é. Pukthuanthong *et al.* (2004) afirma que essa experiência no cargo

pode ser um determinante na remuneração, pois em termos de informação assimétrica essa experiência teria uma força de barganha na hora de estabelecer a remuneração.

Para Nelson (2004), a reputação do principal executivo e, portanto, sua força de barganha, pode estar relacionada com o tempo de permanência no cargo (*tenure*). Segundo Pukthuanthong *et al.* (2004), a experiência gerencial (*tenure*) pode ser um determinante da remuneração, uma vez que devido a passagem do tempo, em termos de informação assimétrica, no emprego, permite aos executivos a oportunidade de acumularem um domínio maior, melhorando sua força de barganha. Os autores assinalam, ainda, que, quanto mais tempo ele estiver no cargo, muito mais influência ele pode acumular para nomear os membros do conselho de administração, enfraquecendo a independência do conselho.

Com relação às características particulares, a idade do executivo, segundo Garen (1994), é uma variável utilizada para mensurar o quanto ele está próximo de se aposentar, pois para Gibbons e Murphy (1992 *apud* GAREN, 1994), quanto mais velho ou mais próximo de se aposentar, seu horizonte de tempo é muito menor, logo ele requer mais pagamentos de incentivos agora do que no futuro.

Sob a ótica da assimetria da informação, segundo Bizjak *et al.* (1992), a idade do executivo interfere na sua contratação. Empresa com uma significativa informação assimétrica pode escolher por melhorar a experiência (*tenure*) de um executivo, contratando um executivo jovem. O benefício líquido de contratar um jovem executivo, mas com menos experiência, pode ser maior do que contratar um executivo mais velho, mais experiente. Já uma empresa com baixa assimetria informacional pode chegar na conclusão oposta, concluem os autores.

Com relação à participação do executivo na empresa, segundo Pukthuanthong *et al.* (2004), essa fornece uma melhor congruência de interesses com acionistas externos, mas também pode significar um enfraquecimento da independência do conselho. Um executivo, segundo Boyd (1994), sem ou com um mínimo de participação na empresa, é esperado que tenha uma substancial diferença nas metas, do que um acionista. Fama (1980) menciona que a ausência de participação cria um incentivo para consumir muito mais do que foi acordado no contrato, isto é, o principal foco do executivo é de maximizar a sua riqueza em vez da riqueza da empresa.

Em suma, aspectos da governança corporativa tendem a afetar o desempenho das empresas e também a remuneração dos executivos. Estruturas fracas de governança corporativa tendem a pagar mais seus executivos. A concentração da propriedade (pulverizada ou não) é outro ponto que deve ser observado. Portanto nos estudos que buscam conhecer os determinantes da remuneração executiva, esses aspectos devem ser considerados.

3 MÉTODO DE PESQUISA

Neste capítulo são apresentados os procedimentos metodológicos adotados no estudo, justificando-se a escolha do método, o processo de seleção dos participantes, os procedimentos e o instrumental para a coleta e análise dos dados.

A pesquisa é um trabalho em processo, não totalmente controlável ou previsível (SILVA; MENEZES, 2001), cuja finalidade é conhecer e explicar os fenômenos que ocorrem nas suas mais diferentes manifestações e a maneira como se processam os seus aspectos estruturais e funcionais (OLIVEIRA, 2002). Pesquisar significa planejar cuidadosamente uma investigação de acordo com as normas da metodologia científica, tanto em termos de forma como de conteúdo, segundo o mesmo autor. De forma mais simples, Silva e Menezes (2001) definem a pesquisa como procurar respostas para indagações propostas.

Entretanto, há distinção entre pesquisa e pesquisa científica. Santos (1998, p. 95) evidencia essa diferença quando afirma que

o termo pesquisa é utilizado para designar todo trabalho destinado a busca de soluções para os inúmeros problemas que as pessoas enfrentam no seu dia-a-dia. Mas a pesquisa científica que busca a verdade trabalha com métodos adequados para que seus resultados sejam aceitos pela comunidade científica e acrescente algo ao conhecimento já existente.

Para Gil (1999), a pesquisa científica é um processo formal e sistemático, cujo objetivo é descobrir respostas para problemas mediante o emprego de procedimentos científicos.

3.1 Classificação da Pesquisa

A pesquisa, cuja finalidade é contribuir para o desenvolvimento do conhecimento, pode ser classificada de várias formas: i) natureza da pesquisa; ii) abordagem do problema; iii) seus objetivos; e iv) seus procedimentos técnicos (SILVA; MENEZES, 2001).

Do ponto de vista de sua natureza, segundo Silva e Menezes (2001), ela pode ser uma pesquisa básica (pura) ou aplicada. A pesquisa básica refere-se aquela que busca gerar conhecimentos novos úteis para o avanço da ciência sem aplicação prática prevista, que envolve verdades e interesses universais. Já a pesquisa aplicada, segundo os autores, objetiva gerar conhecimentos para aplicação prática dirigidos à solução de problemas específicos, que envolve verdades e interesses locais. Basicamente, essa é a distinção entre uma e outra.

O presente trabalho, cujo propósito é investigar os fatores que determinam a remuneração executiva na América Latina, apresenta um caráter de aplicação prática, por conseguinte, trata-se de uma pesquisa aplicada.

Sobre a forma de abordagem do problema, a pesquisa pode ser quantitativa ou qualitativa. A pesquisa quantitativa, segundo Silva e Menezes (2001), considera que tudo pode ser quantificável, o que significa traduzir em números opiniões e informações para

classificá-las e analisá-las, requerendo o uso de recursos e técnicas estatísticas. Por outro lado, a pesquisa qualitativa, segundo os mesmos autores, considera que há uma relação dinâmica entre o mundo real e o sujeito que não pode ser traduzida em números. Logo, não requer o uso de métodos e técnicas estatísticas.

Diante dessa classificação, o presente estudo, que se utiliza de uma técnica estatística de regressão para identificar os determinantes que impactam na remuneração executiva, é iminente quantitativo, pois os fatores são números ou foram traduzidos para números. A razão dessa classificação quantitativa decorre do fato de que, a maioria dos trabalhos sobre esse tema, em geral, apresentam como ferramental o uso de métodos estatísticos.

Com relação aos objetivos, a pesquisa pode ser: exploratória; descritiva ou explicativa (GIL, 1999). A pesquisa exploratória visa proporcionar maior familiaridade com o problema com vistas a torná-lo explícito ou a construir hipóteses. Embora concorde que essa modalidade de pesquisa não comporta hipóteses, por sua natureza de sondagem, Vergara (2000) menciona que ela não elimina a sua construção, uma vez que as hipóteses poderão surgir durante ou ao final da pesquisa. Cervo e Bervian (1996) divergem na classificação, tratando a pesquisa exploratória como uma forma de pesquisa descritiva, mas fazem afirmações elucidativas com relação a figura das hipóteses no estudo exploratório. Afirmam os referidos autores:

o estudo exploratório [...] é normalmente o passo inicial no processo de pesquisa pela experiência e auxílio que traz na formulação de hipóteses significativas para posteriores pesquisas.

Os estudos exploratórios não elaboram hipóteses a serem testadas no trabalho, restringindo-se a definir objetivos e buscar maiores informações sobre determinado assunto de estudo.

Os autores deixam claro que no estudo exploratório são formuladas hipóteses, mas elas são elaboradas para serem testadas futuramente, em outros estudos. Lakatos e Marconi (1985) citam três finalidades dela: desenvolver hipóteses, aumentar a familiaridade do pesquisador com o ambiente, fato ou fenômeno para a realização de uma pesquisa futura mais precisa ou modificar e clarificar conceitos.

A pesquisa descritiva, por sua vez, visa descrever as características de determinada população ou fenômenos ou o estabelecimento de relações entre variáveis (VERGARA, 2000; GIL, 1999). Assume, em geral, a forma de Levantamento, segundo Gil (1999). Cervo e Bervian (1996) afirmam que a pesquisa descritiva observa, registra, analisa e correlaciona os fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los. Gil (1999) menciona que algumas pesquisas descritivas vão além da simples identificação da existência de relações entre variáveis, pretendendo determinar a natureza dessa relação. Acabam servindo mais para proporcionar uma nova visão do problema, o que as aproxima das pesquisas exploratórias, segundo o mesmo autor.

Já a pesquisa explicativa visa identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos, segundo Gil (1999). Aprofunda o conhecimento da realidade porque explica a razão, o “porquê” das coisas, e assume, em geral, as formas de Pesquisa Experimental e *Expost-facto* (GIL, 1999).

O presente estudo, dado seu objetivo, apresenta características que se aproximam de uma abordagem descritiva, na medida em que trabalha com dados *expost-facto* e de selecionar as variáveis que pode influenciar a remuneração dos executivos, isto é, variáveis que podem explicar determinando nível de remuneração.

Finalmente, com relação aos procedimentos técnicos, segundo Gil (1999), a pesquisa pode ser: bibliográfica, documental, experimental, levantamento, estudo de caso e pesquisa *expost-facto*.

A pesquisa bibliográfica é aquela elaborada a partir de material já publicado, constituído principalmente de livros, artigos de periódicos e, atualmente, de material disponibilizado na *internet*, segundo Gil (1999). É a etapa prévia a ser feita em um processo de pesquisa, independente do problema em questão; na medida em que fornece instrumental para qualquer pesquisa, como um conhecimento inicial sobre o assunto o que é absolutamente necessário para situar-se no mesmo.

A pesquisa documental, por outro lado, é elaborada a partir de material que não recebeu tratamento analítico, segundo Gil (1999). Esse material pode ser aquele conservado por órgãos públicos e instituições privadas, tais como igrejas, sindicatos, partidos políticos; além de outros documentos como cartas pessoais, diários, fotografias, gravações, memorandos, boletins.

Já a pesquisa experimental, segundo Gil (1999), é quando se determina um objeto de estudo, selecionam-se as variáveis capazes de influenciá-lo, definem-se as formas de controle e de observação dos efeitos que a variável produz no objeto. É quando o investigador, ao manipular as variáveis selecionadas, observa os efeitos destas no objeto do estudo.

Uma pesquisa que envolve a interrogação direta das pessoas cujo comportamento se deseja conhecer é denominada de Levantamento. E, quando envolve um levantamento profundo e exaustivo de um ou poucos objetos de maneira que se permita o seu amplo e detalhado conhecimento, é denominada Estudo de Caso. É um método amplamente utilizado para a execução da pesquisa exploratória, em virtude da sua característica de se estudar de forma profunda, detalhada e exaustiva, geralmente casos isolados, as influências internas e externas e cuja dificuldade está em generalizar os resultados obtidos. Por se tratar de um estudo com várias empresas e com informações *expost-facto*, a abordagem de Estudo de Caso e de Levantamento fica descartada.

Já quando o experimento se realiza depois dos fatos, segundo Gil (1999), trata-se de uma pesquisa *expost-facto*. Aplica-se quando o investigador não puder controlar ou manipular as variáveis, seja porque suas manifestações já ocorreram, seja porque não são controláveis.

No presente estudo a pesquisa quantitativa foi a abordagem utilizada, uma vez que ela requer determinadas teorias ou leis mais amplas como ponto de partida e tem por objetivo pesquisar, comprovar ou rejeitar hipóteses sugeridas pelos modelos teóricos. A pesquisa utiliza-se de uma regressão múltipla do tipo seção transversal entre a variável dependente (remuneração) e as variáveis independentes, agrupadas em classes (desempenho, governança corporativa e características da empresa).

De acordo com Cervo e Bervian (1996), as variáveis são aspectos, propriedades ou fatores reais discerníveis em um objeto de estudo, e passíveis de mensuração através de valores que assumem. A natureza das variáveis pode ser independente ou

dependente. Variáveis independentes são os fatores, antecedentes ou causas que determinam a ocorrência de outro fenômeno ou efeito. Já as variáveis dependentes são os fatores, propriedades, efeitos ou resultados decorrentes das variáveis independentes.

Em suma, a investigação utiliza-se, dos métodos de pesquisa descritiva (quanto aos seus objetivos), documental (quanto aos procedimentos técnicos), quantitativa (quanto a abordagem) e de natureza aplicada.

3.2 Universo e Amostra

O universo a ser pesquisado compreende as empresas de capital aberto da América Latina listadas nas bolsas de valores de seus respectivos países, independente do segmento, mas com emissão de ADRs nas bolsas de valores americanas (NYSE, NASDAQ e AMEX). Em outras palavras, são empresas da América Latina que possuem ADRs e cujo universo totaliza 108 empresas no banco de dados Economática (2003).

A escolha desse universo, na essência, decorre do fato de que essas empresas apresentam um maior nível de informação (*disclosure*) sobre seus executivos e conselheiros, assim como suas remunerações, se comparada a outras companhias de capital aberto, mas que não apresentam emissão de ADRs. A listagem das companhias consta no Apêndice B.

A amostra, contudo, é formada pelas empresas com tais características, porém restrita aos seguintes países: Argentina, Brasil, Chile e México (ABCM). Esses países representam a maior parte das empresas latino-americanas que emitiram ADRs, bem como representam a maior parte do PIB da América Latina. Após a aplicação desse critério, a amostra ficou com 92 empresas.

Outro critério aplicado foi de retirar da amostra as empresas que apresentam alguma outra emissão de ADR na mesma bolsa de valores, caracterizando duplicidade, considerando-se aquela que é mais negociada. Quando a mesma empresa apresentou emissão de ADR em outra bolsa de valores, considerou-se apenas a emissão na *New York Securities Exchange* (NYSE), por ser essa a principal bolsa de valores americana.

Por fim, foram selecionadas as empresas que possuíam o formulário 20-F disponível para o ano de 2002 e cujas ADRs permaneciam ativas. Após a aplicação desses critérios, o tamanho da amostra passou a ser de 79 empresas (Apêndice C). Essa amostra final apresenta um tamanho significativo (73,14%) em relação ao total das empresas ABCM com ADRs listadas nas bolsas de valores americanas (NYSE, AMEX e NASDAQ).

Para capturar uma ampla gama de fatores sistemáticos que tendem a afetar determinadas indústrias ou segmentos, a amostra não foi limitada a um setor específico de negócios, tal como McKnight (1996) menciona em seu estudo.

O número de empresas desse estudo, aparentemente pequeno, no entanto, é uma realidade dentro das pesquisas em remuneração executiva no mundo, especialmente quando os estudos são realizados fora dos Estados Unidos. Uma evidência dessa realidade é o trabalho de Conyon e Schwalbach (2000), onde foram utilizadas 102 empresas do Reino Unido e 48 empresas alemãs. Já McKnight (1996) utilizou 90 empresas do Reino Unido no seu estudo sobre uma explanação da remuneração executiva. Main *et al.* (1996), também no Reino Unido, utilizou 60 empresas no seu trabalho. El Akremi *et al* (2001) pesquisaram sobre remuneração dos executivos em 106 empresas francesas. Andjelkovic *et al.* (2002) fez o seu

estudo sobre remuneração executiva em empresas da Nova Zelândia. Seu universo era de 102 empresas, mas devido a falta de informações de algumas, sua amostra ficou em 49 empresas.

3.3 Coleta dos Dados

A coleta dos dados foi efetuada no banco de dados Economática, nos *sites* das empresas e nas bolsas americanas em que a empresa emitiu as ADRs e, ainda, na SEC, onde se encontram depositados os formulários 20-F.

No banco de dados da Economática, buscou-se as empresas que emitiram ADRs e a bolsa americana onde foram lançadas as ADRs. Outra informação acessada no banco de dados Economática foi o segmento a qual as empresas pertenciam – também conhecido como ECO-20 -, isto é, o tipo de indústria, demonstrado no quadro 6 a seguir.

Agro e Pesca
Alimentos e Bebidas
Comércio
Energia Elétrica
Finanças e Seguros
Fundos
Máquinas industriais
Mineração
Minerais não metais
Outros
Papel e Celulose
Petróleo e Gás
Química
Setor Eco
Siderurgia e Metalurgia
Telecomunicações
Transporte Serviços
Veículos e Peças

Quadro 6- Setores das empresas [ECO-20]

No entanto, com o intuito de melhor representar os dados devido ao fato de haver poucas empresas em determinado setor, as empresas foram agrupadas em um outro setor ou um novo setor criado, resguardando as suas características, gerando, portanto, uma nova tabela de setores conforme o quadro 7 abaixo.

Agro e Pesca
Alimentos e Bebidas
Comércio
Finanças e Seguros
Matérias-primas
Outros
Petróleo e Petroquímica
Siderurgia & Metalurgia
Telecomunicações
Transporte Serviços
Construção
Mídia & TV
Infraestrutura

Quadro 7 - Setores

O relatório enviado pelas empresas à *Securities and Exchange Commission* (SEC), conhecido como 20-F, serviu de base para as informações sobre a empresa, a composição do conselho de administração e da direção executiva e a remuneração destes. O ano-base desse relatório foi o ano de 2002.

Das informações sobre a empresa que constam no formulário 20-F, foram extraídas, principalmente, as que constam no item 4 deste. Esse item trata do histórico, estrutura, desenvolvimento da empresa, entre outros. A característica da empresa, se pública ou privada, e o índice de concentração acionária foram coletadas neste item 4 do formulário 20-F. Esse índice de concentração acionária também pode ser compreendido no item 7 deste mesmo formulário.

Já as informações sobre os diretores, gerentes executivos, remuneração e as boas práticas de governança corporativa foram obtidas no item 6 do formulário 20-F. Nesse item 6 há informações sobre a composição do Conselho de Administração, sobre os conselheiros, tais como, idade, escolaridade. O mesmo item também menciona que é o gerente executivo e o presidente do Conselho de Administração. O item 6 relata, ainda, a remuneração dos executivos da empresa (Conselheiros, Gerentes Executivos e de subsidiárias), a forma que a empresa disponibiliza esta remuneração e demais planos de benefícios. A remuneração, contudo, é fornecida de maneira total e não individual, pois conforme é mencionado, por vezes, nesse relatório, as leis de cada país não exigem tal nível de detalhamento (*disclosure*). Outro ponto importante nesse item 7 são as informações no que tange a participação acionária de Conselheiros e Gerentes Executivos, seja em ações ou *stock options*.

No quadro 8 a seguir, pode-se obter uma visão geral de onde foram coletadas as informações, bem como o período de cada informação.

Variável	Fonte		Ano
Dados sobre as empresas			
Empresas	Economática		2002
Setor	Economática		2002
País	Economática		2002
bolsa onde foram lançadas as ADRs	Economática		2002
Pública/Privada	20-F	item 4	2002
Concentração acionária	20-F	item 7	2002
Taxa de conversão do câmbio	20-F	item 3	2002
Dados sobre o conselho de administração			
Número de membros do conselho de administração	20-F	item 6	2002
idade média dos membros do conselho de administração	20-F	item 6	2002
<i>tenure</i> dos conselheiros	20-F	item 6	2002
número de conselheiros independentes	20-F	item 6	2002
presidente do conselho é o principal executivo [CEO=DUAL]	20-F	item 6	2002
número de executivos no conselho de administração	20-F	item 6	2002
grau de instrução dos conselheiros	20-F	item 6	2002
remuneração dos conselheiros	20-F	item 6	2002
Dados sobre os executivos			
número de executivos	20-F	item 6	2002
idade média dos executivos	20-F	item 6	2002
<i>tenure</i> dos executivos	20-F	item 6	2002
grau de instrução dos executivos	20-F	item 6	2002
remuneração dos executivos	20-F	item 6	2002
participação acionária dos conselheiros e executivos na empresa	20-F	item 7	2002
Dados contábeis			
Lucro Líquido	Economática		1998-2002
EBIT/AT	Economática		1998-2002
EBITDA/AT	Economática		1998-2002
Rentabilidade sobre o Ativo	Economática		1998-2002
Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido	Economática		1998-2002
Ativo total	Economática		1998-2002
Receita Líquida	Economática		1998-2002
Patrimônio Líquido	Economática		1998-2002
Dados de mercado			
Valor de mercado	Economática		1998-2002
Valor das dívidas	Economática		1998-2002
Cálculo do Q de Tobin	Economática		1998-2002

Quadro 8 - Visão geral da coleta de dados

Outro relatório utilizado nesse estudo foram as pesquisas realizadas pela empresa de consultoria *Towers Perrin* sobre estratégias de remuneração para altos executivos, no Brasil e outra no mundo. Miller (1995) informa que muito dos estudos em remuneração executiva contam com dados secundários, tais como *Forbes*, *Fortune* e *Business Week*. Como exemplo, Murphy e Jensen (1990a) usaram na sua pesquisa a relação de dois mil e duzentos e treze executivos da *Forbes* e Murphy (1998) utilizou-se de várias fontes, entre elas, a *Forbes* e a *Towers Perrin*. Abowd e Bognanno (1995) ao realizarem seus estudos nas diferenças

internacionais em remuneração executiva também se valeram dos trabalhos da empresa de consultoria *Towers Perrin*.

