**O que dizem os Formulários de Referência sobre as Características e Remuneração de Executivos?**

**What the Reference Form says about Characteristics and Executive Compensation?**

**Jean Carlo Rissatti**

Mestrando em Contabilidade – PPGC/UFSC

Universidade Federal de Santa Catarina

Campus Universitário Reitor David Ferreira Lima, Trindade – Florianópolis, SC, 88040-380

E-mail: rissatti.jean@gmail.com

Telefone: (48) 3721-9897

**João Antônio Salvador de Souza**

Doutorando em Contabilidade – PPGC/UFSC

Universidade Federal de Santa Catarina

Campus Universitário Reitor David Ferreira Lima, Trindade – Florianópolis, SC, 88040-380

E-mail: jass26salvador@gmail.com

Telefone: (48) 3721-9897

**José Alonso Borba**

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo.

Professor do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina – CCN/PPGC/UFSC

Campus Universitário Reitor David Ferreira Lima, Trindade – Florianópolis, SC, 88040-380

E-mail: j.alonso@ufsc.br

Telefone: (48) 3721-9897

**Resumo**

Utilizados como mecanismos para minimizar o conflito de interesses, os instrumentos de remuneração executiva estão associados às metas das empresas bem como as características dos gestores. Este artigo tem como objetivo identificar os tipos e os determinantes da remuneração dos executivos que compõem o conselho de administração, a diretoria estatutária e o conselho fiscal das empresas com ações negociadas no mercado acionário brasileiro. Para operacionalizar a pesquisa, foi composta uma amostra entre 2013 a 2016 com as companhias abertas que integravam o índice Ibovespa de 2017. As variáveis de remuneração executiva e característica dos conselheiros foram coletadas manualmente dos formulários de referência, sendo analisadas as características de 3.923 executivos/anos. As evidências indicaram que a remuneração baseada em ação aumentou nos três primeiros anos analisados, revertendo esta tendência em 2016. Pela análise econométrica foi possível identificar que: (i) conselhos maiores influenciam diretamente os planos remuneratórios; (ii) a presença de mulheres torna a remuneração mais conservadora; (iii) a dualidade de cargos reduz a remuneração executiva; (iv) a falta de independência tem impacto negativo na compensação dos executivos; (v) empresas com maior rentabilidade tendem a remunerar melhor seus executivos e; (vi) empresas onde o controlador é o Estado apresentam maior monitoramento o que reduz os planos de remuneração dos órgãos administrativos. Os achados são úteis para os participantes do mercado, que podem relacionar seus investimentos prospectivos com o perfil e tipos de remunerações dos executivos.

**Palavras – chave:** Conflito de Interesses; Remuneração Executiva; Pagamento Baseado em Ações.

**Abstract**

Used as mechanism to minimize the conflicts of interests, the executive compensation instruments are associated with companies’ goals as well as the managers’ characteristics. This article aims to identify the types and the determinants of the executive remuneration which participated the board of directors, the executives and the fiscal council of the companies listed in Brazilian Stock Market. In order to operationalize this research, the sample was composed by 2017 Ibovespa Index during the years 2013 to 2017. The compensation and characteristics of executives were manually collected from the reference form, were analyzed the characteristics of 3.923 executives/year. The evidences indicated that the stock-based compensation increased in the first three years analyzed, reversing this trend in 2016. Through econometric analysis was possible to identify that: (i) large boards directly influence the compensation plans; (ii) the female participation turns the remuneration more conservative; (iii) the duality of positions reduces the compensation; (iv) the lack of independence has a negative impact in the remuneration; (v) companies with greater profitability tend to pay better the executives; and (vi) companies controlled by the state present higher monitoring which reduces the compensation plans. The findings are useful to market participants, who can relate their prospective investments with the executive’s profiles and the types of executive compensation.