3.4 Tratamento e Análise dos Dados

Para avaliar os fatores que determinam a remuneração executiva na América Latina, a equação está dividida em classes ou grupos: desempenho da empresa (contábil e mercado de ações), governança corporativa (características do conselho e dos executivos) e características da empresa (tamanho e propriedade das ações). Esses são os grupos ou classes de variáveis independentes e cuja variável dependente é a remuneração executiva.

As medidas de desempenho da empresa estão subdivididas em duas sub-classes: contábeis e do mercado de ações. As medidas de desempenho contábil são: i) retorno sobre o ativo (*Return on Assets* - ROA); ii) retorno sobre o patrimônio (*Return on Equity* - ROE); iii) lucro operacional EBIT (*Earnings before interest and taxes*); iv) lucro operacional EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*); e v) lucro líquido. Essas informações foram extraídas do banco de dados Economática (2003).

Muito embora os indicadores Lucro Líquido e EBIT e/ou EBITDA não apareçam com muita frequência na literatura, Murphy (1998) demonstra no seu estudo de 125 empresas industriais que 50 delas apresentam apenas um indicador de desempenho nos planos de incentivos anuais, sendo que o lucro líquido aparece como o principal indicador adotado (32 empresas); já o EBIT/EBITDA em 7 empresas, sendo o segundo indicador mais adotado. Quando a empresa adota várias medidas de desempenho, segundo o autor, o lucro líquido aparece em 80 empresas e o EBIT/EBITDA em 32 empresas, sendo esses os dois principais

indicadores contábeis. Muito embora Boyd (1994) mencione que a lucratividade das empresas, usualmente, tem sido mensurada na literatura pelo ROE (*return on equity*), Hermalin e Weisbach (1991) informam que o EBIT é uma medida de lucratividade que não é sensível a mudanças na estrutura de capital ou tratamentos especial de impostos.

Por outro lado, as medidas do mercado de ações, isto é, indicadores do mercado, são em sua maioria, o 'Q' de Tobin (AGRAWAL; KNOEBER, 1996; GUNASEKARAGEA; WILKINSON, 2002; PUKTHUANGTHONG *et al.*, 2004) e o retorno das ações da companhia (NEWMAN; MOZES, 1999; CORE *et al.*, 1999; GRINSTEINS; HRIBAR, 2004; PUKTHUANGTHONG *et al.*, 2004). Sobre o 'Q' de Tobin, Chung e Pruitt (1994) mencionam que esse indicador tem um importante papel nas diversas interações financeiras, entre elas, a relação do desempenho executivo e as políticas de remuneração. Gunasekaragea e Wilkinson (2002) mencionam que o 'Q' de Tobin é uma medida que é usada como indicador para o desempenho futuro da empresa.

Ambas as medidas de desempenho (contábil e de mercado) foram coletadas na base de dados Economática (2003) desde o ano de 1998 até 2002, inclusive. Para efeito da regressão, utiliza-se a média aritmética simples para cada indicador. Cabe salientar, no entanto, que quando alguma empresa não apresentou a informação solicitada, a sua média foi calculada de acordo com o número de informações disponibilizadas.

Barkema e Gomez-Mejia (1998) mencionam que as corporações americanas (as que negociam suas ações no mercado) são controladas por conselhos de administração. Sobre esse aspecto, Boyd (1994) menciona que a literatura em governança corporativa sugere várias medidas de avaliação do conselho de administração. O presente estudo aborda as

seguintes: tamanho do conselho de administração, composição do conselho (internos e externos e sua independência), idade dos conselheiros, tempo de experiência dos conselheiros (*tenure*), grau de escolaridade dos conselheiros e se o principal executivo é o presidente do conselho de administração (dualidade).

A determinação do tamanho do conselho está primariamente vinculada ao estatuto da organização (denominada *bylaws*), segundo Paula e Silva (2001). No item 6 do formulário 20-F é mencionada a composição do Conselho de Administração, bem como o número máximo de membros. Além disso, informa de quanto tempo é o mandato do conselheiro.

Cabe salientar que para efeito de cálculo do tamanho do Conselho (TOTBD), foi adotado apenas o total de conselheiros efetivos, desconsiderando, portanto, os conselheiros substitutos (*alternate*). Esses conselheiros substitutos desempenharão suas funções somente quando um conselheiro efetivo faltar, estiver de férias ou morrer, até que um novo conselheiro seja escolhido. O tamanho do conselho de administração tem sido, na grande maioria, calculado através do somatório dos conselheiros, primeiramente, para depois calcular o logaritmo.

Outra característica do conselho de administração que tem sido estudada é o grau de independência do conselho. Para conhecer o grau de independência do Conselho de Administração é preciso antes dividi-los em categorias, conforme segue: a) conselheiro representante do grupo controlador; b) conselheiro “interno”; c) conselheiro “afiliado”; e, por fim, d) conselheiro “independente”. Essa classificação foi adotada por Bhagat e Black (1999), tendo os autores empregado os conceitos de conselheiro interno (*insider directors*),

conselheiro externo afiliado (*affiliated outside directors*) e conselheiro independente (*independent directors*), excetuando-se apenas o conselheiro representante do grupo controlador. A inclusão do conselheiro representante do grupo controlador foi uma abordagem utilizada por Dutra e Saito (2001) devido à característica de concentração acionária (propriedade) existente nas companhias abertas brasileiras pesquisadas.

Bhagat e Black (1999) definiram o conselheiro interno (*inside directors*) como alguém que está atualmente trabalhando na empresa. Mesmo conceito é empregado por Agrawal e Knoeber (1999) e Hermalin e Weisbach (2001). Já os conselheiros afiliados (*affiliated outside directors*), são pessoas que trabalham em subsidiárias, representações ou escritórios que possuem um relacionamento com a companhia, incluindo bancos comerciais e de investimentos e advogados, segundo os mesmos autores. Dutra e Saito (2001), corroborando com esses autores, afirmam que o conselheiro afiliado pode ser um ex-funcionário, tanto da companhia como do grupo controlador, um representante eleito dos funcionários, um diretor ou conselheiro de empresa controlada ou coligada, um ex-integrante do governo ou da companhia estatal que detenha ou participe do controle, um empregado sem cargo de diretoria e, por fim, um funcionário ou beneficiário de fundação previdenciária patrocinada pela própria companhia. Por fim, Bhagat e Black (1999), definem o conselheiro independente (*independent directors*) como um conselheiro externo sem tais vínculos com a empresa.

Para definir o grau de independência do Conselho de Administração, Boyd (1994) verificou a taxa de conselheiros internos, sendo que nesse estudo o autor buscou uma relação negativa. Já Wan (2003) definiu o grau de independência do Conselho pelo percentual do Conselho composta por conselheiros independentes e, conseqüentemente, uma relação

positiva. Com efeito, o grau de independência do Conselho (GINDEP) se calcula de acordo com a seguinte fórmula: $\text{Log} [0,01 + \text{número de conselheiros independentes divididos pelo número total de conselheiros, expresso em percentual}]$, seguindo a metodologia de Cyert *et al* (2002).

Para efeito do cálculo, tanto da idade média do Conselho de Administração, seu tempo no cargo (*tenure*) e a sua participação na empresa, cujas informações foram coletadas no item 6 do formulário 20-F, tendo como ano-base 2002, fez-se a média aritmética simples, para ambos os casos, das informações disponibilizadas pelas empresas nesse relatório, para em seguida, determinar o logaritmo das mesmas.

A definição do indicador escolaridade observou os seguintes critérios: 0 para escolaridade não informada ou abaixo da graduação; 1 para graduação; 2 para especialização ou MBA (*master business administration*); 3 para mestrado ou *master's degree*; 4 para doutorado ou PhD. e, finalmente, 5 para pós-doutorado. Com base nessa definição, calculou-se a média aritmética simples da escolaridade do Conselho de Administração e da Gerência Executiva. Brunello *et al.* (2001) abordou dessa questão da escolaridade de forma diferente, atribuindo 1 para nível superior e 0 para nível primário ou secundário.

A dualidade do CEO, ou seja, se o mesmo executivo é o presidente do conselho de administração (*chairman*) tem sido considerada nos estudos realizados para avaliar o desempenho do conselho, sendo tratada como uma variável *dummy*. Boyd (1994) e Conyon (1997), atribuíram 1 para a variável se o CEO (principal executivo) ocupava o cargo de presidente do conselho e 0 caso este não fosse presidente do conselho de administração. Conyon e Murphy (2000) atribuíram o mesmo valor para a variável *dummy* quando

pesquisaram a remuneração dos executivos nos Estados Unidos e no Reino Unido, muito embora os autores mencionem que nos Estados Unidos 66% das empresas pesquisadas apresentavam essa dualidade. Wan (2004) e Pukthuanthong *et al.* (2004) também trataram essa variável como uma *dummy*. Assim, o tratamento adotado foi o mesmo desses autores, isto é, variável *dummy* cujo valor é de 1 para dualidade e 0 quando não ocorreu a dualidade.

A influência dos executivos sobre o conselho de administração é um tópico que vem suscitando algumas investigações. Nesse sentido, tem-se buscado, dentro da composição do conselho de administração, identificar quantos conselheiros são executivos da empresa. O formulário 20-F disponibiliza essa informação apresentando a relação dos conselheiros e a dos executivos da companhia. Através da comparação das duas relações, verifica-se a quantidade de executivos que ocupam um assento no conselho de administração.

Da mesma forma que foram calculadas as idades e as experiências dos conselheiros na empresa, o mesmo procedimento é empregado sobre todos executivos da companhia.

Não obstante, Barkema e Gómez-Mejia (1998) informam que a literatura sugere que a intensidade do monitoramento do conselho de administração depende da estrutura de propriedade da empresa. Nesse sentido, essa é contemplada no estudo. Outro ponto considerado no estudo é o controle das empresas, isto é, se estão nas mãos da iniciativa privada ou do governo.

A estrutura de propriedade pode ser caracterizada de duas maneiras, segundo Conyon e Leech (1994): i) uma simples taxa de concentração acionária onde combina as

ações dos cinco (05) maiores acionistas; e ii) uma variável baseada na concentração do poder do voto, usando o modelo de Cubbin e Leech (1983). Já Rao e Lee-sing (1995) afirmam que o nível de concentração da propriedade ou controle é medido pelo número de votos de um ou de um pequeno grupo de acionistas. Para avaliar o grau de concentração acionária na empresa buscou-se no item 7 do formulário 20-F a participação dos três primeiros grandes acionistas. Segundo Leal *et al.* (2002), um estudo realizado por La Porta *et al.* (1998) em 49 países demonstra que os três (03) maiores acionistas possuíam, em média, 46% da empresa. Outro item do formulário 20-F que contribui para formar o grau de concentração acionária foi o item 10. No estudo de Tosi e Gomez-Mejia (1994), os autores definiram a concentração acionária como uma variável *dummy*. A definição de concentração acionária, para os autores, seria de que se uma instituição externa ou um indivíduo possuísse 5% ou mais das ações da companhia, esta teria concentração e, portanto, atribuído o valor um (01) à variável *dummy*.

Segundo Murphy (1985), estudos econométricos têm indicado que o tamanho da empresa (exemplo: vendas) é o único determinante importante na remuneração executiva, deixando o desempenho da companhia (exemplo: lucros e retorno sobre o patrimônio) em segundo plano. Corroborando, Conyon e Murphy (2000), mencionam que existem estudos empíricos sobre remuneração executiva que tem consistentemente documentado que o tamanho da empresa e a indústria, isto é, o segmento a qual ela pertence, são os dois mais importantes fatores determinantes do nível de remuneração paga aos executivos.

O tamanho da empresa tem sido calculado na literatura em função do volume das vendas líquidas (BOSCHEN *et al.*, 2003; BOYD, 1994; CONYON; LEECH, 1994), embora Conyon e Peck (1998) tenham adotado como medida o número total de empregados. Essa medida, segundo Tosi e Gomez-Mejia (1994) - e que foi adotada no seu estudo -, é

também uma medida de tamanho da empresa, como vendas e ativos. Para os autores, as vendas e o número de empregados são medidas típicas e altamente correlacionados ($r = 0,86$ e $r = 0,89$). Não obstante, a literatura tem tratado o tamanho da empresa em função dos seus ativos totais (JENSEN; MURPHY, 1990a; BIZJAK *et al.*, 1993).

O cálculo do tamanho da empresa, portanto, apresenta relação com a remuneração, pois para Baker *et al.* (1988), o nível da elasticidade da remuneração com relação ao tamanho da empresa é em torno de 3%, ou seja, se uma companhia é maior em 10%, a remuneração dos seus executivos aumenta em 3% ou mais. Isto é, apresenta uma alta correlação com a remuneração (BAKER *et al.*, 1988). Devido a sua importância, o estudo contempla essas informações, sendo o volume de vendas líquidas e o ativo total das empresas extraídos do banco de dados Economática (2003). No seu cálculo, de acordo com outros estudos, tal como Murphy (1985), foi utilizado o logaritmo para apurar-se o tamanho da empresa.

Com relação ao segmento no qual a empresa atua, esse é relevante, pois segundo Gedajlovic e Shapiro (1998), a natureza do ambiente competitivo no qual a empresa opera, isto é, o efeito indústria, é importante.

Para conhecer o crescimento da empresa, buscou-se uma taxa média de crescimento, que corresponde ao valor de mercado da empresa entre 1998 e 2002, extraído do banco de dados Economática (2003).

No formulário 20-F, a remuneração dos conselheiros e dos executivos, por vezes, é fornecida na moeda do país. Tal remuneração, entretanto, foi convertida para US\$

(dólar americano), conforme a taxa de conversão expressa no formulário 20-F no item 3. A tabela 1 abaixo mostra as taxas adotadas para cada país.

Tabela 1- Taxa de câmbio para conversão para dólares

País	Moeda	Taxa de conversão para US\$
Argentina	Ps.	0,29586
Brasil	R\$	0,28305
Chile	Ch\$	1,40372
México	Ps.	0,09620

Fonte: formulário 20-F de 2002 das empresas.

Os dados foram tabulados de forma que se possa realizar uma análise de regressão, onde a remuneração do executivo (variável dependente) será uma função do desempenho da empresa, das características de governança, das características do executivo e do país. Essas são as classes de variáveis independentes.

Com relação as informações financeiras retiradas do banco de dados Economática (2003) – todas em dólar - bem como as informações presentes no formulário 20-F (enviados à SEC), foram tabulados para a utilização do *software* estatístico SPSS.

As transformações logarítmicas foram feitas para melhorar o ajuste estatístico. Estudos em remuneração, em outros países, segundo Firth *et al.* (1999), também utilizam essas transformações logarítmicas. Não obstante, Boyd (1994) *apud* Finkelstein e Hambrick (1989) recomendam o uso do logaritmo, na remuneração, para reduzir a heteroscedasticidade.

Para uma melhor compreensão da nomenclatura das variáveis, das siglas adotadas e dos grupos/categorias as quais pertencem e a origem das informações, para efeito da técnica de regressão, pode ser consultado o quadro 10 a seguir.

<i>Variáveis</i>	<i>Definição (ln significa logaritmo natural)</i>
Remuneração Executiva	Ano 2002, total da remuneração (salário mais bônus mais <i>stock options</i>), tudo em dólares.
Indicadores de Desempenho	
ROA	Lucro líquido disponível para os acionistas dividido pelo ativo total
ROE	Lucro líquido disponível para os acionistas dividido pelo patrimônio líquido
RET	Dividendos mais valor de mercado das ações dividido pelo preço da ação no início do ano, menos o retorno médio da Bolsa de Valores do país
EBIT/AT	Lucros antes de juros e impostos dividido pelo ativo total da empresa
EBITDA/AT	Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização dividido pelo ativo total
Q	Valor de mercado dos ativos dividido pelo custo estimado de reposição. Ver apêndice E.
Características da Governança Corporativa	
TOTBD	Ln (número de conselheiros do conselho de administração)
BD_AGE	Ln [idade média dos conselheiros]
GINDEP	Proporção de conselheiros externos. Ln[0.01 + número de conselheiros externos dividido pelo número total de conselheiros, expresso em percentual].
DUAL	1 se o CEO é o chairman, 0 caso não seja.
NEXEC_BD	Ln [número de executivos presentes no conselho de administração/ número total de conselheiros]
BD_TENURE	Ln [número de anos como conselheiro na companhia]
BD_EDUC	0=sem graduação;1=graduação;2=especialização;3=mestrado;4=doutorado; 5= pós-doutorado
BD_N_INDEP	número de conselheiros independentes
Características dos CEOs	
CEO_AGE	Ln [idade média dos executivos]
CEO_TENURE	Ln [número de anos como executivo na companhia]
CEO_EDUC	0=sem graduação;1=graduação;2=especialização;3=mestrado;4=doutorado; 5= pós-doutorado
CEO_TOT	Ln[média da educação dos executivos]
Características das Empresas	
SDROA	desvio-padrão do ROA.
SDROE	desvio-padrão do ROE.
SDRET	desvio-padrão do RET.
SD(EBIT/AT)	desvio-padrão do EBIT/AT
SD(EBITDA/AT)	desvio-padrão do EBITDA/AT
SIZE	Ln [total dos Ativos da companhia]
OWN	concentração acionária (3 maiores acionistas)
MNAC	1 se a companhia for multinacional, 0 se for nacional (do país)
CAC	1 se o controle acionário pertencer ao Governo, 0 se pertencer a iniciativa privada.
PAIS	<i>Dummy</i> para Argentina, Chile e México.
SETOR	<i>Dummy</i>

Quadro 9 - Metodologia de cálculo das variáveis independentes

O modelo econométrico adotado para identificar os determinantes da remuneração executiva na América Latina é o seguinte:

$$Y_f = \alpha + \sum_{i=1}^J \beta_i V_i + \sum_{j=J+1}^K \beta_j X_j + \sum_{k=K+1}^L \beta_k W_k + \sum_{l=L+1}^M \beta_l Z_l + \sum_{m=M+1}^N \beta_m DS_m + \sum_{n=N+1}^O \beta_n DP_n + e_f$$

Onde,

- Y_f = remuneração executiva para a empresa “f”
 V_{if} = “J” indicadores de desempenho
 X_{jf} = “K-J” características de governança corporativa
 W_{kf} = “L-K” características dos CEOs
 Z_{lf} = “M-L” características das empresas
 DS_{mf} = “N-M” *dummies* para setor
 DP_{nf} = “O-N” *dummies* para país
 α e β = parâmetros a serem estimados
 ε_f = termo de erro da regressão

3.5 Limitação do método

Além da coleta, registro e análise dos dados e informações, o método científico salienta que a pesquisa precisa ser feita com cuidado e precisão, cujas conclusões permitam que outros indivíduos qualificados alcancem os mesmos resultados analisando os mesmos dados.

É importante, portanto, ressaltar as limitações do método empregado na investigação. O método da pesquisa, através de informações disponibilizadas pelas empresas, tem como uma das limitações a não padronização do formulário 20-F. Não que este não possua uma estrutura, pois possui. Entretanto, as informações disponibilizadas dentro dessa estrutura não são uniformes nas empresas pesquisadas. Como exemplos podem-se citar a escolaridade dos conselheiros e dos executivos que não é fornecida por todas as empresas e, com isso, a tabulação do grau de escolaridade fica prejudicada; a idade dos conselheiros e executivos é outra informação que segue nessa mesma linha.

Uma outra limitação do formulário 20-F é de não fornecer com clareza a informação sobre independência do conselho de administração. Poucas são as empresas que demonstram essa informação de forma explícita. Dutra e Saito (2001) encontraram semelhante dificuldade ao analisar o perfil do conselho de administração de empresas brasileiras, embora tenham buscado essas informações no informativo anual enviado pelas empresas à Comissão de Valores Imobiliários – CVM.