**Keywords:** Conflict of Interest; Executive Compensation; Stock-Based Compensation.

**1 Introdução**

A remuneração dos executivos é utilizada no alinhamento entre os interesses da empresa com os da alta gestão. As companhias passaram a remunerar seus executivos além das formas tradicionais do mercado, por exemplo, pagamento de cursos de especialização, treinamentos no exterior e planos de benefícios diversos (CORTEZ, 2012). Os instrumentos de remuneração visam alcançar os objetivos organizacionais na perspectiva de atingir benefícios futuros com a longevidade da manutenção dos colaboradores (WOOD JUNIOR; PICARELLI FILHO, 1999).

Com as recentes oscilações econômicas, as empresas passaram a rever os planos de remuneração dos empregados, dado que as metas estipuladas não estavam sendo realizadas (SIGOLLO, 2015). Ainda segundo o autor, a remuneração variável acabou sendo afetada, acarretando aumento do salário-base e diminuição dos incentivos de curto prazo (bônus).

Dentre os tipos de remuneração variável, destaca-se o pagamento baseado em ações. Estes apresentam características distintas, como diluir o capital e garantir direitos de acionistas. Frydman e Jenter (2010) observaram que durante os anos 80 e 90 as *stocks options* representavam as maiores parcelas da remuneração dos executivos. Um aspecto relevante levantado por Lipman e Hall (2008) é que a porcentagem de remuneração baseada em ações dentro do pacote de compensação, não deve ser consideravelmente elevado. Esta sugestão se explica pelo incentivo dos gestores oportunistas que podem concentrar esforços para valorização discricionária do preço das ações. Todavia, ainda segundo os autores, o pagamento por ações pode ser utilizado como vantagem competitiva.

Na tentativa de minimizar o conflito de agência e alinhar os interesses entre as partes relacionadas, as companhias passaram a estruturar pacotes de remuneração aos executivos. O instrumento de remuneração baseado em ações, tal como os planos de *stock options*, que consistem em oferecer aos empregados a opção de compra de ações a valores abaixo do mercado, podem minimizar os problemas de agência (FIRTH; TAM; TANG, 1999).

Silveira e Barros (2013) desenvolveram um indicador que captura as características da homogeneidade do conselho de administração, doravante CA, considerando características de porcentagem de mulheres, mandatos médios, características educacionais e de permanência no conselho. Souza (2014) de forma adicional em sua pesquisa, utilizou estas características para identificar as determinantes do excesso de remuneração dos executivos. O autor verificou relação entre as características sumarizadas e a remuneração total das empresas.

A literatura que analisa a remuneração executiva como mecanismo de governança corporativa ainda é incipiente. Davis (1979) não identificou relação entre idade do executivo e desempenho organizacional. Bertrand e Schoar (2003) sugerem que executivos mais velhos são mais conservadores. Funchal e Terra (2006), em estudo multipaíses incluindo o Brasil, identificaram um número reduzido de conselheiros independentes e uma menor participação dos executivos no conselho de administração.

Na presente pesquisa pretende-se responder a seguinte questão: quais são os tipos e os determinantes da remuneração executiva no mercado acionário brasileiro? Deste modo, o objetivo do trabalho é identificar os tipos e os determinantes da remuneração dos executivos que compõem o conselho de administração, a diretoria estatutária e o conselho fiscal das empresas com ações negociadas no mercado acionário brasileiro.

Para testar a relação entre a remuneração e a característica dos executivos, foram selecionadas as 59 empresas que integravam o índice Ibovespa de 2017. As informações foram coletadas manualmente no formulário de referencia (FR), perfazendo os anos de 2013 a 2016. Inicialmente, a remuneração executiva foi segregada em fixa, variável e por meio de pagamento baseado em ações. As características dos executivos analisadas foram a quantidade de membros dos conselhos, o grau de instrução, a dualidade e a independencia. Para controlar o efeito do desempenho na remuneração foram selecionadas proxies que representam a magnitude da rentabilidade, estas coletadas da demonstrações financeiras das empresas.

A pesquisa apresenta relevância por analisar tipos específicos de remuneração variável. Existem métodos de remuneração onde o capital dos acionistas é diluído e outros não, podendo agravar o conflito de interesses. Deste modo, o presente estudo estende a literatura ao verificar quais os tipos de remuneração variável são praticados no mercado, bem como sua relação com as características dos executivos.

Os resultados podem ser úteis para os participantes do mercado. Outrossim, como as empresas remuneram, podem ser úteis na relação entre as perspectivas de investimentos futuras. Os achados também podem auxiliar os reguladores a monitorar as práticas de remuneração das empresas objetivando atenuar e externalizar possíveis problemas de agência.

# 2 Referencial Teórico

## 2.1 Conflito de Interesse

Os acionistas buscam nas políticas adotadas pelos executivos aumento de valor de suas participações. Todavia, os gestores podem se engajar em atividades que acentuam o conflito de interesses (JENSEN; MURPHY, 1990). Neste contexto, os planos de remuneração executiva devem ser alinhados com os interesses entre as partes relacionadas, para assim, maximizar os recursos da companhia e motivar os executivos (BALSAM, 2002).

Os planos de remuneração estão relacionados com as melhores práticas de governança corporativa. As empresas buscam implantar melhores incentivos para alinhamento de interesses, tal como, a retenção de pessoal qualificado. Segundo Bebchuk e Fried (2004) distúrbios causados pela remuneração de executivos decorrem de problemas básicos de governança, uma vez que os incentivos para aumentar o valor para os acionistas não são considerados suficientes. Já para Lipman e Hall (2008), devem ser incluídas nos planos de remuneração componentes patrimoniais aos de caixa para melhor alinhamento de interesses.

Autores como Jensen e Murphy (1990) mostram que algumas empresas aumentam a participação dos funcionários nas companhias com concepção de que quanto maior for a parcela dos executivos e da alta administração nas ações da empresa, maior será a ligação entre as riquezas dos acionistas e dos executivos.

As compensações baseadas em ações e opções de ações deixam os executivos expostos às influências do mercado, ao contrário da compensação em dinheiro. As oscilações do mercado podem incentivar executivos oportunistas a gerenciar os ganhos para compensar suas eventuais perdas. Assim, por mais tênue que possa ser à ligação entre compensação em dinheiro com o desempenho, menor seria a preocupação se o *Chief Executive Officer*(CEO) possuísse elevada parcela de capital próprio das empresas (JENSEN; MURPHY, 1990).

A remuneração pode ser instrumento utilizado para alinhamento de interesses do gestor com os da empresa, porém como Jensen e Murphy (1990, p.2) informam “*existem sérios problemas com a compensação dos executivos, mas o pagamento ‘excessivo’ não é o maior problema - e sim como são pagos*”, além disso, “a política de compensação não apenas molda como os executivos se comportam, mas também ajuda a determinar que tipo de executivos uma organização atrai” (Jensen & Murphy, 1990, p.4).

A remuneração em primazia é composta por uma parcela fixa e outra variável. Esta é obtida através de metas pré-estabelecidas pela administração, podendo ser atrelada a indicadores econômico-financeiros, ambientais e sociais. Aquela visa redução do risco do executivo, contudo minimiza o interesse em obter valor para o acionista.

Balsam (2002) classifica os tipos mais comuns de remuneração como sendo: salário, bônus, opção de ações (*stock options),* concessão de ações *(stock grants),* pensões, benefícios e gratificações. Já Murphy (1999) divide os componentes da remuneração em: salários base, planos de bônus anual, *stock options*, *restricted stock*, planos de incentivos de longo prazo e planos de aposentadoria.

Recomendações existem quando da elaboração dos pacotes de remuneração, contudo inexiste escolha unanime para um incentivo específico, pois estes dependem da filosofia e cultura da empresa e seu plano estratégico (LIPMAN; HALL, 2008).

**2.2 Pagamento baseado em ações**

O pagamento baseado em ações passou a ter relevância como atenuante do conflito de interesses. Por exemplo, as *stock options* surgiram na década de 80, com o objetivo de atrelar a compensação com o preço das ações, fornecendo incentivos aos executivos para maximização do valor para os acionistas (FRYDMAN; JENTER, 2010).

No estudo de Frydman e Jenter (2010) observou-se que durante os anos 80 e 90 as *stocks options* representavam as maiores parcelas da remuneração dos executivos, porém após a chamada bolha tecnológica de 2000 e 2001, as concessões de ações restritas passaram ser a forma mais popular de compensação.