O nível de transparência (*disclosure*) da remuneração dos contratos dos executivos americanos distingue-se de seus colegas de outros países, segundo Abowd e Kaplan (1999). Segundo Conyon e Murphy (2000), atualmente, os únicos países que apresentam uma transparência (*disclosure*) das práticas de remuneração individualmente de seus executivos - aqueles que se encontram no topo da organização - são os Estados Unidos, Reino Unido e o Canadá. Muito embora, Lewellen e Huntsman (2001) tenham tido dificuldade em obter o valor de todos os itens relevantes do pacote de remuneração dos executivos americanos.

Na América Latina, algumas empresas disponibilizam essa informação individualmente, isto é, quanto cada conselheiro recebeu a título de remuneração. Tal informação, no entanto, não é divulgada da mesma forma no que tange aos executivos. No presente trabalho, grande parte das empresas da amostra disponibilizam essa informação de modo amplo, isto é, informam apenas o valor total da remuneração de seus executivos e conselheiros. Outros benefícios raramente são mencionados e disponibilizados seus valores.

Ainda sobre remuneração, o presente trabalho tem como limitação o não ajuste desses valores aos impostos, o poder de compra e aos benefícios públicos de cada país, tal como no trabalho de Abowd e Bognanno (1995).

Com relação às participações e *stock options* existe certa deficiência na padronização e disponibilização dessas informações e que, segundo Evans *et al.* (2002), se deve ao fato de que essas informações são menos comuns e significativas, no caso na Austrália, do que nos Estados Unidos. O que de certa forma também é válido para os países contemplados nesse estudo.

Outra limitação no estudo, tratando-se ainda do formulário 20-F, é sobre o conflito de informações com ano base de encerramento. O ano fiscal das empresas é em dezembro de 2002. Ocorre, entretanto, que alguns encontros de acionistas aconteceram no primeiro trimestre de 2003. Nessa reunião, por vezes, algumas decisões tomadas são inseridas no formulário 20-F do ano fiscal 2002.

Para efeito de avaliação no tempo dos indicadores contábeis e de mercado, nem todas as companhias possuem o formulário 20-F a partir do ano 1998, bem como número reduzido de empresas se comparado com outros estudos, essencialmente americanos.

Existem muitos fatores específicos ou idiosincrasias das companhias que afetam a decisão da remuneração. Esses fatores são difíceis ou impossíveis de identificar e medir. Portanto, não podem ser modelados em uma regressão *cross-section*. (Firth *et al.* 1999). Conyon e Leech (1994) mencionam essa limitação. Contudo, os mesmos autores

mencionam uma aplicação de uma regressão múltipla já um avanço sobre uma simples *cross-section*.

No que tange ao problema de agência, a literatura foca quase que exclusivamente sobre os aspectos normativos da relação de agência, isto é, como estruturar a relação contratual (incluindo remuneração) entre o principal e o agente, segundo Jensen e Meckling (1976), para fornecer incentivos para que o agente escolha qual decisão irá maximizar o bem-estar do acionista, dada a incerteza e o imperfeito monitoramento existente.

Eisenhardt (1989) informa em seu estudo que na literatura da teoria de agência há duas abordagens diferentes e que, conseqüentemente, conduzem a interpretações diferentes, apesar das duas possuírem o mesmo ponto de partida que é o contrato entre o principal e o agente: i) positivista; e ii) principal-agente.

3.6 Visão Conceitual do Problema de Pesquisa

Na figura 8 tem-se uma representação conceitual do problema de pesquisa que possibilita uma visualização do mesmo.

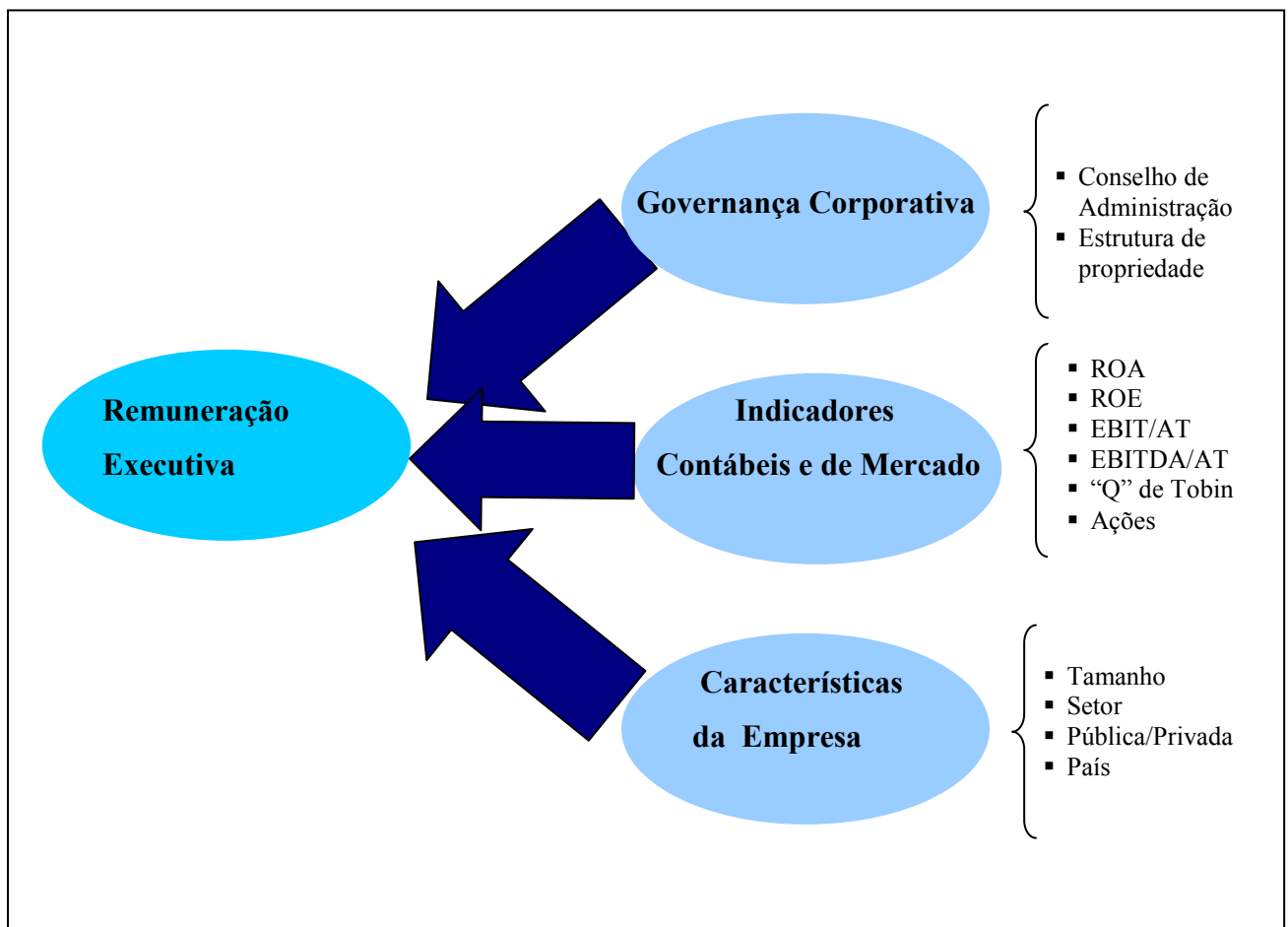


Figura 8- Visão Conceitual do Problema de Pesquisa

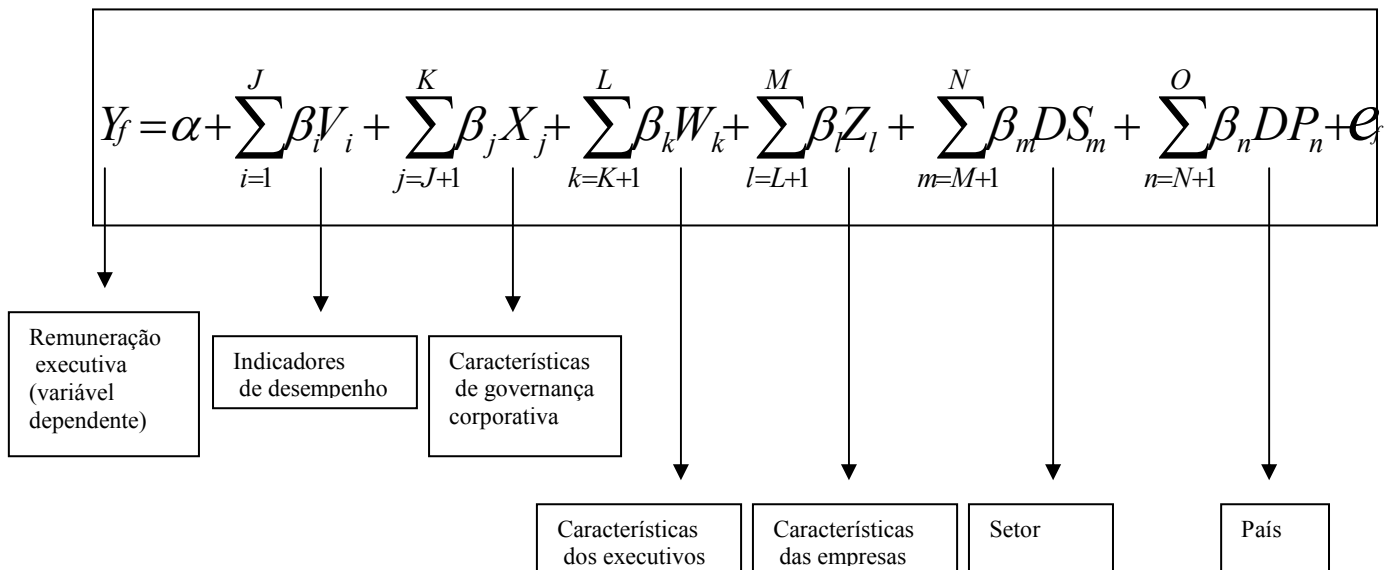
3.7 Modelo esquemático do Teste de Hipóteses

Dado o problema de pesquisa (abaixo) e o modelo empírico usado nesse estudo, tem-se a figura 9 para que se possa visualizar, na forma de esquema, o que se pretendeu nesse trabalho.

A questão da pesquisa é: a remuneração dos executivos na América Latina é um instrumento de governança corporativa (mecanismo interno), isto é, está relacionada com a criação de riqueza para os acionistas? E, ainda, quais indicadores de desempenho empresarial - contábeis ou de mercado – influenciam a remuneração desses executivos?

Modelo Empírico

Regressão múltipla:



4 ANÁLISE DOS DADOS

4.1 Identificação das empresas por segmento

Aplicando a estatística descritiva, na tabela 2 tem-se as empresas por segmento nos países (ABCM) e de forma total na América Latina.

Tabela 2 - Empresas por Setor

Segmento (indústria)	América Latina		País							
			Argentina		Brasil		Chile		México	
	total	%	total	%	total	%	total	%	total	%
Agro e Pesca	3	3,80	1	1,27	0	-	0	-	2	2,53
Alimentos e Bebidas	9	11,39	1	1,27	3	3,80	3	3,80	2	2,53
Comércio	5	6,33	0	-	1	1,27	1	1,27	3	3,80
Finanças e Seguros	11	13,92	3	3,80	3	3,80	5	6,33	0	-
Infraestrutura	6	7,59	1	1,27	3	3,80	1	1,27	1	1,27
Matérias-primas	5	6,33	0	-	1	1,27	2	2,53	3	3,80
Mídia & TV	5	6,33	0	-	1	1,27	0	-	3	3,80
Outros	3	3,80	0	-	1	1,27	1	1,27	1	1,27
Petróleo e Petroquímica	7	8,86	4	5,06	3	3,80	0	-	0	-
Siderurgia & Metalurgia	6	7,59	1	1,27	2	2,53	1	1,27	2	2,53
Telecomunicações	16	20,25	2	2,53	10	12,66	1	1,27	3	3,80
Transporte Serviços	3	3,80	0	-	0	-	1	1,27	2	2,53
Total geral	79	100,00	13	16,46	28	35,44	16	20,25	22	27,85

O segmento o qual a empresa atua é relevante, pois segundo Gedajlovic e Shapiro (1998), a natureza do ambiente competitivo em que a empresa opera, isto é, o efeito indústria, é importante. Conforme demonstrado na tabela 2, as empresas da América Latina representadas no estudo encontram-se pulverizadas em diversos setores, sendo a maior concentração no segmento de telecomunicações (20,25%), seguido pelo grupo finanças e seguros (13,92%). Com exceção do segmento de alimentos e bebidas (11,39%), os demais setores estão abaixo de 10% de representatividade na América Latina.

Na Argentina, a maior concentração de empresas está no segmento de petróleo e petroquímica (5,06%). Já, no Brasil, o setor com maior número de empresas é o de telecomunicações (12,66%). O Chile, por sua vez, possui um maior número de firmas no segmento de finanças e seguros (6,33%). Finalmente, no México, não se tem um segmento com mais de 5% de participação, demonstrando certa distribuição das empresas mexicanas entre os diversos setores. Contudo, o México possui quatro (04) segmentos onde o percentual de participação é o mesmo, isto é, 3,80%. Tratam-se dos setores de alimentos e bebidas, matérias-primas, mídia e TV e, por fim, telecomunicações.

4.2 Concentração de propriedade

Na seqüência da apresentação da tabela 2, é mostrada a tabela 3 que disponibiliza informações acerca da concentração da propriedade das companhias na América Latina, cuja análise é de extrema importância dentro do contexto das estruturas de governança corporativa e da teoria de agência.

Tabela 3- Concentração Acionária por País

	Estatística Descritiva					
	Característica das Empresas					
	n	mínimo	máximo	média	mediana	desvio-padrão
<i>Argentina</i>						
concentração acionária	13	0,54	1,00	0,80	0,83	0,155
<i>Brasil</i>						
concentração acionária	28	0,28	0,97	0,65	0,66	0,190
<i>Chile</i>						
concentração acionária	16	0,52	0,84	0,69	0,68	0,092
<i>México</i>						
concentração acionária	21	0,27	1,00	0,73	0,76	0,222
<i>América Latina</i>						
concentração acionária	79	0,00	1,00	0,69	0,70	0,199

Observação: a concentração refere-se a soma da participação dos 03 principais acionistas da companhia

Tosi Jr. e Gomez-Mejia (1994) mencionam que, em empresas controladas pelos proprietários, esses podem estabelecer práticas de monitoramento que induzirão os executivos a agir de acordo com os seus interesses. Em outras palavras, uma maior concentração da propriedade fornece incentivos para monitorar e premiar executivos eficientemente (AGRAWAL; KNOEBER, 1996). Por outro lado, Tosi Jr. e Gomez-Mejia (1994) informam que propriedade difusa pode conduzir a um fraco monitoramento pelos acionistas, o que, segundo Elston e Goldberg (2003), permite aos executivos extrair benefícios para si próprios. Assim, a dispersão da propriedade reduz a condição dos acionistas em remover os maus executivos e reduz incentivos para que os acionistas monitorem a atividade executiva (ELSTON; GOLDBERG, 2003); já a concentração de propriedade pode reduzir problemas de agência.

A dispersão da propriedade, contudo, é uma característica do modelo de capitalismo anglo-saxão. O capitalismo italiano, por exemplo, é caracterizado pelo controle de famílias nas empresas, segundo Brunello *et al* (2001). A Argentina (APREDA, 2001) e o Brasil (LEAL *et al.*, 2002) apresentam também essa característica.

Dentro das características das empresas, nota-se uma concentração da propriedade na América Latina. A Argentina é o país que apresenta a maior média de concentração da propriedade 80%. Esse número está muito próximo do estudo que Maher e Andersson (2000) realizaram sobre comparação internacional da concentração de propriedade das companhias, no qual localizaram a Áustria como o país com a maior média de concentração de propriedade: 82,2% de participação dos maiores acionistas na empresa.

Brasil (65%) e Chile (69%) estão muito próximos a países como a França (66,2%) e Itália (61,1%) em termos de concentração de propriedade. E ratificando que a dispersão da propriedade é uma característica do capitalismo anglo-americano, o estudo de Maher e Andersson (2000) relata o Reino Unido com uma concentração média de 14,4% e os Estados Unidos com 25,4%.

4.3 Características do Conselho de Administração

Outro mecanismo de monitoramento importante é o conselho de administração. Na tabela 4 mostra-se as principais características dos conselhos de administração das empresas analisadas na América Latina.

Tabela 4 - Características do Conselho de Administração por País

	Estatística Descritiva Conselho de Administração					
	n	mínimo	máximo	média	mediana	desvio-padrão
<i>Argentina</i>						
Número de Conselheiros	13	5,00	19,00	8,923	8,00	3,730
Idade média dos Conselheiros	9	45,42	60,5	51,64	52,26	4,972
Tenure do Conselho de Administração	11	0,00	8,00	2,47	1,28	2,613
Grau de instrução do Conselho*	10	0,80	1,89	1,31	1,28	0,331
Número de Conselheiros independentes	13	0,00	6,00	1,38	1,00	1,981
Número de Executivos no Conselho	13	0,00	6,00	2,31	2,00	1,702
<i>Brasil</i>						
Número de Conselheiros	28	3,00	15,00	9,54	9,00	2,874
Idade média dos Conselheiros	24	45,81	64,35	53,52	54,11	5,068
Tenure do Conselho de Administração	25	0,00	9,50	2,29	1,09	2,740
Grau de instrução do Conselho*	24	0,85	2,77	1,65	1,58	0,449
Número de Conselheiros independentes	28	0,00	7,00	0,57	0,00	1,574
Número de Executivos no Conselho	28	0,00	2,00	0,46	0,00	0,693
<i>Chile</i>						
Número de Conselheiros	16	7,00	11,00	8,50	8,50	1,366
Idade média dos Conselheiros	9	50,5	65,85	54,24	53,14	4,490
Tenure do Conselho de Administração	15	1,57	15,22	6,88	5,43	4,556
Grau de instrução do Conselho*	13	0,14	2,14	1,18	1,00	0,675
Número de Conselheiros independentes	16	0,00	6,00	2,50	2,00	2,033
Número de Executivos no Conselho	16	0,00	0,00	0,00	0,00	0,000
<i>México</i>						
Número de Conselheiros	22	7,00	27,00	13,41	12,00	5,114
Idade média dos Conselheiros	18	43,00	60,23	52,43	51,25	5,034
Tenure do Conselho de Administração	22	0,41	21,00	7,34	6,52	5,802
Grau de instrução do Conselho*	9	0,36	2,16	1,22	1,21	0,634
Número de Conselheiros independentes	22	1,00	6,00	3,23	3,00	1,412
Número de Executivos no Conselho	21	0,00	8,00	2,19	1,00	2,337
<i>América Latina</i>						
Número de Conselheiros	79	3,00	27,00	10,30	9,00	4,039
Idade média dos Conselheiros	60	43,00	65,85	53,02	52,72	4,912
Tenure do Conselho de Administração	74	0,00	21,00	4,71	3,64	4,820
Grau de instrução do Conselho*	56	0,14	2,77	1,41	1,44	0,553
Número de Conselheiros independentes	79	0,00	7,00	1,84	1,00	2,009
Número de Executivos no Conselho	78	0,00	8,00	1,14	1,00	1,734

* O grau de instrução é definido como:

a) 0=sem graduação;1=graduação;2=especialização;3=mestrado;4=doutorado; 5= pós-doutorado

b) média aritmética simples do grau de instrução dos conselheiros

Core *et al.* (1999) mencionam que existe uma associação substancial entre o nível de remuneração dos executivos e as características do conselho de administração. Buscou analisar as seguintes características do conselho de administração: a) tamanho do conselho de administração; b) idade média dos conselheiros; c) experiência dos conselheiros; d) grau de instrução dos membros do conselho; e) número de conselheiros independentes; e f) número de executivos no conselho.

O tamanho do conselho refere-se ao número de membros que o formam. As 79 empresas América Latina em estudo possuem em média 10,30 (medida igual a 9) membros no conselho de administração e, dentre os países, o México é o que possui o maior número de membros no conselho de administração (média igual a 13,41 e mediana igual a 12). Já o Chile é o que possui menos membros no conselho: média e mediana de 8,5 membros.

Cyert *et al.* (2002) encontraram em mais da metade das 1.648 companhias americanas um número de conselheiros maior do que 8 membros. Wan (2003), analisando 490 empresas americanas encontrou um conselho composto por 11 membros (mediana). O mesmo autor encontrou alguma evidência estatisticamente significativa entre a remuneração do executivo e o tamanho do conselho; os executivos possuem uma remuneração maior quando o conselho é grande. Pukthuanthong *et al.* (2004), encontraram um conselho composto, em média, por 13,54 membros (mediana igual a 13,00). Já Rao e Lee-Sing (1995) encontraram em 766 empresas canadenses uma média de 9,25 membros no conselho de administração.

Observa-se que as companhias analisadas nesse estudo, isto é, aquelas que emitiram ADR's nos Estados Unidos, apresentam uma quantidade de conselheiros muito próximos da quantidade de membros das empresas americanas.

Sobre a idade dos conselheiros, o Chile é o país que apresenta os conselheiros com maior idade, em média 54,24 anos (mediana de 53,14). Em seguida vem o Brasil (média de 53,52) e o México com média igual a 53,43 anos. Finalmente, a Argentina possui a menor idade média dos conselheiros: 51,64 anos. Com isso, a América Latina possui uma idade média dos seus conselheiros de 53,02 anos.

Outra característica importante, mas pouco pesquisada, é a experiência (*tenure*) dos conselheiros. Nesse sentido, os conselheiros mexicanos são os que apresentam mais tempo de experiência: em média 7,34 anos (mediana igual a 6,52). Na outra ponta, isto é, os que apresentam menor tempo de experiência estão os conselheiros brasileiros (média de 2,29 anos e mediana de 1,09). A baixa quantidade de anos de experiência dos conselheiros brasileiros pode estar associada ao programa de privatizações e o surgimento de novas companhias de telecomunicações – que possuem uma significativa participação na amostra das empresas brasileiras analisadas (12,66%).

O Brasil é o país que apresenta o maior grau de instrução de seus conselheiros (média de 1,65 e mediana de 1,58) na América Latina. O Chile, no sentido oposto, é o que possui o menor grau de instrução dos conselheiros (média de 1,18 e mediana de 1,00). Não há, contudo, uma variação significativa entre os países nesse quesito. A graduação é a titulação, em média, encontrada nos membros dos conselhos das empresas na América Latina.

A vigilância do conselho de administração é frequentemente associada a sua composição: internos ou independentes. A distinção entre conselheiros independentes e não-independentes pode ser importante, pois diferentes tipos de conselhos têm diferentes efeitos na remuneração executiva e no desempenho das companhias, segundo alguns estudos (já relatados); por isso a importância de se conhecer essa informação.

O número de conselheiros independentes na América Latina é de 1,84 (média) e 1,00 (mediana). No México existe uma obrigatoriedade de um quarto ($1/4$)⁷ do conselho de administração ser composto por conselheiros independentes; no Brasil, existe uma recomendação nesse sentido. O Chile é o país que possui a maior média de conselheiros independentes da amostra, com 2,5 em média e mediana de 2,0.

Bhagat e Black (2002) encontraram, em média, sete (07) conselheiros independentes nas 934 empresas americanas analisadas. Coles *et al* (2001), em termos percentuais, mostram em seu estudo de 144 empresas americanas que 47,10% das cadeiras do conselho, em média, são preenchidas por conselheiros independentes. Já Wan (2003) demonstra que em média os conselheiros independentes representam 67,92% (mediana de 71,43%) do total de membros do conselho de administração das 495 empresas americanas analisadas. Cyert *et al.* (2002) encontraram resultados muito próximos de Wan, onde em média 67,5% dos conselheiros são independentes (mediana igual a 71,4%). Outra informação importante é a de que mais de 83,4% das empresas têm na composição do conselho de administração sua maioria composta por conselheiros independentes, segundo Wan (2003).

⁷ Mexican Securities Market Law of 2001 requires at least 25% of the directors qualify as independent director (Fonte: formulário 20-F)

Entretanto, Wan (2003), analisando 490 empresas americanas, não encontrou evidências que os executivos são melhores remunerados quando o conselho de administração possui mais membros não independentes. No mesmo estudo o autor também oferece evidências de que quando colaboradores atuam no conselho, isto é, não são independentes, o resultado da empresa melhora. Em outras palavras, não se encontrou correlação entre conselheiros independentes e desempenho da empresa. A fraca conexão entre a independência do conselho e o desempenho da empresa conduz a um quebra-cabeça sem solução (BHAGAT; BLACK, 2002).

Um fato bastante curioso é o de que nas empresas chilenas não há a participação de executivos no conselho de administração. No México as empresas apresentaram o maior número de executivos no conselho de administração (08), com uma média de 2,19 executivos no conselho de administração. Assim, as empresas da América Latina possuem, em média, 11,06% do seu conselho de administração composto por executivos. Wan (2003) encontrou em média 20,73% (mediana de 18,47%) do conselho de administração composto por executivos da companhia.

4.4 Características da diretoria executiva

No epicentro das atenções está o principal executivo da empresa e como tal as características da diretoria executiva são analisadas valendo-se, basicamente, das mesmas características examinadas no conselho de administração. A tabela 5 mostra os resultados das empresas da América Latina.

Tabela 5 - Características da Diretoria Executiva por País

	Estatística Descritiva Diretoria Executiva					
	n	mínimo	máximo	média	mediana	desvio-padrão
<i>Argentina</i>						
Número de Executivos	13	2,00	22,00	9,31	8,00	4,889
Idade média dos Executivos	9	37,00	49,09	44,61	44,33	3,951
<i>Tenure</i> dos Executivos	9	0,33	8,16	2,85	2,13	2,537
Grau de instrução dos Executivos*	9	1,00	2,16	1,51	1,57	0,441
<i>Brasil</i>						
Número de Executivos	28	3,00	26,00	8,07	7,00	5,805
Idade média dos Executivos	24	42,00	60,00	49,60	48,69	4,189
<i>Tenure</i> dos Executivos	26	0,00	15,00	2,17	0,71	3,348
Grau de instrução dos Executivos*	24	0,78	2,40	1,68	1,72	0,383
<i>Chile</i>						
Número de Executivos	16	6,00	14,00	10,13	10,00	2,553
Idade média dos Executivos	10	40,30	52,28	46,15	46,10	3,363
<i>Tenure</i> dos Executivos	14	0,33	8,50	4,08	3,94	2,622
Grau de instrução dos Executivos*	14	0,62	2,69	1,33	1,23	0,486
<i>México</i>						
Número de Executivos	21	5,00	13,00	9,14	9,00	2,128
Idade média dos Executivos	16	38,22	58,00	46,49	45,09	5,582
<i>Tenure</i> dos Executivos	19	0,44	15,75	5,93	5,00	4,570
Grau de instrução dos Executivos*	9	1,22	2,44	1,92	2,14	0,491
<i>América Latina</i>						
Número de Executivos	79	2,00	26,00	8,97	8,00	4,285
Idade média dos Executivos	60	37,00	60,00	47,48	47,32	4,750
<i>Tenure</i> dos Executivos	71	0,00	15,75	3,55	2,20	3,780
Grau de instrução dos Executivos*	64	0,00	2,69	1,40	1,42	0,692

* O grau de instrução é definido como:

a) 0=sem graduação;1=graduação;2=especialização;3=mestrado;4=doutorado; 5= pós-doutorado

b) média aritmética simples do grau de instrução dos executivos

Para Leonard (1990), medidas observáveis sobre produtividade potencial, tal como idade, experiência e educação são importantes determinantes na configuração inicial da remuneração executiva. Sobre essas características dos executivos convém tecer algumas considerações.

A idade do executivo é uma importante e tradicional variável do capital humano, segundo Conyon e Murphy (2000). Wan (2003) e Brunello *et al.* (2001) encontraram que executivos mais velhos recebem uma remuneração maior do que executivos jovens, o que

evidencia, segundo Wan (2003), que executivos mais velhos são mais avessos ao risco do que jovens executivos. Nesse sentido, buscam uma remuneração maior.

Muitos estudos têm encontrado que a remuneração do executivo é positivamente correlacionada com a sua experiência (WAN, 2003). Leonard (1990), em seu estudo, menciona que um ano adicional de experiência do executivo aumentou a sua remuneração em 2%.

Outro prisma é que o executivo que tenha um longo *tenure* na organização pode ter provado para os acionistas que eles necessitam um monitoramento menor baseado no desempenho (COLES *et al.*, 2001). Hermalin e Weisbach (1991), por sua vez, encontraram que a experiência no cargo (*tenure*) do executivo não afeta a lucratividade da empresa em níveis baixos desse tempo. Contudo, segundo os mesmos autores, executivos que se encontram a mais de 15 anos no cargo, para cada ano adicional, há uma redução na lucratividade da empresa. Os autores concluem, desta forma, que executivos que permanecem muito tempo no cargo reduzem o desempenho da companhia.

Poucos estudos buscam na educação, isto é, escolaridade do executivo uma associação ao nível de sua remuneração. Leonard (1990), analisando empresas americanas, identificou que para cada ano escolar, o executivo aumenta a sua remuneração em 11%. Brunello *et al.* (2001) também encontraram um nível de remuneração maior para os executivos italianos com grau de educação maior.

Analisando as características dos executivos americanos, Cyert *et al.* (2002) trazem as seguintes informações em relação as 1.648 empresas analisadas: a) a idade média é

de 55,3 anos (mediana igual a 55 anos) e a idade máxima de 87 anos; e b) o tempo de experiência do executivo (*tenure*) médio é de 14,29 anos (mediana igual a 12) e o máximo de 50 anos.

Wan (2003) analisando 490 empresas, também americanas, obteve as seguintes características: a) a idade média de 55,69 anos (mediana de 56,33); e b) o tempo de experiência médio do executivo no cargo é de 8,64 anos (mediana de 6,00 anos). Garen (1994) encontrou uma média 56,52 anos de idade do executivo nas 415 empresas americanas analisadas.

4.5 Remuneração dos executivos

Por fim, a tabela 6 apresenta a remuneração dos executivos, já convertida em dólares.

Tabela 6 - Remuneração Executiva por País

	Estatística Descritiva					
	Remuneração					
	n	mínimo	máximo	média	mediana	desvio-padrão
<i>Argentina</i>						
Remuneração em US\$	13	45.022,93	6.449.682,60	1.716.304,67	976.328,10	1.787.500,24
Remuneração (US\$) média*	13	3.751,91	291.305,35	90.476,36	61.143,78	83.366,53
<i>Brasil</i>						
Remuneração em US\$	28	254.740,50	18.143.184,50	3.082.996,90	1.188.789,00	4.262.876,76
Remuneração (US\$) média*	28	12.737,03	862.343,77	169.465,36	82.469,02	212.648,32
<i>Chile</i>						
Remuneração em US\$	16	2.099.961,08	960.944.155,78	70.686.396,46	5.242.884,12	237.951.243,04
Remuneração (US\$) média*	16	104.998,05	38.437.766,23	3.032.012,14	281.996,17	9.495.608,37
<i>México</i>						
Remuneração em US\$	22	0,00	24.531.000,00	5.522.083,69	2.597.036,17	6.350.218,82
Remuneração (US\$) média*	22	0,00	1.066.565,22	235.411,44	139.153,30	257.659,39
<i>América Latina</i>						
Remuneração em US\$	79	0,00	960.944.155,78	18.229.692,83	3.088.020,00	107.968.052,89
Remuneração (US\$) média*	79	0,00	38.437.766,23	754.588,21	129.257,22	4.325.585,17

* Observação: a remuneração média é a remuneração total em US\$ dividida pelo número total de conselheiros e executivos

Conyon e Schwalbach (2000) descrevem que os executivos britânicos possuem uma remuneração duas vezes maior do que os executivos alemães, embora as diferenças entre essas duas economias não seja grande. Por outro lado, os executivos americanos são melhor remunerados que os executivos britânicos (CONYON; MURPHY, 2000). O mais bem remunerado executivo britânico é pobre para os padrões americanos, segundo os mesmos autores. Dessa forma, pode-se observar que, de fato, existem diferenças entre os países quando o tema é a remuneração executiva. Na América Latina não poderia ser diferente.

Antes de iniciar alguns comentários acerca da remuneração executiva na América Latina, uma observação é pertinente e deve ser considerada. No Chile, como se pode observar na tabela 6, existe uma remuneração que destoa das demais (ver a coluna máximo). Trata-se da empresa Banco Santander Chile que no formulário 20-F (de onde essa informação foi extraída), na página 179, o valor da remuneração (expressa em pesos chilenos, mas convertido pela taxa cambial) é esse mesmo. Imagina-se que haja algum equívoco na remuneração, mas opta-se por manter a fidelidade das informações.

O Chile, tratando-se em termos de mediana, remunera seus executivos melhor que os demais países. Já a Argentina é o país que apresenta a menor remuneração executiva. Uma possível explicação para a remuneração executiva argentina ser a menor dentre os países, pode estar associada a crise social e econômica que o país enfrentou nos últimos anos, conforme Apreda (2001). Já com relação ao Chile, uma especulação sobre a remuneração executiva ser a maior pode estar associada ao segmento, isto é, o Chile possui um maior número de empresas no setor financeiro (6,33%).

4.6 Correlações

A matriz de correlação consiste em uma análise preliminar do sentido e magnitude das relações lineares entre as variáveis. Apesar de ser uma análise extremamente simplista e pouco conclusiva, é uma ferramenta útil, mostrando uma sensibilidade ao pesquisador sobre as relações entre as variáveis e auxiliando-o na construção do modelo econométrico.

4.6.1 Argentina

A primeira matriz de correlação a ser analisada se refere às empresas da Argentina, na tabela 7. Nela pode-se verificar a existência de uma correlação relativamente alta entre os seguintes elementos: a) grau de educação dos conselheiros e concentração da propriedade; b) indicadores contábeis (excetuando-se o lucro líquido e o ROA), indicadores de mercado de ações e a idade dos conselheiros; c) indicador *ebit/at* e a experiência (*tenure*) dos conselheiros; d) grau de educação dos executivos e grau de educação dos conselheiros; e) indicadores de mercado, tamanho da empresa (vendas, ativos, patrimônio líquido) e número de conselheiros independentes; f) indicadores de mercado (especialmente o valor de mercado da companhia), tamanho da empresa (vendas, ativos, patrimônio líquido) e grau de educação dos executivos; g) indicadores de tamanho da empresa e indicador de valor de mercado da empresa com o lucro líquido; h) 'Q' de Tobin e indicador contábil *ebit/at*; h) indicadores de mercado ('Q' de Tobin e valor de mercado) e o indicador contábil *ebitda/at*; i) indicadores de tamanho da empresa (receitas, patrimônio líquido) e de valor de mercado com o indicador original do tamanho da companhia; j) indicadores de mercado (valor de mercado e 'Q' de Tobin), patrimônio líquido e receitas da empresa; l) 'Q' de Tobin e valor de mercado da empresa; e, por fim, m) retorno médio das ações da empresa e taxa de crescimento da mesma.

4.6.2 Brasil

A próxima matriz de correlação a ser analisada é a do Brasil, na tabela 8. Nela pode-se verificar a existência de uma correlação relativamente alta entre os seguintes elementos: a) experiência (*tenure*) dos conselheiros e idade dos mesmos; b) número de conselheiros independentes, número de executivos na empresa e experiência (*tenure*) dos conselheiros; c) indicadores de tamanho da empresa, indicador de valor de mercado da empresa e lucro líquido; d) indicador original de tamanho da empresa e indicador contábil *ebit/at*; e) indicador contábil ROE e indicador contábil ROA; f) indicadores de tamanho da empresa (receitas, patrimônio líquido), valor de mercado e indicador original do tamanho da companhia; g) indicador de valor de mercado, patrimônio líquido e receitas da empresa; e, por fim, h) indicador de valor de mercado e patrimônio líquido das empresas.

As semelhanças entre Argentina e Brasil residem nas correlações entre: a) indicadores de tamanho das empresas (receitas e patrimônio líquido), valor de mercado e lucro líquido das mesmas; b) indicadores de tamanho das empresas (receitas e patrimônio líquido) e indicador original de tamanho das companhias; c) patrimônio líquido, valor de mercado e receitas das empresas; e d) valor de mercado das firmas e patrimônio líquido das mesmas.

4.6.3 Chile

A matriz de correlação a ser analisada a seguir é a do Chile, na tabela 9. Antes de se iniciar a análise da matriz de correlação é importante mencionar que o Chile não apresenta executivos nos seus conselhos de administração. Fato que induz em erro ao se realizar a correlação dessa variável com outras.

Feita essa consideração, pode-se verificar a existência de uma correlação relativamente alta entre os seguintes elementos: a) experiência (*tenure*) dos conselheiros e idade dos mesmos; b) número de conselheiros independentes e número de executivos na empresa e experiência (*tenure*) dos conselheiros; c) experiência (*tenure*) dos executivos e sua idade; d) indicadores de tamanho da empresa, indicador de valor de mercado da empresa e lucro líquido; e) indicador original de tamanho da empresa e indicador contábil *ebit/at*; f) indicador contábil ROE, taxa de crescimento da empresa e indicador contábil ROA; g) indicadores de tamanho da empresa (receitas, patrimônio líquido), valor de mercado e indicador original do tamanho da companhia; h) o patrimônio líquido e receitas da empresa; e, por fim, h) indicador valor de mercado e patrimônio líquido das empresas.

As semelhanças entre Brasil e Chile são muitas e residem em quase todas as correlações, excetuando-se: a) experiência (*tenure*) dos executivos e sua idade; e b) indicador ROE, taxa de crescimento e indicador ROA. Nesses quesitos, o Chile se diferencia do Brasil.

4.6.4 México

Na tabela 10, tem-se a próxima matriz de correlação a ser analisada, cujo país é o México. Nela pode-se verificar a existência de uma correlação relativamente alta entre os seguintes elementos: a) número de conselheiros independentes e tamanho do conselho de administração; b) grau de educação dos conselheiros, idade dos executivos e idade dos conselheiros; c) grau de educação dos conselheiros e experiência (*tenure*) dos mesmos; d) tamanho da empresa e grau de educação dos executivos; e) indicadores tamanho da empresa, indicador de valor de mercado da empresa e lucro líquido; e) indicador contábil ROE e indicador contábil ROA; f) patrimônio líquido, indicadores de valor de mercado, 'Q' de Tobin e receitas (vendas) da companhia; g) indicadores valor de mercado, 'Q' de Tobin e patrimônio líquido da empresa; e, por fim, h) o indicador 'Q' de Tobin e valor de mercado da empresa.

As semelhanças entre México e Chile são muitas e residem em quase todas as correlações, excetuando-se: a) experiência (*tenure*) dos executivos e sua idade; e b) indicador ROE, taxa de crescimento e indicador ROA. Nesses quesitos, México, Chile e Brasil se diferenciam.

Feita a matriz de correlação entre as empresas de cada país (ABCM), realiza-se a matriz de correlação dos indicadores em termos de América Latina, cuja tabela 11 demonstra os resultados. A matriz de correlação entre os diversos indicadores no âmbito da América Latina apresenta poucas correlações consideradas altas e, na sua maioria sem surpresas, pois são informações sobre o tamanho das empresas e seus lucros; o ROE com o ROA; as vendas (receitas) com o tamanho das empresas; o patrimônio líquido e o valor de mercado com as receitas; e, por fim, o valor de mercado correlacionado com o patrimônio das companhias.

4.7 Regressões

Os resultados obtidos das regressões realizadas (tabelas 12 e 13), bem como a análise das mesmas são apresentados a seguir. Embora tenha-se realizado cinco (5) regressões com o grupo de variáveis especificadas anteriormente, devido a colinearidade, apenas duas (2) regressões são analisadas. As tabelas 12 e 13 reportam os resultados da regressão⁸.