Aspecto importante levantado por Lipman e Hall (2008), a porcentagem de remuneração baseada em ações não deve ser substancialmente elevada, para evitar que o foco dos executivos seja unicamente o aumento do preço das ações da empresa. Todavia os autores alertam que o pagamento baseado em ações deve ser representativo dentro do plano de remuneração, para competir, em uma base ajustada ao risco, com pacotes de remuneração oferecidos por fundos de *private equity*, por exemplo.

Na Tabela 1 são apresentadas as descrições dos tipos de pagamentos baseado em ações, suas vantagens e desvantagens, conforme Lipman e Hall (2008) e Balsam (2002).

|  |
| --- |
| **Tabela 1 - Tipos de pagamento baseado em ações** |
| *Stock Options* (Opções de ações) |
| * Um direito concedido pelo empregador a um empregado para comprar ações a um preço estipulado (data da concessão) durante um período de tempo especificado;
* Contanto que o valor da ação esteja acima do valor de exercício a opção terá valor para o executivo;
* Para se obter o lucro faz-se necessário comprar as ações e depois vendê-las.
 |
| *Stock Appreciation Rights – SARs* (Direitos de valorização de ações) |
| * Pagáveis em ações ou em dinheiro (ou, em alternativa, para sociedades de responsabilidade limitada, um "interesse em lucros");
* Não dá ao executivo os direitos de acionistas, por exemplo, receber dividendos;
* Permite que o executivo receba a apreciação no patrimônio sobre o valor justo de mercado da data da concessão;
* As empresas passam a recompensar seus executivos apenas depois da data de concessão, assim não se usufrui dos benefícios de eventos passados como no caso das ações restritas;
* Os executivos são recompensados apenas se o valor da companhia aumentar;
* São preferíveis em comparação com as *stock options*, pois envolvem menos diluição para os acionistas e evitam os custos de transação associados ao exercício das opções seguido da venda, porém a empresa prefere as *stock options*;
* O detentor tem o direito de obter os benefícios de uma *stock option* sem ter que adquirir a ação;
 |
| P*erformance Share Plans* (Planos de desempenho em ações) |
| * Pagáveis em ações ou dinheiro;
* São concedidos no início do período especificado, e o prêmio são obtidos assim que determinados objetivos de desempenho são atingidos.
 |
| *Restricted Stock* (Ações Restritas) |
| * Planos de Bônus de ações restritas e Prêmios;
* Se houver perdas no valor da ação os executivos as compartilharam, isso não ocorre com as *stock options* e as *SAR*s.
* Recompensa os executivos que não contribuíram para o crescimento passado da empresa;
* Os executivos se tornam acionistas imediatamente e passam a ter os direitos e privilégios dos mesmos, por exemplo, os direitos sobre dividendos;
* Quando pagas em ações acarretam no aumento do número de ações emitidas e em circulação de forma que reflete na diminuição do lucro por ação;
* Após o tempo de contrato para adquirir as ações restritas mesmo se o valor da companhia não tiver aumentado os executivos são recompensados;
* São concedidas sem custo (ou a preço reduzido) para o beneficiário.
 |
| *Phantom Stock* (Ações Fantasmas) |
| * Planos de ações fantasma pagáveis em ações ou dinheiro;
* Não dão direito de propriedade da companhia, mas dão direito de receber o aumento nos preços das ações e ao dividendo declarado;
* Não diluem o capital existente.
 |
| Fonte: elaborada pelos autores. |

De acordo com Lipman e Hall (2008) uma das medidas para se evitar algumas das desvantagens trazidas pelas ações restritas é aderir metas de desempenho para que as restrições expirem, por exemplo, as empresas podem utilizar tempo de contrato de 5 a 10 anos.

Existe diversidade de estudos relacionando as características dos conselhos ao desempenho das companhias e remuneração executiva. No Quadro 1 é apresentada uma síntese dos estudos anteriores.

|  |
| --- |
| **Quadro 1 – Estudos relacionados** |
| **Autor** | **Amostra e/ou Procedimento metodológico** | **Resultados gerais** |
| Bajtelsmit e Bernasek (1996) | Pesquisa de revisão de literatura. | Sugeriram que a presença de mulheres torna as decisões mais conservadoras quando da análise de investir suas pensões. |
| Jianakoplos e Bernasek (1998) | Analisaram 3.143 respondentes constantes na base de dados *Federal* *Reserve System*. | As mulheres são relativamente mais avessas ao risco do que os homens ao tomar decisões financeiras. |
| Kiel e Nicholson (2003) | Utilizaram como base de dados as 348 maiores empresas listadas da Austrália, para o ano de 1996. | Encontraram correlação positiva entre o tamanho do conselho e o valor da empresa. |
| Kuhn e Yockey (2003) | Pesquisa experimental. | Identificaram que as preferências de risco dependem da natureza do plano de remuneração, e a preferência pela opção mais arriscada se dá em relação ao desempenho individual e não quando associada a desempenho coletivo. |
| Ghosh e Sirmans (2005) | Investigaram 330 fundos de investimentos mobiliários nos anos de 1998, 1999 e 2000. | Além dos determinantes econômicos as empresas devem incluir variáveis de estrutura de administração e de propriedade nos pacotes de compensação. |
| Campbell e Mínguez-Vera (2008) | Investigaram 68 empresas não financeiras listadas na Espanha, durante o período de janeiro de 1995 a dezembro de 2000. | O valor da empresa não é afetado apenas pela presença de mulheres no CA, no entanto, a diversidade teve um impacto positivo no valor da empresa. |
| Fernandes (2008) | Estudaram 51 empresas listadas no mercado acionário de Portugal entre os anos de 2002 a 2004. | Os conselhos que possuem mais membros não executivos pagam salários mais altos e que empresas sem a participação de membros não executivos nos conselhos têm um melhor alinhamento entre os interesses dos administradores e dos acionistas. |
| Elkinawy e Stater (2011) | Investigaram 18.742 executivos para o período de 1992 a 2004. | Demonstraram efeitos positivos sobre o desempenho, porém dependendo fortemente das qualificações das mesmas. |
| Peni (2014) | Estudou 305 empresas do mercado acionário norte americano, compreendendo um período entre 2006 e 2010 | Relação positiva entre a presença de mulheres nos cargos de executivo e presidente do conselho, tal como no desempenho da empresa. |
| Fonte: elaborado pelos autores. |

**3 Procedimentos metodológicos**

**3.1 Seleção de dados e tratamento da amostra**

Inicialmente a amostra foi composta pelas 59 empresas que compunham o índice Ibovespa (IBOV) referente ao período de janeiro a abril de 2017. Este índice tem como objetivo medir o desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro.

Após a definição da amostra foram coletados os dados para remuneração dos executivos nos formulários de referência (FR) emitidos em 2013, 2014, 2015 e 2016. O item 13 do FR foi utilizado para composição dos valores remuneratórios. Para identificação das características dos executivos utilizou-se o item 12 do FR. Após esta coleta, foram selecionadas as informações financeiras, estas, obtidas do banco de dados Economatica®.

No procedimento de construção da amostra, inicialmente foram excluídas as empresas do setor financeiro e áreas afins devido às diferenças estruturais, operacionais e financeiras (HEALY; WAHLEN, 1999). Posteriormente foram excluídas as empresas com ações em duplicidade no IBOV. Por fim, foram excluídas as empresas com dados faltantes para o cálculo das variáveis. Após os ajustes a amostra findou em 43 empresas, sendo 170 empresas/anos.