Tabela 12 - Resultados da regressão utilizando como indicador de desempenho o ROA

$$Y_f = \alpha + \sum_{i=1}^J \beta_i V_i + \sum_{j=J+1}^K \beta_j X_j + \sum_{k=K+1}^L \beta_k W_k + \sum_{l=L+1}^M \beta_l Z_l + \sum_{m=M+1}^N \beta_m DS_m + \sum_{n=N+1}^O \beta_n DP_n + e_f$$

	Coefficiente (b)	t	sig	VIF
Constante	8,336	3,443	0,001	
Argentina	-0,716	-0,905	0,371	3,616
Brasil				
Chile	1,423	2,715	0,010	2,255
México	0,423	0,823	0,415	2,666
Alimentação e Bebidas	1,203	2,091	0,043	1,728
Comércio	1,079	1,576	0,122	1,608
Finanças e Seguros	-3,145	-0,058	0,954	1,722
Infraestrutura	0,562	0,906	0,370	1,559
Matérias-primas	1,482	2,133	0,039	2,243
Mídia	0,482	0,491	0,626	2,049
Petróleo e Petroquímica	-0,195	-0,251	0,803	1,683
Siderurgia e Metalurgia	-0,361	-0,441	0,661	1,426
Transporte	1,210	1,401	0,169	1,585
Concentração de Propriedade	-0,235	-0,240	0,812	1,914
Controle Acionário	0,248	0,378	0,707	2,243
Número total de conselheiros	-1,060	-0,021	0,984	2,053
Dualidade (CEO=Chairman)	0,739	1,675	0,101	1,830
Número total de executivos	7,195	1,607	0,115	1,667
Número de executivos no conselho	-0,540	-0,268	0,790	2,934
Taxa de crescimento	1,618	1,277	0,209	2,665
Log Ativos	0,312	2,204	0,033	1,779
Q de Tobin	6,982	0,251	0,803	1,787
ROA	2,400	0,625	0,535	2,486
Desvio-padrão do ROA	0,101	1,599	0,117	2,880
R ²	0,622			
R ² ajustado	0,406			
F (24;42)	2,878			
Sig. F	0,001			
Durbin-Watson	2,342			
N	67			

⁸ Os resultados, no entanto, não foram substancialmente diferentes daqueles reportados aqui.

Tabela 13 – Resultados da regressão utilizando como indicador de desempenho o EBITDA

$$Y_f = \alpha + \sum_{i=1}^J \beta_i Y_i + \sum_{j=J+1}^K \beta_j X_j + \sum_{k=K+1}^L \beta_k W_k + \sum_{l=L+1}^M \beta_l Z_l + \sum_{m=M+1}^N \beta_m DS_m + \sum_{n=N+1}^O \beta_n DP_n + e_f$$

	Coefficiente (b)	t	sig	VIF
Constante	8,573	3,340	0,002	
Argentina	6,811	0,083	0,934	3,339
Brasil				
Chile	1,313	2,364	0,023	2,388
México	0,506	0,781	0,439	3,699
Alimentação e Bebidas	0,811	1,356	0,183	1,771
Comércio	0,769	1,056	0,297	1,727
Finanças e Seguros	-0,310	-0,559	0,579	1,687
Infraestrutura	0,299	0,472	0,639	1,543
Matérias-primas	1,435	2,184	0,035	1,903
Mídia	0,399	0,325	0,747	2,209
Petróleo e Petroquímica	-0,497	-0,606	0,548	1,786
Siderurgia e Metalurgia	0,308	0,298	0,767	1,463
Transporte	0,858	0,954	0,346	1,636
Concentração de Propriedade	-0,171	-0,155	0,877	2,225
Controle Acionário	0,137	0,191	0,850	2,266
Número total de conselheiros	-3,835	-0,065	0,948	2,543
Dualidade (CEO=Chairman)	0,421	0,821	0,417	2,232
Número total de executivos	8,151	1,743	0,089	1,701
Número de executivos no conselho	-0,389	-0,184	0,855	3,063
Taxa de crescimento	1,157	0,992	0,327	2,141
Log Ativos	0,319	2,173	0,036	1,772
Q de Tobin	0,152	0,502	0,618	1,839
EBITDA	0,639	0,813	0,421	1,821
Desvio-padrão do EBITDA	-0,163	-0,162	0,872	1,529
R ²	0,610			
R ² ajustado	0,369			
F (24;39)	2,537			
Sig. F	0,005			
Durbin-Watson	2,357			
N	64			

A medida R^2 é denominada de coeficiente de determinação, segundo Hill *et al.* (2003). Quanto mais próximo estiver de 1 estiver, maior será a capacidade de previsão do modelo, segundo os mesmos autores. Assim, o valor de $R^2 = 0,610$ informa que 61% da remuneração executiva em torno de sua média são explicados pela variação das variáveis explanatórias. Alternativamente, pode-se dizer que o modelo de regressão explica 61% da remuneração dos executivos. Contudo, R^2 é uma medida descritiva. Por si só não mede a

qualidade do modelo de regressão. Não se pode julgar completamente um modelo com base no tamanho de seu R^2 .

Logo, adota-se o resultado de R^2 ajustado, pois reflete melhor o poder preditivo da regressão, na medida que ajusta o R^2 às variáveis significativas da regressão. O resultado na primeira regressão informa que 40,6% da variância da remuneração executiva (variável dependente) é explicada pela variância das variáveis explanatórias, isto é, explica 40,6% da remuneração executiva. Já, na segunda regressão, o resultado de R^2 ajustado revela que 0,369 ou 36,9% da remuneração executiva é explicada pelas variáveis independentes do modelo.

Percebe-se, em ambas as regressões, que o componente tamanho da empresa, medido pelo logaritmo dos ativos (nível de significância igual a 3,3% na primeira regressão e 3,6% na segunda), se apresenta como um dos principais determinantes da remuneração executiva (positivo e significativo). Similarmente, Conyon (1997), analisando as 213 maiores empresas do Reino Unido encontrou o tamanho da empresa como um dos mais importantes elementos que influencia a remuneração dos executivos. Essa é uma anomalia na remuneração executiva, conforme já documentado por Jensen e Murphy (1990a). Contudo, esse nível de significância encontrado (na primeira regressão) é semelhante ao estudo de Brunello (2001), na Itália, pois o ambiente institucional italiano é muito parecido com o adotado na América Latina.

Um ponto importante na primeira regressão diz respeito aos setores. Estudos empíricos de remuneração executiva têm consistentemente documentado não só a importância do tamanho da empresa mas o segmento em que ela atua, como os dois mais importantes fatores em determinar o nível da remuneração dos executivos (CONYON; MURPHY, 2000).

No que tange ao segmento, isto é, os setores que apresentam significância, na primeira regressão (tabela 11) apareceu alimentação e bebidas (4,3%) e matérias-primas (3,9%); já na segunda regressão (tabela 12), somente o setor de matérias-primas apresenta significância (3,5%). Este fato indica que existem diferenças sistemáticas e substanciais na remuneração dos executivos entre os setores. Especular sobre as causas dessas diferenças, apesar de importantes, está fora do escopo desse estudo .

Outro ponto importante é o país. Observa-se em ambas as regressões que o Chile é o único país que possui nível de significância (1% na primeira regressão e 2,3% na segunda regressão) no modelo. Tal fato pode estar associado ao desempenho das companhias chilenas, do setor financeiro (mais expressivo na composição das empresas chilenas, representando 6,33%) que poderia remunerar melhor seus executivos, ao ambiente econômico chileno, às estratégias das empresas chilenas. Assim, conforme os resultados apresentados nas regressões, os determinantes da remuneração executiva são: país, setor e tamanho da empresa (mensurado pelo logaritmo dos ativos).

Ciscel e Carroll (1979) mencionam que investigações estatísticas dos determinantes da remuneração executiva apresentam sérios problemas teóricos e econométricos, com colinearidade em algumas variáveis, isto é, multicolinearidade, bem como a presença da heterocedasticidade, na qual pesos são introduzidos para fornecer uma variância constante no termo de erro. Com esses problemas econométricos, o poder preditivo do modelo fica prejudicado.

Assim, para que se possam realizar algumas inferências estatísticas, o modelo de regressão linear apresenta algumas hipóteses básicas, principalmente, em relação ao termo aleatório e à matriz de variáveis explicativas (DIAZ, 2000b). Inicialmente, busca-se detectar a presença de algum problema decorrente da violação de alguma(s) das hipóteses básicas do modelo de regressão linear, por meio de procedimentos usuais, para, numa segunda etapa, procurar solucionar ou contornar o problema aplicando técnicas disponíveis, segundo a mesma autora.

Basicamente, os problemas a serem analisados podem ser enquadrados em três grandes categorias, segundo Diaz (2000b): 1) relacionados à matriz das variáveis explicativas, isto é, omissão de variável relevante; inclusão de variável irrelevante e multicolinearidade; 2) relacionados ao termo aleatório, isto é, autocorrelação e heterocedasticidade; e 3) relacionados à não-linearidade da forma funcional.

Em sua maioria, os dados econômicos utilizados para estimar relações econômicas são não-experimentais, isto é, os dados não são resultados de um experimento planejado em que se especifica um plano experimental para as variáveis explanatórias (HILL *et al.*, 2003). Assim, é possível que muitas das variáveis econômicas possam caminhar juntas de maneira sistemática e são denominadas colineares, cujo problema é denominado de colinearidade, segundo os mesmos autores. O problema da colinearidade é que os dados não contêm informação sobre os efeitos individuais das variáveis explanatórias, suficientes para estimar com precisão todos os parâmetros do modelo estatístico (HILL *et al.*, 2003).

A multicolinearidade refere-se ao caso em que duas ou mais variáveis independentes no modelo de regressão são altamente correlacionadas (SOARES;

CASTELAR, 2003). E, em outras palavras, não há garantia de que os dados sejam ricos em informação, nem de que seja possível isolar as relações ou parâmetros econômicos de interesse (HILL *et al.*, 2003).

Uma das maneiras de detectar a multicolinearidade é o fator de inflação da variância (VIF), segundo Soares e Castelar (2003), na qual um valor superior a 1 indica a presença de algum grau de associação linear entre a variável explicativa em questão e as demais incluídas no modelo, mencionam os autores. Contudo, um VIF menor que 4, como alguns autores sugerem⁹, e outros¹⁰ um VIF menor que 10, estão dentro de uma tolerância aceitável; logo, sem multicolinearidade.

A autocorrelação é comumente encontrada em dados de séries temporais e refere-se à correlação entre os termos de perturbação incluídos na função de regressão populacional, segundo Soares e Castelar (2003); embora também possa ocorrer em dados do tipo *cross-section*, segundo os mesmos autores, na qual os dados em corte transversal frequentemente são gerados por meio de uma amostra aleatória de várias unidades econômicas (HILL *et al.*, 2003). Sendo assim, a possibilidade de autocorrelação deve ser sempre levada em conta. Para testar a existência de autocorrelação, utilizam-se o teste Durbin-Watson e o multiplicador de Lagrange (ML), para que se possa realizar um julgamento objetivo (HILL *et al.*, 2003).

O teste Durbin-Watson continua a ser o teste mais importante para a verificação da autocorrelação (HILL *et al.*, 2003), além de ser um teste simples (DIAZ,

⁹ <http://www2.chass.ncsu.edu/garson/pa765/assumpt.htm>

¹⁰ http://www.isixsigma.com/dictionary/Variance_Inflation_Factor-712.htm

2000a). Sua utilização, porém, é válida apenas para a verificação da existência de autocorrelação com padrão auto-regressivo de 1ª. ordem (DIAZ, 2000a).

Conforme pode ser visualizado nas tabelas 12 e 13, optou-se por utilizar o teste Durbin-Watson, sendo que tanto a primeira regressão (2,342), quanto a segunda regressão (2,357) indicam a não existência da autocorrelação no modelo, pois o valor encontrado é maior que 2 (menor indica autocorrelação positiva) e é menor que 4 (maior indica autocorrelação negativa). Isso, contudo, não é suficiente. É necessário verificar a heterocedasticidade.

O termo aleatório, além de não autocorrelacionado, deve apresentar uma variância constante. Assim, dentre as hipóteses do Modelo Clássico de Regressão Linear, deve-se estabelecer que os distúrbios estocásticos tenham a mesma variância em todas as observações, o que recebe o nome de homocedasticidade (SOARES; CASTELAR, 2003). A violação deste pressuposto recebe o nome de heterocedasticidade, sendo um fenômeno típico de dados do tipo *cross-section*, segundo os autores, pois envolvem observações sobre unidades econômicas de vários tamanhos, segundo Hill *et al.* (2003).

Inicialmente, falhas na especificação do modelo podem gerar um termo aleatório heterocedástico, cuja presença gera estimadores dos parâmetros não viesados (tendencioso), mas ineficientes; e as variâncias estimadas dos parâmetros são viesadas (tendencioso), gerando problemas com os testes de hipóteses (DIAZ, 2000a). Para pesquisar a existência de heterocedasticidade deve-se estimar o modelo utilizando mínimos quadrados e fazer o gráfico de resíduos mínimos quadrados, segundo Hill *et al.* (2003). Abaixo, seguem os gráficos de resíduos nas figura 9 e figura 10.

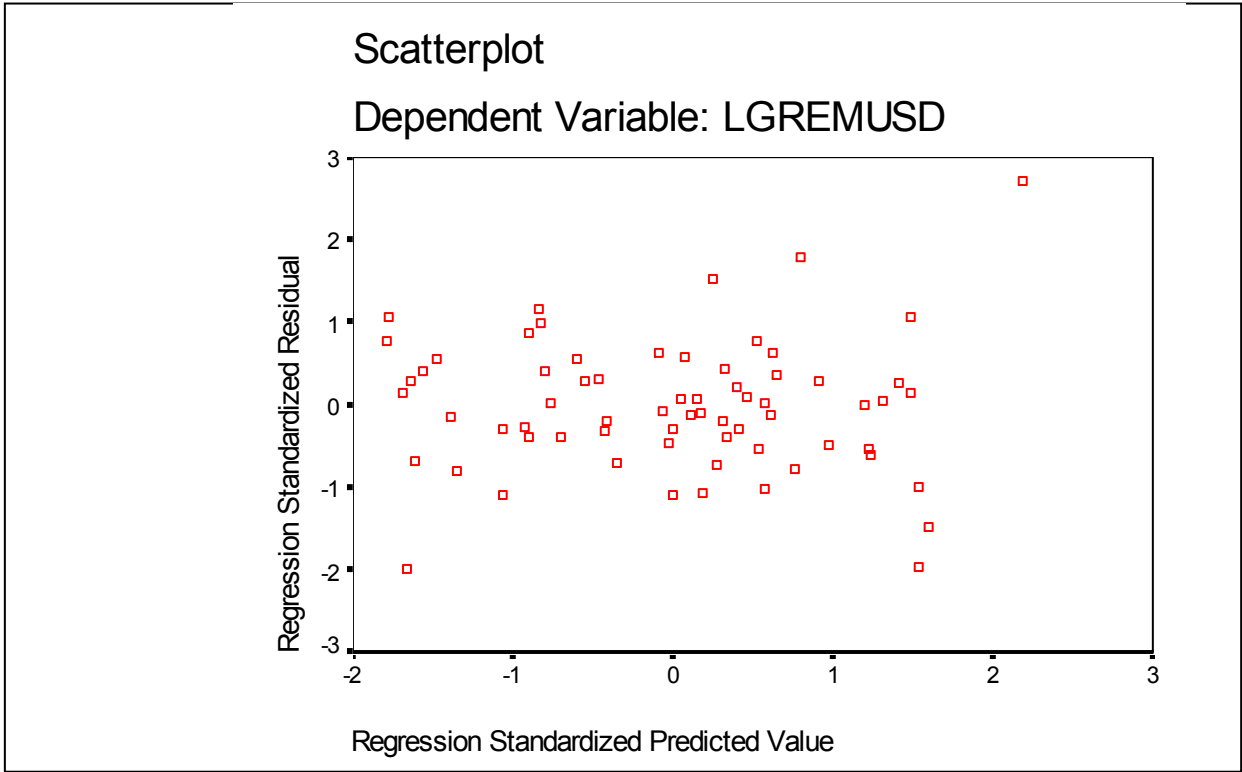


Figura 9 - Gráfico dos resíduos da regressão utilizando o ROA como o indicador de desempenho

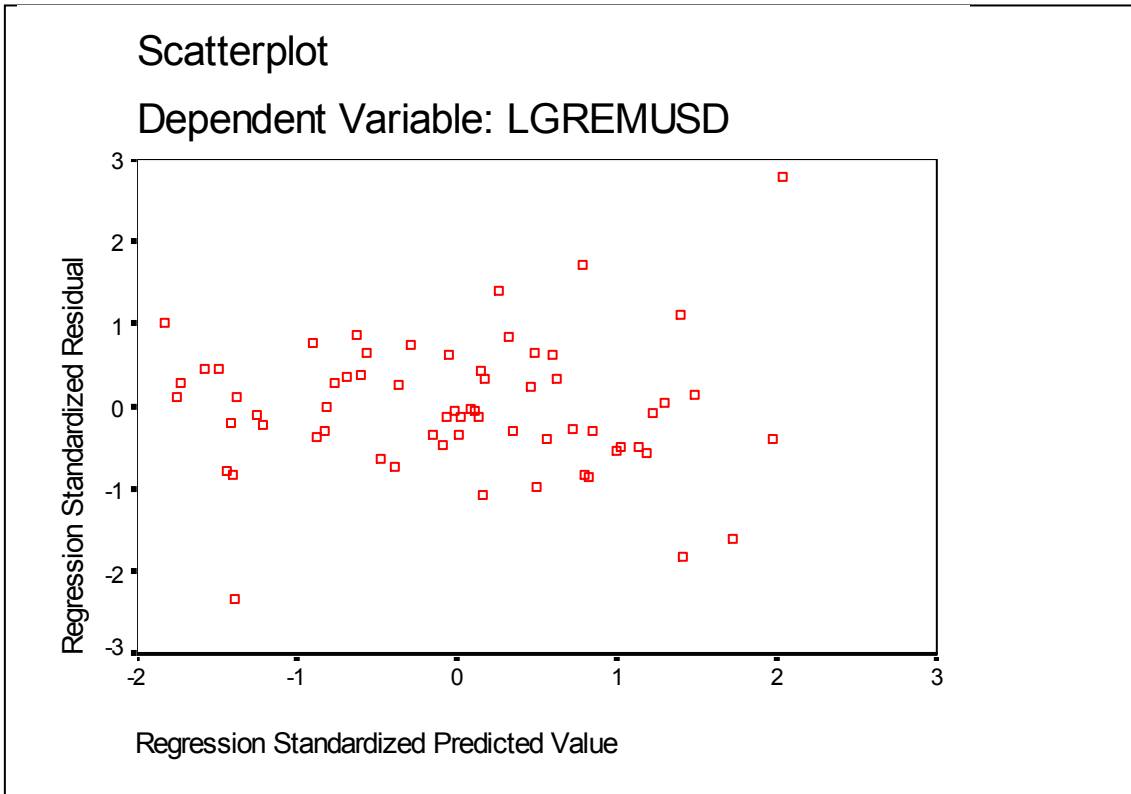


Figura 10 - Gráfico dos resíduos da regressão utilizando EBITDA/AT como indicador de desempenho

Nota-se em ambos os gráficos que há uma distribuição dos resíduos, tanto do intervalo $(-2;0)$, quanto no intervalo $(0;2)$, indicando que não existe heterocedasticidade nos modelos. Com isso, conclui-se que o modelo não apresenta multicolinearidade, nem heterocedasticidade, como temido pelos autores Ciscel e Carroll (1979).

5 CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

5.1 Conclusão

Poucas questões na história das corporações modernas, em âmbito internacional, têm atraído tanta a atenção quanto a questão da remuneração executiva, sobretudo nos Estados Unidos e no Reino Unido. Dentre os diversos fatores que tem contribuído para esse amplo interesse na remuneração executiva pode-se mencionar o aumento dessa remuneração, especialmente, quando comparado com o operário comum; aos escândalos nas companhias americanas, cujas fraudes estavam associadas à remuneração; e, ao período de recessão econômica mundial no início dos anos 1990, na qual se encontrou uma dissociação visível entre a remuneração dos executivos e o desempenho das respectivas empresas, particularmente, as americanas.

Não obstante, a literatura da moderna organização industrial enfatiza a importância da motivação gerencial, assim como a teoria de agência, argumentando que as empresas precisam estruturar a remuneração executiva de forma a atrair, reter, motivar e premiar seus executivos. Tanto uma quanto a outra, buscam formas de maximizar o esforço executivo em prol dos acionistas, especialmente, nas empresas com propriedade difusa como no caso das empresas americanas. Nessas empresas, sem efetivos procedimentos de controle

por parte dos acionistas, os executivos podem tomar decisões que os beneficiem às custas dos acionistas - detentores dos fatores de produção – como, por exemplo, maximizar seus salários.