**3.2 Definição teórica e operacional das variáveis**

*Variáveis dependentes: remuneração executiva*

A remuneração executiva pode ser ramificada em sua parte fixa e variável. A literatura também apoia que a remuneração executiva seja medida pelo desempenho baseado em ações (MURPHY, 1999). Com isso, a variável remuneração total foi estratificada em seu componente fixo, variável e mediante pagamentos baseados em ações. As pesquisas internacionais que analisam as determinantes da remuneração suportam as estratificações escolhidas, conforme apresentado na Tabela 2.

|  |
| --- |
| **Tabela 2 – Estratificação da remuneração executiva** |
|  | Remuneração total |  | Remuneração fixa |  | Remuneração variável |  | Remuneração baseada em ações |
| Elkinawy e Stater (2011) | X |  | X |  |  |  |  |
| Fernandes (2008) |  |  | X |  | X |  |  |
| Ghosh e Sirmans (2005) | X |  |  |  |  |  |  |
| Yan (2015) | X |  |  |  |  |  | X |
| Franken (2010) |  |  |  |  | X |  |  |
| Lam, McGuinness e Vieito (2013) | X |  |  |  |  |  |  |
| Fonte: elaborada pelos autores. |

Na pesquisa, foram consideradas no cálculo da remuneração executiva a compensação em reais. Os dados para remuneração foram extraídos do item 13 do FR e foram operacionalizados como segue no Quadro 2:

**Quadro 2 – Medidas da Remuneração Executiva.**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Remuneração Total | lnTotal | ln(Remuneração Fixa + Remuneração Variável + Remuneração Baseada em Ações) | equação 1 |
| Remuneração Fixa | lnFixa | ln(Salário ou pró-labore + Benefícios direitos e indiretos + Participações em comitês + Outros valores fixos)  | equação 2 |
| Remuneração Variável | lnVariável | ln(Bônus + Participação de resultados + Participação em reuniões + Outros valores variáveis + Benefícios pós-emprego + Benefícios com cessação do cargo | equação 3 |
| Remuneração Baseada em Ações | lnAções | ln(Total de remunerações baseadas em ações) | equação 4 |

Fonte: elaborado pelos autores

Foram excluídos os pagamentos baseados em ações da remuneração variável, por considerar que estes acentuam possíveis problemas de conflito de interesses.

*Variáveis de interesse: características dos executivos*

As variáveis que mensuram as características dos executivos utilizadas na presente pesquisa e os sinais encontrados pelos estudos anteriores são sumarizados na Tabela 3.

|  |  |
| --- | --- |
| **Tabela 3 – Estudos que utilizaram as características dos executivos como determinantes da remuneração** |  |
|  | Quantidade de Membros | Grau de Instrução | Presença de mulheres executivas | Dualidade de cargos | Independência |
| Ghosh e Sirmans (2005) | X | + |  |  |  |  | X | ? | X | + |
| Fernandes (2008) | X | ? |  |  |  |  |  |  | X | + |
| Elkinawy e Stater (2011) | X | + |  |  | X | \* | X | + | X | - |
| Yan (2015) | X | + |  |  | X | - | X | - | X | ? |
| Lam *et al*. (2013) |  |  | X | + | X | - |  |  |  |  |
| Fonte: elaborada pelos autores.Nota: a letra X representa a utilização da variável nos estudos selecionados. Os sinais +, -, \* e ?, representam que os autores evidenciaram relação positiva, negativa, dúbia ou inexistente, respectivamente, para estas determinantes da remuneração executiva. |  |

A quantidade de membros (Membros) foi calculada pelo total dos executivos que compõem o conselho de administração (CA), diretoria estatutária (DE) e conselho fiscal (CF). Conselhos maiores estão associados à maior remuneração do CEO (GHOSH; SIRMANS, 2005). Espera-se uma relação positiva entre a variável Membros e a remuneração executiva, tal como evidenciado por Elkinawy e Stater (2011), Ghosh e Sirmans (2005), Lam *et al.* (2013) e Yan (2015).

O grau de instrução (Instrução) é a média aritmética simples da titulação dos executivos segundo a seguinte escala: 0 = sem graduação; 1 = graduação; 2 = *Master of Business Administration* (MBA) e/ou pós-graduação; 3 = mestrado; 4 = doutorado; 5 = pós-doutorado. As credenciais acadêmicas têm um impacto indireto e positivo na remuneração executiva. A pesquisa de Lam *et al*. (2013) suporta esta relação.