Para ajudar a alinhar os interesses dos acionistas e dos executivos dentro do contexto principal-agente, a elaboração de esquemas de incentivos e premiação são muito importantes, cujos contratos buscam conectar a remuneração dos executivos aos resultados da companhia. Esses contratos ou esquemas de incentivos buscam induzir o executivo a comportar-se como se ele fosse um acionista da companhia, bastando saber, portanto, que elementos nesses contratos produzem esse efeito. Assim, numerosos estudos têm tentado identificar os fatores mais importantes que impactam na remuneração executiva; basicamente indicadores de desempenho da firma e estruturas de governança corporativa. Contudo, esses estudos têm se concentrado basicamente nos Estados Unidos, embora também exista essa preocupação do outro lado do Atlântico. Por conseguinte, poucos trabalhos têm examinado essa questão em mercados emergentes, como no caso da América Latina.

Apesar de que se possa imaginar, num primeiro momento, que exista uma relação tautológica entre desempenho e remuneração, a literatura (americana, basicamente) não apresenta resultados tão concretos assim. Muito das evidências empíricas dos estudos realizados sobre os determinantes da remuneração executiva tem concluído que existe apenas uma fraca relação entre a remuneração e o desempenho dessas companhias. Tais resultados têm sido amplamente interpretados como um desalinhamento entre os incentivos dos executivos e os acionistas e, como tal, fornecendo pouco suporte para o modelo principal-agente em empresas americanas.

O modelo principal-agente é a premissa básica dos estudos de remuneração executiva e, com ele a governança corporativa, que dispõe de mecanismos (internos e externos) que buscam atuar no problema de agência, sendo os mais comuns nos Estados Unidos: conselho de administração, aquisição hostil, mercado de trabalho, ativismo de investidor institucional e concentração da propriedade.

No entanto, sistemas de governança podem ser distinguidos de acordo com o grau de concentração de propriedade. A governança corporativa na América Latina é diferente da governança no Reino Unido e nos Estados Unidos (ambos concentram a maioria das pesquisas em remuneração executiva). Logo, os resultados apresentados nessas nações não podem ser imputados na América Latina. Embora as empresas da América Latina sejam grandes para padrões internacionais, elas não apresentam o grau de separação de controle e propriedade observados nas nações anglo-americanas. Concentração esta, característica de mercados emergentes ou em desenvolvimento.

Assim, a estrutura de propriedade das empresas da América Latina, que difere radicalmente das companhias americanas, é um fator a ser considerado, pois a existência e o tamanho dos custos de agência dependem da natureza dos custos de monitoramento e, nesses casos, os proprietários podem ser mais efetivos no monitoramento do comportamento dos seus executivos.

O presente estudo buscou identificar quais os determinantes da remuneração executiva na América Latina no ano de 2002. Para isso, analisou o comportamento das empresas Argentina, Brasil, Chile e México (ABCM), pois nesses países se concentram 91% das companhias da América Latina que emitiram ADR's. Somente 9 empresas, que pertencem

a outras nações, não foram contempladas nesse trabalho. A amostra final ficou em 67 firmas para efeito do cálculo de regressão. Embora, num primeiro momento pode parecer pequena a amostra, em relação aos demais trabalhos realizados fora dos Estados Unidos e Reino Unido, ela é significativa e representativa.

De acordo com a teoria econômica, o objetivo da firma é maximizar a riqueza dos acionistas através da alocação eficiente e produtiva dos fatores de produção, isto é, o objetivo da firma é maximizar o lucro. Assim, executivos são contratados para representar esse papel. No entanto, o critério para avaliar o desempenho da empresa não necessariamente precisa ser o lucro. Existem indicadores financeiros e não-financeiros. A literatura em remuneração executiva tem se concentrado basicamente nos indicadores financeiros.

Indicadores contábeis e do mercado de ações têm sido considerados na literatura de remuneração executiva sem, entretanto, apresentar conclusões sobre qual tipo é o mais apropriado. Em ambos os casos não existe consenso sobre esses indicadores. Há autores que advogam que os indicadores de mercado expressam melhor a riqueza do acionista e, portanto, esses devem estar presentes nos contratos dos executivos. Outros mencionam que indicadores de mercado de ações sofrem interferências que estão além do controle do executivo e, portanto, os indicadores contábeis seriam melhores para se avaliar o reflexo das decisões deste.

Em virtude do problema de agência ser o elemento essencial dos contratos incompletos, muitos estudos buscam identificar quais itens financeiros (indicadores contábeis e indicadores de mercado de ações) e quais características (empresa, mecanismos de

governança corporativa) poderiam ser utilizados para melhor alinhar os interesses dos executivos com os dos acionistas e com isso estabelecer o “contrato ótimo”.

O trabalho, contudo, revela uma história familiar na literatura da remuneração executiva em muitos países: o tamanho da empresa como um determinante da remuneração. Nesse sentido, corrobora com as recentes evidências dos trabalhos acadêmicos, nos quais têm sido difícil isolar uma relação positiva significativa entre a remuneração e o desempenho da companhia. Nem indicadores contábeis, nem de mercado de ações apresentaram significância estatística nas regressões realizadas, de modo que não é possível fazer inferências ou generalizações.

Sobre a conexão com o tamanho da empresa, isso sugere que executivos podem estar interessados em fusões e aquisições como forma de aumentar a sua remuneração. Os acionistas, por sua vez, possuem, normalmente, pouco interesse no tamanho da empresa e preferem indicadores de desempenho econômico como uma medida do esforço do executivo. Avanços, portanto, são necessários nesse campo.

Diante desse resultado, a hipótese nula primária não pode ser rejeitada, na medida em que não foi possível verificar uma relação significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho das companhias. A hipótese nula secundária desse estudo também não pode ser rejeitada, isto é, não existe diferença significativa nos determinantes da remuneração dos executivos das empresas da América Latina.

Uma possível explicação para esse fato seria o nível de transparência (*disclosure*) das informações sobre a remuneração dos executivos na maioria dos países (Firth

et al. 1999), bem como a qualidade dessas informações, uma vez que sobre os estudos de remuneração executiva Miller (1995) relata que estes dependem de dados secundários, tais como *Forbes*, *Fortune*, *Business Week* e os formulários encaminhados à *Securities and Exchange Commission* (SEC). Assim como em outros países – excetuando-se Estados Unidos e Reino Unido -, o nível de transparência (*disclosure*) das informações sobre a remuneração executiva na América Latina é um item que precisa melhorar.

Outra questão é a concentração da propriedade nas empresas da América Latina. Concentração da propriedade reduz o problema de agência e fornece incentivos para melhor monitorar as atividades dos executivos por parte dos proprietários. Por outro lado, os custos associados à concentração de propriedade são baixa liquidez, possibilidades reduzidas para diversificar o risco e impedimentos na entrada de novos empreendimentos. Por não encontrar uma conexão entre o desempenho da companhia e a remuneração executiva, de forma estatisticamente significativa, a concentração de propriedade das companhias na América Latina parece limitar a ação executiva em seu próprio benefício.

Além do que foi mencionado, empresas maiores necessitam de estruturas organizacionais mais complexas, bem como o nível de responsabilidade e de tomada de decisão também o são. Nesse sentido, o tamanho da empresa apresenta uma relação positiva e significativa com a remuneração executiva nas empresas da América Latina, sendo esse aspecto o maior determinante encontrado nesse estudo.

A governança corporativa possa afetar o desenvolvimento e funcionamento dos mercados de capitais e exercer uma forte influência na alocação de recursos, na era do aumento da mobilidade de capital e da globalização. Tem também se tornado um importante

elemento que afeta a condição de competitividade das empresas e a economia dos países em desenvolvimento, já que ela pode reduzir o custo de captação de recursos externos, aumentar a liquidez e negociabilidade das ações da empresa e, ainda, aumentar o valor da ação. Apesar dessas considerações, entretanto, a governança corporativa não se apresentou de forma estatisticamente significativa como um determinante que impacta na remuneração executiva para que considerações mais consistentes fossem apresentadas. Novamente, tal situação pode estar relacionada com a concentração de propriedade apresentada pelas empresas na América Latina, pois os membros do conselho de administração, na sua maioria, são indicados pelo acionista controlador.

O modelo é incompleto porque existem muitos fatores particulares de cada empresa que podem não serem capturados na sua totalidade por essas variáveis na equação (regressão). Contudo, as características que impactam na remuneração executiva na América Latina são: país, setor e tamanho das empresas. Com a internacionalização das companhias na América Latina é provável que essas características sofram alterações, na medida em que essas empresas passariam a adotar as práticas das companhias multinacionais.

5.2 Recomendações

Para continuidade desse tema, existe uma variada gama de possibilidades. Inicialmente, o modelo adotado, como mencionado, não captura a totalidade dos fatores. Por essa razão, muitos pesquisadores usam a técnica de dados em painel ou modelos de mudanças na remuneração. Embora o trabalho tenha utilizado a abordagem da *cross-section* e limitado para um único ano (2002), futuras pesquisas estarão mais habilitadas a usarem dados longitudinais e modelo de dados em painel. Ambos podem ser usados para analisar a

remuneração executiva. Da mesma forma, futuros estudos, usando dados de períodos anteriores poderão investigar se as alterações propostas na Lei Sarbanes-Oxley tiveram algum impacto sobre os pacotes de remuneração.

A pesquisa apresentada focou apenas nos executivos ou no time de executivos concentrados no topo da organização, em 2002, a questão da remuneração por eles recebida. Desconsiderando, portanto, a carreira desses executivos na companhia. Contudo, recentes pesquisas têm buscado, segundo Went (2003), expandir esse escopo para os demais executivos da empresa que não se encontram no topo da mesma. Bushman e Smith (2001) mencionam que há uma literatura que está se desenvolvendo focando na remuneração dos gerentes de unidades dentro da hierarquia da empresa. O desenvolvimento dessa literatura, segundo os mesmos autores, parece ser promissor. Não obstante, uma outra abordagem, sobre esse tema, que pode motivar futuras pesquisas é a investigação do papel da remuneração e avaliação individual. Para essa abordagem, ver estudo de Schiehl (2001). Já a utilização de incentivos para demissão no caso de mau desempenho pode ser conferido trabalho de Jensen e Murphy (1990a).

Muito embora se tenha investigado a remuneração dos executivos de empresas privadas, todas as sugestões apresentadas podem ser aplicadas ao setor público, ou ainda, às empresas recém-privatizadas.

Conforme Jensen e Murphy (1990) sugerem, é importante integrar a teoria de agência com outros paradigmas. Assim, existe uma ampla variedade de paradigmas que podem explicar a remuneração executiva, tais como, teoria da produtividade marginal, teoria do processamento informacional, teoria da dependência de recursos, teoria dos critérios

gerenciais (*managerial discretion theory*) e teoria das comparações sociais (BARKEMA; GOMEZ-MEJIA, 1998). Além disso, outras características comuns dos sistemas de remuneração não são facilmente explicadas pela tradicional teoria econômica (BAKER *et al.*, 1988). Os mesmos autores admitem que o entendimento das estruturas internas de incentivos está muito distante de ser completa, pois existem outros tópicos, tais como comportamento humano e motivação, que ainda não são capturados pelos modelos econômicos.

Finalmente, o fato da maioria dos estudos que buscam determinar a influência do desempenho da empresa sobre a remuneração executiva tratarem a remuneração apenas do salário em dinheiro, ignoram outras formas de benefícios tais como benefícios de aposentadoria, planos de participação, assistência médica, entre outros. Esses itens, contudo, frequentemente resultam em um incremento anual na riqueza do executivo de forma relevante. Assim, existe uma avenida promissora de futuras pesquisas em remuneração executiva.

REFERÊNCIAS

ABOWD, John M.; BOGNANNO, Michael L. **International differences in executive and managerial compensation**. In R.B. Freeman and L. Katz, eds. *Differences and Changes in Wage Structures*, p.67-103, 1995.

_____; KAPLAN, David S. Executive compensation: six questions that need answering. **Journal of Economic Perspective**, vol. 13, no. 4, p. 145-168, fall, 1999.

AGRAWAL, Anup.; KNOEBER, Charles R. **Outside directors, politics, and firm performance**. 1998. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=85310>

_____, _____. Firm performance and mechanisms to control agency problem between managers and shareholders. **Journal of Finance and Quantitative Analysis**, vol. 31, no. 3, september, 1996.

ALCOUFFE, Alain; ALCOUFFE, Christiane. Executive compensation – setting practices in France. **Long Range Planning**, vol 33, p. 527-543, 2000.

ANDERSON, Sarah; CAVANAUGH, John; HARTMAN, Chris; *et al.* **Executive excess 2002: CEOs cook books, skewer the rest of us**. United for a fair Economy, august, 2002. Disponível em www.faireconomy.org

APREDA, Rodolfo. **Corporate governance in Argentina: the outcome of economic freedom (1991-2000)**. Empirical Research-Based and Theory-Building Papers, vol. 9, no. 4, october, 2001.

BAEK, H. Young; PAGÁN, José A. Executive compensation and corporate production efficiency: a stochastic frontier approach. **Quarterly Journal of Business & Economics**, vol. 41, nos. 1 & 2, p.28-41, 2002.

BAINBRIDGE, Stephen M. Why a board? Group decisionmaking in corporate governance. **Vanderbilt Law Review**, vol. 55, no. 1, jan. 2002.

BAKER, George P. **Incentive contracts and performance measurement**. **Journal of Political Economy**, vol. 100, no. 31, 1992.

_____. JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. Compensation and incentive: practice vs. theory. **Journal of Finance**, vol. 63, no. 3, p. 593-616, july, 1988.

BARHEMA, H. G.; GOMEZ-MEJIA, L. R. Managerial compensation and firm performance: a general research framework. **Academy of Management Journal**, vol. 41, n. 2, p. 135-145, 1998.

BARNARD, Chester I. **As funções do executivo**. São Paulo: Atlas, 1979.

BEBCHUK, Lucian Arye; FRÍED, Jesse M. Executive compensation as an agency problem. **Journal of Economic Perspective**, vol. 17, no. 3, p. 71-92, summer, 2003.

_____. FRÍED, Jesse M; WALKER, David I. **Executive compensation in America: optimal contracting or extraction of rents?** 2001. Disponível em <http://www.nber.org/paper/w8661>

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Alisa. **Corporate governance and control**. 2002. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w9371>

BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Business Lawyer**, p. 921-963, 1999. Disponível em http://papers.ssrn.com/papers.taf?abstract_id=11417

_____, _____. The non-correlation between board independence and long-term firm performance. **The Journal of Corporation Law**, vol. 27, p.231-273, winter, 2002.

BIZJAK, John M.; BRICKLEY, James A.; COLES, Jeffrey L. Stock-based incentive compensation and investment behavior. **Journal of Accountin and Economics**, 16, p. 349-372, 1993.

BOSCHEN, John F.; DURU, Augustine; GORDON, Lawrence A.; SMITH, Kimberly. Accounting and stock price performance in dynamic CEO compensation arrangements. **The Accounting Review**, vol. 78, no 1, p. 143-168, january, 2003.

BREALEY, Richards A.; MYERS, Stewart C. **Princípios de Finanças Empresariais**. 5 ed. Portugal, McGraw-Hill, 1992.

BRUNI, Adriano Leal. **Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital: uma análise das emissões de ADRs brasileiras no período 1992-2001**. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2002.

BRUNELLO, Giorgio; GRAZIANO, Clara; PARIGI, Bruno. Executive compensation and firm performance in Italy. **International Journal of Industrial Organization**, p. 133-161, 2001.

BUCHHOLTZ, Ann K.; YOUNG, Michael N.; POWELL, Gary N. Are board members pawns or watchdogs? The link between CEO pay and firm performance. **Group & Organization Management**, vol. 23, no. 1, p. 6-26, march, 1998.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Financial accounting information and Corporate Governance. **Journal of Accounting & Economics**, vol. 32, num 1-3, p.237, 2001.

BYRD, J.; PARRINO, R.; PRITSH, G. Stockholder-manager conflicts and firm value. **Financial Analyst Journal**, p. 14-30, may/june, 1998.

CARVALHO, A. Gledson. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, vol. 37, no. 3, julho/setembro, 2002.

CISCEL, David H.; CARROL, Thomas M. The determinants of executive salaries: an econometric survey. **The Review of Economics and Statistics**, 1979.

CLARKE, Roger. Administrando os riscos da carteira. In: BERNSTEIN, Peter L.; DAMODARAN, Aswath. **Administração de investimentos**. Bookman: Porto Alegre, 2000.

COHEN, David. **Quanto vale um executivo**. Revista Exame, 23 de julho de 2003.

COLES, Jerilyn W.; McWILLIAMS, Victoria; SEN, Nilanjan. An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. **Journal of Management**, no. 27, p. 23-50, 2001.

COMBS, James G.; SKILL, Maura S. Managerialist and human capital explanation for key executive pay premiums: a contingency perspective. **Academy of Management Journal**, 2003.

CONYON, Martin J. Corporate Governance e executive compensation. **International Journal of Industrial Organization**, 15, p. 493-509, 1997.

_____; LEECH, Dennis. Top pay, company performance and corporate governance. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, vol. 56, no. 3, aug, 1994.

_____; MURPHY, Kevin J. The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. **The Economic Journal**, 110, p. 640-671, november, 2000.

_____; PECK, Simon I. Board control, remuneration committees, and top management compensation. **Academy of Management Journal**, Mississippi State, 1998.

_____; _____. READ, Laura E. SADLER, Graham. The structure of executive compensation contracts: UK evidence. **Long Range Planning**, vol. 33, p. 478-503, 2000.

_____; GREGG, Paul, MACHIN, Stephen. Taking care of business: executive compensation in the United Kingdom. **The Economic Journal**, p. 704-714, may, 1995.

_____; SCHWALBACH, Joachim. Executive compensation: evidence from UK and Germany. **Long Range Planning**, vol. 33, 2000.

CORDEIRO, James J.; VELIYATH, Rajaram. Beyond pay for performance: a panel study of the determinants of CEO compensation. **American Business Review**, 2003.

CORE, John E.; GUAY, Wayne R.; LARCKER, David. Executive equity compensation and incentives: a survey. **Economic Policy Review**, april, 2003.

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

CRAWFORD, Vicent P.; GUASCH, J. Luis. The theory of contracts and agency. **American Journal Agricultural Economics**, p.373-379, may, 1983.

CISCEL, David H.; CARROLL, Thomas M. The determinants of executive salaries: an econometric survey. **The Review of Econometrics and Statistics**, p. 7-13, 1979.

CYERT, Richard M.; KANG, Sok-Hyon.; KUMAR, Praveen. Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: theory and evidence. **Management Science**, vol. 48, no 4, april, p. 453-469, 2002.

DIAZ, Maria Dolores Montoya. Multicolinearidade. In: VASCONCELOS, Marco A. S.; ALVES, Denisard (Coord.). **Manual de Econometria**. São Paulo: Atlas, 2000a.

_____. Problemas econométricos no modelo linear. In: VASCONCELOS, Marco A. S.; ALVES, Denisard (Coord.). **Manual de Econometria**. São Paulo: Atlas, 2000b.

DURU, Augustine I., IYENGAR, Raghavan J. The relevance of firm's accounting and market performance for CEO compensation. **The Journal of Applied Business Research**, vol. 17, no. 4, 2001.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. **Conselho de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras**. In: Encontro ANPAD, 25, 2001, Campinas. Anais ... Rio de Janeiro: ANPAD, 2001.

ECCLES, Robert G. **Manifesto da mensuração de desempenho**. In: Medindo o desempenho empresarial. Rio de Janeiro: Campus, p.31-49, 2000.

ECONOMÁTICA Pro Ver. 2003.aug.18. **Economática**, São Paulo, Brasil.

EISENHARDT, KATHLEEN M. Agency Theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, vol. 14, no. 1, p. 57-74, 1989.

EL AKREMI, Assaâd; ROUSSEL, Patrice. TREPO, Georges. **CEO compensation strategies: consequences on the structure and management of executive pay**. Working paper, HEC Paris, no. 741, 2001. Disponível em <http://lirhe.univ-tlse.fr/publications/notes/352-01.pdf>

ELAYAN, Fayez A.; LI, Jingyu; MEYER, Thomas O. **Accounting irregularities, management compensation structure, and information asymmetry**. dezembro, 2002.