A presença de mulheres (Mulheres) é uma variável de contagem calculada pelo soma do total de mulheres nos órgãos administrativos (CA, DE e CF). Oakley (2000) e Wanzenried (2008) documentam que mulheres são sub-compensadas em relação aos homens no mercado de trabalho. Para Barber e Odean (2001) e Graham, Harvey e Puri (2013) as mulheres são mais avessas ao risco do que os homens. Visto que a remuneração fixa é considerada mais conservadora, enquanto os bônus e as opções de ações estão sujeitas a maior incerteza, espera-se: um sinal positivo da variável Mulheres com a remuneração fixa; e uma relação negativa entre a quantidade de mulheres executivas com as remunerações variáveis e por pagamento baseado em ações.

A dualidade de cargos (d.Dual) é capturada por uma variável binária que assume o valor de 1 (um) caso o CEO atue como presidente do conselho e 0 (zero) caso contrário. As pesquisas que relacionam esta variável como determinante da remuneração apresentaram sinal ambíguo (ELKINAWY; STATER, 2011; YAN, 2015)

A independência (d.Eleito) é capturada por uma variável binária que assume o valor de 1 (um) se o conselheiro foi eleito pelo controlador da empresa e 0 (zero) caso contrário. O resultado para esta variável é ambíguo devido os achados encontrados por Elkinawy e Stater (2011), Fernandes (2008) e Ghosh e Sirmans (2005). Caso o sinal da variável d.Eleito seja positivo indicará que executivos eleitos influenciam positivamente a remuneração executiva. Já se o sinal for negativo, indicará que executivos eleitos têm incentivos para reduzir a compensação executiva.

*Variáveis de controle: rentabilidade e identidade do acionista controlador*

Como *proxy* de rentabilidade foram utilizadas medidas contábeis de desempenho financeiro, sendo: o retorno sobre os ativos (Roa), desvio padrão do retorno sobre os ativos (SRoa), crescimento da empresa (lnCresc) e *q* de Tobin (Q). Espera-se uma relação positiva entre as medidas de rentabilidade e a remuneração executiva, tal como evidenciado por Elkinawy e Stater (2011), Ghosh e Sirmans (2005) e Yan (2015).

O Roa é calculado como a razão entre o lucro líquido e o ativo total. A medida SRoa é o desvio padrão do Roa dos últimos cinco anos. A variável lnCresc é o logaritmo natural da média aritmética do crescimento do valor de mercado das ações para cinco anos anteriores. O *q* de Tobin (Q) é o valor de mercado das ações mais as dividas dividido pelo ativo total da empresa.

Como variável de controle foi inserida a identidade do acionista controlador (d.Identidade). Esta, é uma variável binária que assume o valor de 1 (um) caso o acionista controlador seja o Estado e 0 (zero) caso contrário. O sinal esperado para esta relação é dúbio devido o capturado pelas proxies de independência utilizadas nas pesquisas de Franken (2010), Lam *et al*. (2013) e Yan (2015).

**3.3 Modelos e Técnicas de Análise**

Para capturar a relação entre remuneração e características dos executivos estabelecida na literatura foi proposto o seguinte modelo econométrico:

$$(lnTotal;lnFixa;lnVariável;lnAções)\_{i}=β\_{0}+β\_{1}Membros\_{i}+β\_{2}Instrução\_{i}+β\_{3}d.Mulheres\_{i}+β\_{4}d.Dual\_{i}+β\_{5}d.Eleito\_{i}+β\_{6}Roa\_{i}+β\_{7}SRoa\_{i}+β\_{8}lnCres\_{i}+β\_{9}Q\_{i}+β\_{10}d.Identidade\_{i}+μ\_{i} (equação 5)$$

Inicialmente foram estimados os parâmetros para a equação 5 com o logaritmo natural do total da remuneração dos executivos (lnTotal). Em um segundo momento, foram reestimados os parâmetros empregando como variável dependente o logaritmo natural do total de remuneração fixa (lnFixa). Posteriormente, os parâmetros foram estimados utilizando o total da remuneração variável dos executivos (lnVariável). Por fim, a equação 5 foi reestimado tendo como variável dependente o total de remuneração baseada em ações (lnAções).