ELSON, Charles. **What's wrong with executive compensation?** **Harvard Business Review**, 2003.

ELSTON, Julie Ann; GOLDBERG, Lawrence G. Executive compensation and agency cost in Germany. **Journal of Banking & Finance**, 27, p. 1391-1410, 2003.

EVANS, John; EVANS, Robert; LOH, Serena. Corporate governance and declining firm performance. **International Journal of Business Studies**, vol. 10, no. 1, p. 1-118, june, 2002.

FAMA, Eugene. Agency problems and the Theory of the firm. **Journal of Political Economy**, vol. 88, no. 2, 1980.

_____; JENSEN, Michael. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, vol. 26, p. 301-327, june, 1983.

FIRTH M.; TAM, M.; TANG, M. The determinants of top management pay. **The International Journal of Management Science**, p. 617-635, 1999.

FIZEL, John L.; LOUIE, Kenneth K. T. CEO retention, Firm Performance and Corporate Governance. **Managerial and Decision Economics**, Chichester, jul, 1990.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 13 ed., Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

GAREN, John E. Executive compensation and principal-agent theory. **Journal of Political Economy**, vol. 102, no 6, 1994.

GEDAJLOVIC, E. R.; SHAPIRO, D. M. Management and ownership effect: evidence from five countries. **Strategic Management Journal**, vol. 19, n. 6, p. 533-553, june, 1998.

GRINSTEIN, Yaniv; HRIBAR, Paul. CEO compensation and incentives: evidence from M&A bonus. **Journal of Financial Economics**, 73, p. 119-143, 2004.

GUNASEKARAGEA, Abeyratna; WILKINSON, Michael. CEO compensation and firma performance: a New Zealand investigation. **International Journal of Business Studies**, vol. 10, no. 2, p. 45-60, dezembro, 2002.

HALLQVIST, B. Código das melhores práticas de governança corporativa – o conselho de administração. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, vol. 35, n. 2, abril/junho, 2000.

HAWKING, Stephen. **Os gênios da ciencia**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

HERMALIN, Benjamin; WEISBACH, Michael. The effect of board composition and direct incentives on firm performance. **Financial Management**, vol. 21, n.4, p. 101-112, 1991.

HILL, R. Carter; GRIFFITHS, William E.; JUDGE, George G. **Econometria**. Tradução Alfredo Alves de Farias. 2. ed. – São Paulo: Saraiva, 2003.

HODGSON, Paul. **What really happened to CEO pay in 2002: a survey of CEO compensation**, june, 2003. Disponível em www.thecorporatelibrary.com.

HULL, John. **Introdução aos Mercados Futuros e de Opções**. 5^a. ed. São Paulo: Cultura Editores Associados e BM&F, 1998.

JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, no. 3, 1993.

_____. Self-interest, altruism, incentives, & agency theory. **Journal of Applied Corporate Finance**, vol. 7, no. 2, 1994.

_____; FULLER, Joseph. **What's a director to do?** Disponível em <http://ssrn.com/ABSTRACT=357722>

_____; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, vol.3, no. 4, p. 305-360, october, 1976.

_____; _____ **Divisional performance measurement**. Chapter 12 (Harvard University Press, 1998). Disponível em http://paper.ssrn.com/ABSTRACT_ID=94109

_____; MURPHY, Kevin J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, vol. 98, no. 2, p. 225-264, april 1990. (a)

_____, _____. CEO incentives – It's not how much you pay, but how. **Harvard Business Review**, no. 3, p. 138-153, may-june 1990. (b)

_____; _____; WRUCK, Eric G. **Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them**, july, 2004. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=561305>.

JOHN, Teresa; JOHN, Kose. Top-management compensation and capital structure. **The Journal of Finance**, vol. 68, no. 3, july, 1993.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Técnicas de pesquisa: planejamento e execução e pesquisas, elaboração, análise e interpretação dos dados**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 1985.

_____; _____. **Metodologia do trabalho científico: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica, projeto e relatório, publicações e trabalhos científicos**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2001.

LEAL, Ricardo P. C.; SILVA, André L. C. da; VALADARES, Silvia M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, vol. 6, no. 1, p.07-18, jan/abr, 2002.

LEONARD, Jonathan S. Executive pay and firm performance. **Industrial and Labor Relations Review**, vol. 43, 1990.

MACKNIGHT, Phillip. An explanation of top executive pay: a UK study. **British Journal of Industrial Relations**, p. 557-566, 1996.

_____; TOMKINS, Cyril. Top executive pay in the United Kingdom: a corporate governance dilemma. **International Journal of the Economics of Business**, 1999.

MADURA, Jeff. A proposal for aligning CEO compensation with performance. **Human Resource Management Review**, vol.3, no.1, p.15-28, 1993.

MAHER, Maria; ANDERSSON, Thomas. **Corporate governance: effects on firm performance and economic growth**. 2000. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=239026

MAIN, Brian G. M.; BRUCE, Alistair; BUCK, Trevor. Total board remuneration and company performance. **The Economic Journal**, 106 (november), p. 1627-1644, 1996.

MATSUMOTO, A. S. **A emissão de ADRs pelas empresas da América do Sul e a teoria de mercado eficiente**. Tese de Doutorado apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas, 1995.

MELLONE JUNIOR, Geraldo; SAITO, Richard. **Monitoramento interno e desempenho da empresa: determinantes de substituição de executivos em empresas de capital aberto o Brasil**. In: Encontro ANPAD, 25, 2001, Campinas. Anais ... Rio de Janeiro: ANPAD, 2001.

MILLER, Daniel J. CEO salary increases may be rational after all: referents and contracts in CEO pay. **Academy of Management Journal**, vol. 38, no. 5, p. 1361-1385, 1995.

MILLER, Jack; ISRAEL, Eric. Improving corporate performance measures to drive results. **Financial Executive**, jul-ago, 2002.

MONACO, Douglas Cláudio. **Estudo da Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil**. São Paulo, 2000. Dissertação (Mestrado Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MONKS, Robert A. G. **Creating value through corporate governance**. Vol. 10, no. 3, July 2002.

MURPHY, Kevin. J. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, 7, p.11-42, 1985.

_____. **Executive Compensation**. In: Orley Ashenfelter and David Card (eds.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3, North Holland. April, 1998.

NELSON, James. Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, 2004.

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

PEREIRA, Carlos Alberto. **Estudo de um modelo conceitual de avaliação de desempenhos para gestão econômica**. São Paulo: USP, 1993. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Ciências Contábeis), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

PERRIN, Towers. **Estratégias de remuneração para altos executivos no Brasil**. Maio, 2003

PUKTHUANTHONG, Kuntara; TALMOR, Eli; WALLACE, James S. Corporate governance and theories of executive pay. **Corporate Ownership & Control**, vol. 1, issue 2, winter, 2004.

RABELO, Flavio, SILVEIRA, José Maria da. **Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras**. IE/UNICAMP, Campinas, n. 77, jul.1999. Disponível em www.eco.unicamp.br/publicacoes/textos/download/texto77.pdf

RABELO, F. M.; VASCONCELOS, F. C. Corporate governance in Brazil. **Journal of Business Ethics**, no. 37, p. 312-335, 2002.

RAPPAPORT, Alfred. New thinking on how to link executive pay with performance. **Harvard Business Review**, Boston, mar/apr, 1999.

_____. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. São Paulo: Ed. Atlas, 2001.

RAO, P. S.; LEE-SING, C. R. **Governance structure, corporate decision-making and firm performance in North America**. In: Corporate Decision-Making in Canada, ed. por Ronald J. Daniels e Randall Morck, University of Calgary Press, p. 149-188, 1995.

ROSS, Stephen. The Economic Theory of Agency: the principal's problem. **American Economic Association**, vol. 63, no. 2, p. 134-139, my, 1973.

SANTOS, Giovane Zanardo. **Independência do Conselho de Administração e sua relação com o desempenho da empresa**. Porto Alegre: UFRGS, 2002. Dissertação (Mestrado em Administração), Escola de Administração, Universidade do Rio Grande do Sul.

SCHIEHLL, Eduardo. **The interdependence between performance measurement systems, and governance structure and firm performance**. Quebec: HEC, 2001. Tese (Doutorado em Administração), École des Hautes Études Commerciales – HEC, Canadá.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert, W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, vol. 52, no. 2, june, 1997.

SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Estera Muszkat. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 3 ed. rev. atual. – Florianópolis: Laboratório de ensino a distância da UFSC, 2001.

SILVA, Wesley Mendes da; MORAES, Walter Fernando Araújo de;. ROCHA, Paulo Glício da. **¿ Existe alguna asociación entre la composición del consejo de administración y el**

desempenho financeiro? Evidencias de companhias listadas em Brasil, 2003. Disponível em www.encuentrofinanzas.cl/SitioAntiguo/Programa/Trabajos%20a%20exponer/112.pdf

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: USP, 2002. Dissertação (Mestrado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

SOARES, Ilton G.; CASTELAR, Ivan. **Econometria aplicada com o uso do Eviews**. Fortaleza: UFC/CAEN, 2003.

TOSI Jr., Henry L.; GOMEZ-MEJIA, Luis R. CEO compensation monitoring and firm performance. **Academy of Management Journal, Briarcliff Manor**, vol. 37, no 4. p.1002-1016, aug, 1994.

VAFEAS, Nikos. Further evidence on compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. **Financial Management**, p. 53-70, summer, 2003.

_____; AFXENTIOU, Zaharoulla. The association between the SEC's 1992 compensation disclosure rule and executive compensation policy changes. **Journal of Accounting and Public Policy**, New York, 1998.

VALOR ECONÔMICO. **A hora dos acionistas assumirem suas responsabilidades**. 05 de novembro de 2003, p. d-4.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

WAN, Kam-Ming. **Independent directors, executive pay, and firm performance**, 2003. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=392595

WEISBACH, Michael. Outside directors and CEO turnover. **Journal of Financial Economics**, no. 20, p. 431-460, 1998.

WENT, Peter. The impact of ownership structure and concentrated control on managerial compensation in financial institutions. **Financial Management Association Annual Meeting**, Denver, CO, oct., 2003.

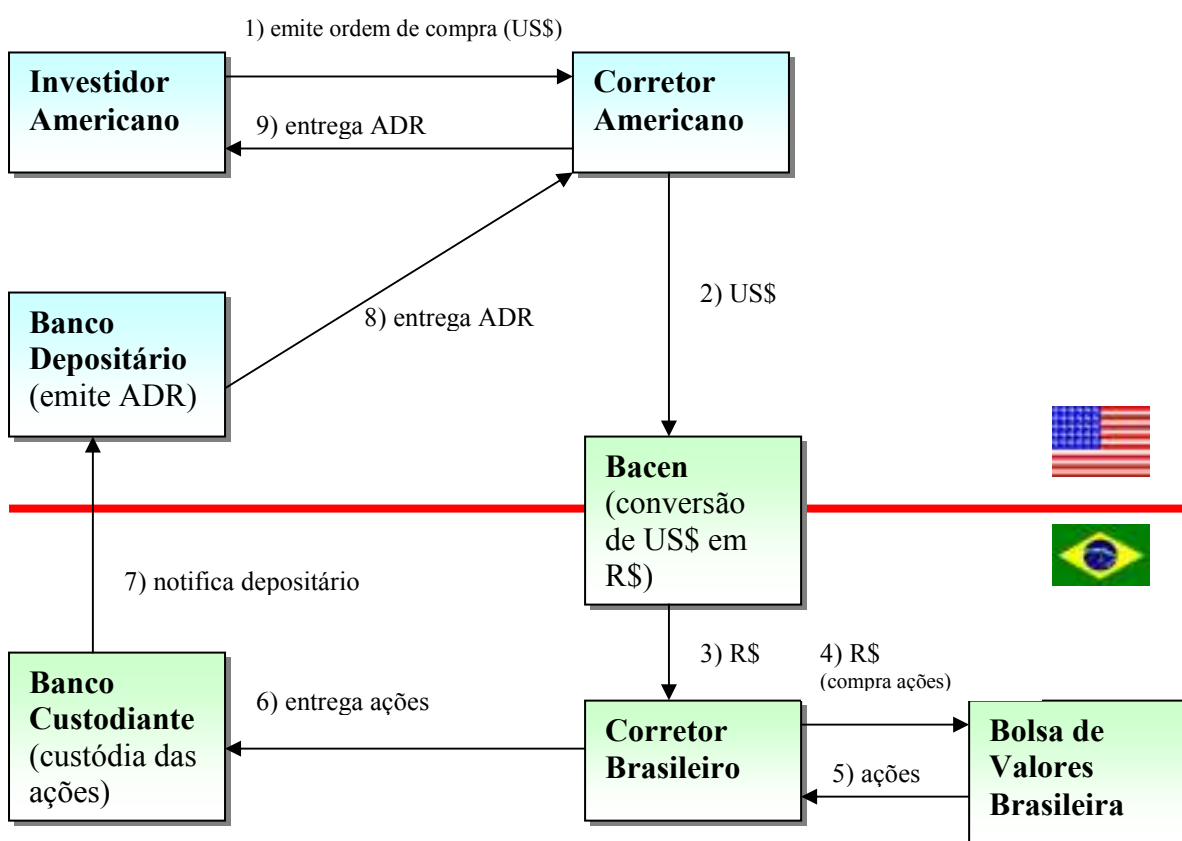
ZINGALES, Luigi. **Corporate Governance**. National Bureau of Economic Research, 1997. Disponível em www.nber.org/papers/w6309

GLOSSÁRIO

affiliated outside directors	-	conselheiro externo afiliado.
alternate	-	conselheiros reservas, isto é, substitutos.
benchmarking	-	referencial.
boom	-	crescimento econômico.
bylaws	-	estatuto social da empresa.
Chairman	-	presidente do conselho de administração.
cross-section	-	modelo de regressão transversal.
disclosure	-	transparência das informações.
equity holders	-	acionistas.
holding	-	empresa que apenas administra interesses.
independent directors	-	conselheiro externo independente.
insider directors	-	conselheiro interno.
link	-	conexão.
proxy	-	parâmetro.
shareholders	-	acionistas da firma.
staff	-	colaboradores da empresa; funcionários.
Stakeholders	-	todas as entidades que possuem interesses na firma.
stock options	-	opção de compra ou venda de ações da companhia.
stock ownership	-	posse de ações da firma.
takeover	-	aquisição hostil.
Tenure	-	experiência no cargo, geralmente em anos.
top management	-	principais executivos da companhia.

APÊNDICES

Apêndice A - Esquema do mecanismo de captação de recursos através de ADRS – nível 1



Fonte: Bruni, Adriano Leal. **Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período de 1992-2001**. 2002.

APÊNDICE B – UNIVERSO

<i>Empresa</i>	<i>Pais</i>	<i>Bolsa</i>	<i>Site da Empresa</i>
Alto Palermo ADR	AR	USA-NASDAQ	www.altopalermo.com.ar
Cresud ADR	AR	USA-NASDAQ	www.cresud.com.ar
Frances Bco ADR	AR	USA-NYSE	www.frances.com.ar
Grupo Fin. Galicia ADR	AR	USA-NASDAQ	www.gfgsa.com
IRSA ADR	AR	USA-NYSE	www.irsa.com
Metrogas ADR	AR	USA-NYSE	www.metrogas.com.ar
Nortel Inversora ADR	AR	USA-NYSE	www.nortelnetworks.com
Petrobras Particip. ADR	AR	USA-NYSE	www.petrobrasenergia.com
Quilmes Industrial ADR	AR	USA-NYSE	www.quilmes.com.ar
Telecom ADR	AR	USA-NYSE	www.telecom.com.ar
Telefonica de Arg. ADR	AR	USA-NYSE	www.telefonica.com.ar
Tenaris S.A. ADR	AR	USA-NYSE	www.dst.com
Transp Gas Sur ADR	AR	USA-NYSE	www.tgs.com.ar
YPF ADR	AR	USA-NYSE	www.ypf.com.ar
Ambev ADR	BR	USA-NYSE	www.ambev.com.br
Aracruz ADR	BR	USA-NYSE	www.aracruz.com.br
Bco Itau Hold Finan ADR	BR	USA-NYSE	www.itau.com.br
Bradesco ADR	BR	USA-NYSE	www.bradesco.com.br
Brasil T Par ADR	BR	USA-NYSE	www.brasiltelecom.com.br
Brasil Telecom ADR	BR	USA-NYSE	www.brasiltelecom.com.br
Braskem ADR	BR	USA-NYSE	www.braskem.com.br
Cemig ADR	BR	USA-NYSE	www.cemig.com.br
Cesp ADR	BR	USA-NYSE	www.cesp.com.br
Copel ADR	BR	USA-NYSE	www.copel.com
Embraer ADR	BR	USA-NYSE	www.embraer.com.br
Embratel Part ADR	BR	USA-NYSE	www.embratel.com.br
Gerdau ADR	BR	USA-NYSE	www.gerdau.com.br
Net ADR	BR	USA-NASDAQ	www.globocabo.com.br
Pao de Acucar ADR	BR	USA-NYSE	www.paodeacucar.com.br
Perdigao ADR	BR	USA-NYSE	www.perdigao.com.br
Petrobras ADR	BR	USA-NYSE	www.petrobras.com.br
Petrobras ADRO	BR	USA-NYSE	www.petrobras.com.br
Sabesp ADR	BR	USA-NYSE	www.sabesp.com.br
Sadia SA ADR	BR	USA-NYSE	www.sadia.com.br
Sid Nacional ADR	BR	USA-NYSE	www.csn.com.br
Tele Celular Sul ADR	BR	USA-NYSE	www.telecelularsul.com.br
Tele Centroeste Cel ADR	BR	USA-NYSE	www.tco.net.br

<i>Empresa</i>	<i>Pais</i>	<i>Bolsa</i>	<i>Site da Empresa</i>
Tele Leste Celular ADR	BR	USA-NYSE	www.telebahiacelular.com.br
Tele Nordeste Celul ADR	BR	USA-NYSE	www.telenordeste.com.br
Tele Norte Celular ADR	BR	USA-NYSE	www.telenordeste.com.br
Tele Sudeste Celula ADR	BR	USA-NYSE	www.telefonicacelular.com.br
Telemar-Tele NL Par ADR	BR	USA-NYSE	www.telemar.com.br
Telemig Celul Part ADR	BR	USA-NYSE	www.telemigcelular.com.br
Telesp Cel Part ADR	BR	USA-NYSE	www.telespcelular.com.br
Telesp Operac ADR	BR	USA-NYSE	www.telesp.com.br
Ultrapar ADR	BR	USA-NYSE	www.ultra.com.br
Unibanco ADR	BR	USA-NYSE	www.unibanco.com.br
Vale Rio Doce ORD	BR	USA-NYSE	www.cvrd.com.br
Vale Rio Doce PR	BR	USA-NYSE	www.cvrd.com.br
Votorantim C P ADR	BR	USA-NYSE	www.votorantim.com.br
Andina AADR	CL	USA-NYSE	www.andina.cl
Andina BADR	CL	USA-NYSE	www.andina.cl
Bbvacl ADR	CL	USA-NYSE	www.bhif.cl
Bsantander ADR	CL	USA-NYSE	www.bsantiago.cl
Cervezas ADR	CL	USA-NYSE	www.ccu.cl
Chile ADR	CL	USA-NYSE	www.bancochile.cl
Conchatoro ADR	CL	USA-NYSE	www.conchaytoro.cl
Cristales ADR	CL	USA-NYSE	www.cristalchile.cl
Ctc ADR	CL	USA-NYSE	www.ctc.cl
D&S ADR	CL	USA-NYSE	www.dys.cl
Endesa ADR	CL	USA-NYSE	www.endesa.cl
Enersis ADR	CL	USA-NYSE	www.enersis.cl
Lan Chile ADR	CL	USA-NYSE	www.lanchile.com
Madeco ADR	CL	USA-NYSE	www.madeco.cl
Masisa ADR	CL	USA-NYSE	www.masisa.cl
Provida ADR	CL	USA-NYSE	www.afpprovida.cl
Quinenco ADR	CL	USA-NYSE	www.quinenco.cl
Sm Unimarc ADR	CL	USA-NYSE	www.unimarc.cl
Sqm AADR	CL	USA-NYSE	www.sqm.cl
Sqm ADR	CL	USA-NYSE	www.sqm.cl
Sta Isabel ADR	CL	USA-NYSE	www.santaisabel.cl
Telex ADR	CL	USA-NYSE	www.telex.cl
Bancolombia ADR	CO	USA-NYSE	www.bancolombia.com.co
America Movil AADR	MX	USA-NASDAQ	www.americamovil.com
America Movil LADR	MX	USA-NYSE	www.americamovil.com
ASureste ADR	MX	USA-NYSE	www.asur.com.mx
Bachoco Industrias ADR	MX	USA-NYSE	www.bachoco.com.mx
Cemex S.A. ADR	MX	USA-NYSE	www.cemex.com
Comercial Mexicana ADR	MX	USA-NYSE	www.comerci.com.mx
Corp Durango ADR	MX	USA-NYSE	www.gidusa.com.mx
Desc Soc Fom Ind ADR	MX	USA-NYSE	www.desc.com.mx
Elektra Gpo ADR	MX	USA-NYSE	www.grupoelektra.com.mx
Fomento Econ Mex ADR	MX	USA-NYSE	www.femsa.com
ICA Soc Controlad ADR	MX	USA-NYSE	www.ica.com.mx
Imsa Gpo ADR	MX	USA-NYSE	www.grupoimsa.com
Inter de Ceramica ADR	MX	USA-NYSE	www.interceramic.com
Iusacell Gpo ADR	MX	USA-NYSE	www.iusacell.com.mx
KOF Coca-Cola ADR	MX	USA-NYSE	www.cocacola-femsa.com.mx

<i>Empresa</i>	<i>Pais</i>	<i>Bolsa</i>	<i>Site da Empresa</i>
Maseca GI ADR	MX	USA-NYSE	www.gruma.com
Radio Centro ADR	MX	USA-NYSE	www.radiocentro.com.mx
Saba Casa Grupo ADR	MX	USA-NYSE	www.autrey.com
Savia ADR	MX	USA-NYSE	www.savia.com.mx
Simec Grupo ADR	MX	USA-AMEX	www.simec.com.mx
Telefs de Mex AADR	MX	USA-NASDAQ	www.telmex.com.mx
Telefs de Mex LADR	MX	USA-NYSE	www.telmex.com.mx
Televisa Gpo ADR	MX	USA-NYSE	www.televisa.com.mx
TMM Grupo ADR	MX	USA-NYSE	www.tmm.com.mx
TV Azteca ADR	MX	USA-NYSE	www.tvazteca.com.mx
Vitro ADR	MX	USA-NYSE	www.vto.com
Bco.WieseSudameris ADR	PE	USA-NYSE	www.wiesesudameris.com.pe/
Buenaventura ADR	PE	USA-NYSE	www.buenaventura.com.pe
Credicorp ADR	PE	USA-NYSE	www.credicorpnnet.com/
Southern Peru C.C. ADR	PE	USA-NYSE	www.southernperu.com/
Telefonica del Peru ADR	PE	USA-NYSE	www.telefonica.com.pe
CANTV ADR	VE	USA-NYSE	www.cantv.com.ve
Corimon ADR	VE	USA-NYSE	www.corimon.com
Int.Bri.Holding ADR	VE	USA-NASDAQ	www.sivensa.com
Alto Palermo ADR	AR	USA-NASDAQ	www.altopalermo.com.ar
Cresud ADR	AR	USA-NASDAQ	www.cresud.com.ar
Frances Bco ADR	AR	USA-NYSE	www.frances.com.ar
Grupo Fin. Galicia ADR	AR	USA-NASDAQ	www.gfgsa.com
IRSA ADR	AR	USA-NYSE	www.irsa.com
Metrogas ADR	AR	USA-NYSE	www.metrogas.com.ar
Nortel Inversora ADR	AR	USA-NYSE	www.nortelnetworks.com
Petrobras Particip. ADR	AR	USA-NYSE	www.petrobrasenergia.com
Quilmes Industrial ADR	AR	USA-NYSE	www.quilmes.com.ar
Telecom ADR	AR	USA-NYSE	www.telecom.com.ar
Telefonica de Arg. ADR	AR	USA-NYSE	www.telefonica.com.ar
Tenaris S.A. ADR	AR	USA-NYSE	www.dst.com
Transp Gas Sur ADR	AR	USA-NYSE	www.tgs.com.ar
YPF ADR	AR	USA-NYSE	www.ypf.com.ar
Ambev ADR	BR	USA-NYSE	www.ambev.com.br
Aracruz ADR	BR	USA-NYSE	www.aracruz.com.br
Bco Itau Hold Finan ADR	BR	USA-NYSE	www.itau.com.br
Bradesco ADR	BR	USA-NYSE	www.bradesco.com.br
Brasil T Par ADR	BR	USA-NYSE	www.brasiltelecom.com.br
Brasil Telecom ADR	BR	USA-NYSE	www.brasiltelecom.com.br
Braskem ADR	BR	USA-NYSE	www.braskem.com.br
Cemig ADR	BR	USA-NYSE	www.cemig.com.br
Cesp ADR	BR	USA-NYSE	www.cesp.com.br
Copel ADR	BR	USA-NYSE	www.copel.com
Embraer ADR	BR	USA-NYSE	www.embraer.com.br
Embratel Part ADR	BR	USA-NYSE	www.embratel.com.br
Gerdau ADR	BR	USA-NYSE	www.gerdau.com.br
Net ADR	BR	USA-NASDAQ	www.globocabo.com.br
Pao de Acucar ADR	BR	USA-NYSE	www.paodeacucar.com.br

<i>Empresa</i>	<i>Pais</i>	<i>Bolsa</i>	<i>Site da Empresa</i>
Perdigao ADR	BR	USA-NYSE	www.perdigao.com.br
Petrobras ADR	BR	USA-NYSE	www.petrobras.com.br
Petrobras ADRO	BR	USA-NYSE	www.petrobras.com.br
Sabesp ADR	BR	USA-NYSE	www.sabesp.com.br
Sadia SA ADR	BR	USA-NYSE	www.sadia.com.br
Sid Nacional ADR	BR	USA-NYSE	www.csn.com.br
Tele Celular Sul ADR	BR	USA-NYSE	www.telecelularsul.com.br
Tele Centroeste Cel ADR	BR	USA-NYSE	www.tco.net.br
Tele Leste Celular ADR	BR	USA-NYSE	www.telebahiacelular.com.br
Tele Nordeste Celul ADR	BR	USA-NYSE	www.telenordeste.com.br
Tele Norte Celular ADR	BR	USA-NYSE	www.telenordeste.com.br
Tele Sudeste Celula ADR	BR	USA-NYSE	www.telefonicacelular.com.br
Telemar-Tele NL Par ADR	BR	USA-NYSE	www.telemar.com.br
Telemig Celul Part ADR	BR	USA-NYSE	www.telemigcelular.com.br
Telesp Cel Part ADR	BR	USA-NYSE	www.telespcelular.com.br
Telesp Operac ADR	BR	USA-NYSE	www.telesp.com.br
Ultrapar ADR	BR	USA-NYSE	www.ultra.com.br
Unibanco ADR	BR	USA-NYSE	www.unibanco.com.br
Vale Rio Doce ORD	BR	USA-NYSE	www.cvrd.com.br
Vale Rio Doce PR	BR	USA-NYSE	www.cvrd.com.br
Votorantim C P ADR	BR	USA-NYSE	www.votorantim.com.br
Andina AADR	CL	USA-NYSE	www.andina.cl
Andina BADR	CL	USA-NYSE	www.andina.cl
Bbvacl ADR	CL	USA-NYSE	www.bhif.cl
Bsantander ADR	CL	USA-NYSE	www.bsantiago.cl
Cervezas ADR	CL	USA-NYSE	www.ccu.cl
Chile ADR	CL	USA-NYSE	www.bancochile.cl
Conchatoro ADR	CL	USA-NYSE	www.conchaytoro.cl
Cristales ADR	CL	USA-NYSE	www.cristalchile.cl
Ctc ADR	CL	USA-NYSE	www.ctc.cl
D&S ADR	CL	USA-NYSE	www.dys.cl
Endesa ADR	CL	USA-NYSE	www.endesa.cl
Enersis ADR	CL	USA-NYSE	www.enersis.cl
Lan Chile ADR	CL	USA-NYSE	www.lanchile.com
Madeco ADR	CL	USA-NYSE	www.madeco.cl
Masisa ADR	CL	USA-NYSE	www.masisa.cl
Provida ADR	CL	USA-NYSE	www.afpprovida.cl
Quinenco ADR	CL	USA-NYSE	www.quinenco.cl
Sm Unimarc ADR	CL	USA-NYSE	www.unimarc.cl
Sqm AADR	CL	USA-NYSE	www.sqm.cl
Sqm ADR	CL	USA-NYSE	www.sqm.cl
Sta Isabel ADR	CL	USA-NYSE	www.santaisabel.cl
Telex ADR	CL	USA-NYSE	www.telex.cl
Bancolombia ADR	CO	USA-NYSE	www.bancolombia.com.co
America Movil AADR	MX	USA-NASDAQ	www.americamovil.com
America Movil LADR	MX	USA-NYSE	www.americamovil.com
ASureste ADR	MX	USA-NYSE	www.asur.com.mx

<i>Empresa</i>	<i>Pais</i>	<i>Bolsa</i>	<i>Site da Empresa</i>
Bachoco Industrias ADR	MX	USA-NYSE	www.bachoco.com.mx
Cemex S.A. ADR	MX	USA-NYSE	www.cemex.com
Comercial Mexicana ADR	MX	USA-NYSE	www.comerci.com.mx
Corp Durango ADR	MX	USA-NYSE	www.gidusa.com.mx
Desc Soc Fom Ind ADR	MX	USA-NYSE	www.desc.com.mx
Elektra Gpo ADR	MX	USA-NYSE	www.grupoelektra.com.mx
Fomento Econ Mex ADR	MX	USA-NYSE	www.femsa.com
ICA Soc Controlad ADR	MX	USA-NYSE	www.ica.com.mx
Imsa Gpo ADR	MX	USA-NYSE	www.grupoimsa.com
Inter de Ceramica ADR	MX	USA-NYSE	www.interceramic.com
Iusacell Gpo ADR	MX	USA-NYSE	www.iusacell.com.mx
KOF Coca-Cola ADR	MX	USA-NYSE	www.cocacola-femsa.com.mx
Maseca GI ADR	MX	USA-NYSE	www.gruma.com
Radio Centro ADR	MX	USA-NYSE	www.radiocentro.com.mx
Saba Casa Grupo ADR	MX	USA-NYSE	www.autrey.com
Savia ADR	MX	USA-NYSE	www.savia.com.mx
Simec Grupo ADR	MX	USA-AMEX	www.simec.com.mx
Telefs de Mex AADR	MX	USA-NASDAQ	www.telmex.com.mx
Telefs de Mex LADR	MX	USA-NYSE	www.telmex.com.mx
Televisa Gpo ADR	MX	USA-NYSE	www.televisa.com.mx
TMM Grupo ADR	MX	USA-NYSE	www.tmm.com.mx
TV Azteca ADR	MX	USA-NYSE	www.tvazteca.com.mx
Vitro ADR	MX	USA-NYSE	www.vto.com
Bco.WieseSudameris ADR	PE	USA-NYSE	www.wiesesudameris.com.pe/
Buenaventura ADR	PE	USA-NYSE	www.buenaventura.com.pe
Credicorp ADR	PE	USA-NYSE	www.credicorpnet.com/
Southern Peru C.C. ADR	PE	USA-NYSE	www.southernperu.com/
Telefonica del Peru ADR	PE	USA-NYSE	www.telefonica.com.pe
CANTV ADR	VE	USA-NYSE	www.cantv.com.ve
Corimon ADR	VE	USA-NYSE	www.corimon.com
Int.Bri.Holding ADR	VE	USA-NASDAQ	www.sivensa.com

Fonte: Economática (2003)

APÊNDICE C – AMOSTRA

Empresa	Pais	Bolsa	Segmento
Alto Palermo ADR	AR	USA-NASDAQ	Imobiliária
Cresud ADR	AR	USA-NASDAQ	Bancos
Frances Bco ADR	AR	USA-NYSE	Bancos
Grupo Fin. Galicia ADR	AR	USA-NASDAQ	Bancos
IRSA ADR	AR	USA-NYSE	Imobiliária
Metrogas ADR	AR	USA-NYSE	Distribuição de gás natural
Petrobras Particip. ADR	AR	USA-NYSE	Administração de empresas e empreendimentos
Quilmes Industrial ADR	AR	USA-NYSE	Indústria de bebidas
Telecom ADR	AR	USA-NYSE	Telecomunicações
Telefonica de Arg. ADR	AR	USA-NYSE	Telecomunicações
Tenaris S.A. ADR	AR	USA-NYSE	Transformação de aço em produtos de aço
Transp Gas Sur ADR	AR	USA-NYSE	Distribuição de gás natural
YPF ADR	AR	USA-NYSE	Extração de gás natural
Ambev ADR	BR	USA-NYSE	Indústria de bebidas
Aracruz ADR	BR	USA-NYSE	Indústria de papel, celulose e papelão
Bco Itau Hold Finan ADR	BR	USA-NYSE	Bancos
Bradesco ADR	BR	USA-NYSE	Bancos
Brasil T Par ADR	BR	USA-NYSE	Telecomunicações
Brasil Telecom ADR	BR	USA-NYSE	Telecomunicações
Braskem ADR	BR	USA-NYSE	Indústria química básica
Cemig ADR	BR	USA-NYSE	Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica
Cesp ADR	BR	USA-NYSE	Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica
Copel ADR	BR	USA-NYSE	Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica
Embraer ADR	BR	USA-NYSE	Indústria de equipamentos aeroespaciais
Embratel Part ADR	BR	USA-NYSE	Telecomunicações
Gerdau ADR	BR	USA-NYSE	Transformação de aço em produtos de aço
Net ADR	BR	USA-NASDAQ	TV a cabo
Pao de Acucar ADR	BR	USA-NYSE	Loja de mercadorias variadas
Perdigao ADR	BR	USA-NYSE	Abatedouro
Petrobras ADR	BR	USA-NYSE	Extração de petróleo e gás
Sabesp ADR	BR	USA-NYSE	Água, esgoto e outros sistemas
Sadia SA ADR	BR	USA-NYSE	Abatedouro
Sid Nacional ADR	BR	USA-NYSE	
Tele Celular Sul ADR	BR	USA-NYSE	Telecomunicações
Tele Centroeste Cel ADR	BR	USA-NYSE	Telecomunicações
Tele Leste Celular ADR	BR	USA-NYSE	Telecomunicações

Tele Nordeste Celul ADR	BR	USA-NYSE	Telecomunicações
Tele Norte Celular ADR	BR	USA-NYSE	Telecomunicações
Tele Sudeste Celula ADR	BR	USA-NYSE	Telecomunicações
Telemar-Tele NL Par ADR	BR	USA-NYSE	Telecomunicações
Telemig Celul Part ADR	BR	USA-NYSE	Telecomunicações
Telesp Operac ADR	BR	USA-NYSE	Telecomunicações
Ultrapar ADR	BR	USA-NYSE	Indústria química
Unibanco ADR	BR	USA-NYSE	Bancos
Vale Rio Doce ORD	BR	USA-NYSE	Mineração de metais
Votorantim C P ADR	BR	USA-NYSE	Indústria de papel, celulose e papelão
Andina AADR	CL	USA-NYSE	Indústria de bebidas
Bbvacl ADR	CL	USA-NYSE	Bancos
Bsantander ADR	CL	USA-NYSE	Bancos
Cervezas ADR	CL	USA-NYSE	Indústria de bebidas
Chile ADR	CL	USA-NYSE	Bancos
Conchatoro ADR	CL	USA-NYSE	Indústria de bebidas
Cristales ADR	CL	USA-NYSE	Indústria de vidro e produtos de vidro
Ctc ADR	CL	USA-NYSE	Telecomunicações
D&S ADR	CL	USA-NYSE	Outras lojas de mercadorias variadas
Enersis ADR	CL	USA-NYSE	Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica
Lan Chile ADR	CL	USA-NYSE	Transporte aéreo regular
Madeco ADR	CL	USA-NYSE	Transformação de aço em produtos de aço
Masisa ADR	CL	USA-NYSE	Outras indústria de artigos de madeira
Provida ADR	CL	USA-NYSE	Fundos de benefícios a empregados
Quinenco ADR	CL	USA-NYSE	Outros fundos
Sqm ADR	CL	USA-NYSE	Extração de minerais não metálicos
America Movil AADR	MX	USA-NASDAQ	Telecomunicações
ASureste ADR	MX	USA-NYSE	Atividades auxiliares ao transporte aéreo
Bachoco Industrias ADR	MX	USA-NYSE	Criação de aves e ovos
Cemex S.A. ADR	MX	USA-NYSE	Indústria de cimento e produtos de concreto
Comercial Mexicana ADR	MX	USA-NYSE	Loja de mercadorias variadas
Corp Durango ADR	MX	USA-NYSE	Indústria de papel
Desc Soc Fom Ind ADR	MX	USA-NYSE	Indústria de outros tipos de máquinas
Elektra Gpo ADR	MX	USA-NYSE	Loja de mercadorias variadas
Fomento Econ Mex ADR	MX	USA-NYSE	Indústria de bebidas
ICA Soc Controlad ADR	MX	USA-NYSE	Construção pesada
Imsa Gpo ADR	MX	USA-NYSE	Siderurgia de aço e ferro
Inter de Ceramica ADR	MX	USA-NYSE	Indústria de produtos de cerâmica e refratários
Iusacell Gpo ADR	MX	USA-NYSE	Telecomunicações
KOF Coca-Cola ADR	MX	USA-NYSE	Indústria de bebidas
Maseca GI ADR	MX	USA-NYSE	Moinho de grãos
Radio Centro ADR	MX	USA-NYSE	Emissora de TV e rádio
Saba Casa Grupo ADR	MX	USA-NYSE	Comércio atacadista de matéria-prima para produtores rurais
Savia ADR	MX	USA-NYSE	Cultivo de grãos e sementes
Simec Grupo ADR	MX	USA-AMEX	Indústria de estruturas metálicas
Telefs de Mex AADR	MX	USA-NASDAQ	Telecomunicações
Televisa Gpo ADR	MX	USA-NYSE	Emissora de TV e rádio
TV Azteca ADR	MX	USA-NYSE	Emissora de TV e rádio
Vitro ADR	MX	USA-NYSE	Indústria de vidro e produtos de vidro

APÊNDICE D – Q DE TOBIN

Onde:

Q de Tobin é calculado como sendo =
$$\frac{\text{VMAO} + \text{VMAP} + \text{VDIVIDAS}}{\text{AT}}$$

Onde:

VMAO - valor de mercado das ações ordinárias

VMAP - valor de mercado das ações preferenciais

VDIVIDAS - valor contábil das dívidas de curto prazo somado ao valor contábil das dívidas de longo prazo, isto é, o patrimônio líquido menos o ativo total .

AT - ativo total da companhia

TCV - taxa de crescimento das vendas

A fonte de dados para cálculo do “Q” de Tobin foi o sistema de informação Económica.

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

AUTORIZAÇÃO

Eu Jeferson de Araujo Funchal CPF 530.646.070-49 autorizo o Programa de Mestrado em Ciências Contábeis da UNISINOS, a disponibilizar a Dissertação de minha autoria sob o título Determinantes da remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas, orientada pelo professor doutor Paulo Renato Soares Terra, para:

Consulta Sim Não

Empréstimo Sim Não

Reprodução:

Parcial Sim Não

Total Sim Não

Divulgar e disponibilizar na Internet gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, o texto integral da minha Dissertação citada acima, no *site* do Programa, para fins de leitura e/ou impressão pela Internet

Parcial Sim Não

Total Sim Não

Em caso afirmativo, especifique:

Sumário: Sim Não

Resumo: Sim Não

Capítulos: Sim Não Quais _____

Bibliografia: Sim Não

Anexos: Sim Não

São Leopoldo, 20/fevereiro/2006.

Assinatura do(a) Autor (a)

Visto do(a) Orientador(a)

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)