Os modelos foram gerados pela estimativa de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros robustos pela técnica de White (1980). A aplicação da técnica de White objetiva mitigar o problema causado quando os termos de erros das regressões não são homocedásticos.

**4 Análise dos resultados**

**4.1 Análise univariada**

Na Tabela 4 são apresentadas as características dos executivos dos órgãos administrativos (CA, DE e CF). Observa-se pelo Painel A que a administração das empresas é formada em primazia por homens, mesmo que a quantidade de mulheres executivas tenha aumentado ao longo dos anos (75, 79, 83 e 105, para os anos de 2013, 2014, 2015 e 2016, respectivamente). A adoção da presença feminina na modelagem estatística objetiva capturar se a remuneração executiva é alterada pela presença de mulheres em cargos da alta direção. Dado as características de aversão ao risco evidenciadas na literatura espera-se que determinados tipos de remuneração sejam influenciados pela presença de mulheres executivas.

Observando as estatísticas para característica “Eleito pelo controlador”, *proxy* para independência do executivo, identifica-se que a maioria dos executivos são eleitos pelo controlador (71,18%, 68,55%, 68,21% e 70,12%, para os anos de 2013, 2014, 2015 e 2016, respectivamente). A característica de independência pode reduzir o conflito de interesses devido maior monitoramento das ações dos agentes externos.

A característica de dualidade, CEOs que atuam como presidentes dos conselhos, está presente em 76,19%, 69,05%, 69,27% e 72,09%, para os anos de 2013, 2014, 2015 e 2016, respectivamente, das empresas analisadas.

No painel B da Tabela 4 é apresentado o nível educacional dos executivos separando os mesmos em graduados, especialistas (pós-graduação e/ou *Master in Business Administration*), mestres, doutores ou pós-doutores. Para a primeira característica observa-se que menos de 3% das empresas para os anos analisados possuem executivos que não são no mínimo graduados. A existência de executivos não graduados pode ser justificada pela presença nos conselhos de fundadores, exclusivamente identificados como empresários.

As demais características que capturam o nível de instrução são assim sumarizadas em relação ao total de executivos e anos analisados: 49% dos executivos possuem especialização, 17% têm mestrado, 4% portam título de doutorado e 2% são pós-doutores. A redução de executivos com maior grau de instrução pode estar atrelado a maior exigência de anos de estudo para essas características.

|  |
| --- |
| **Tabela 4 – Características dos órgãos administrativos** |
| **Painel A – Características dos executivos** |
|  | 2013 |  | 2014 |  | 2015 |  | 2016 |
| Composição dos órgãos | Mulheres | 75 | 7,69% |  | 79 | 7,99% |  | 83 | 8,51% |  | 105 | 10,67% |
|  | Homens | 900 | 92,31% |  | 910 | 92,01% |  | 892 | 91,49% |  | 879 | 89,33% |
|  | **975** | **100%** |  | **989** | **100%** |  | **975** | **100%** |  | **984** | **100%** |
| Eleito pelo Controlador | Sim | 694 | 71,18% |  | 678 | 68,55% |  | 665 | 68,21% |  | 690 | 70,12% |
|  | Não | 281 | 28,82% |  | 311 | 31,45% |  | 310 | 31,79% |  | 294 | 29,88% |
|  | **975** | **100%** |  | **989** | **100%** |  | **975** | **100%** |  | **984** | **100%** |
| Dualidade | Sim | 32 | 76,19% |  | 29 | 69,05% |  | 30 | 69,77% |  | 31 | 72,09% |
|  | Não | 10 | 23,81% |  | 13 | 30,95% |  | 13 | 30,23% |  | 12 | 27,91% |
|  | **42** | **100%** |  | **42** | **100%** |  | **43** | **100%** |  | **43** | **100%** |
| **Painel B – Nível educacional dos executivos** |
|  | 2013 |  | 2014 |  | 2015 |  | 2016 |
| Graduação | Sim | 960 | 98,46% |  | 965 | 97,57% |  | 954 | 97,85% |  | 955 | 97,05% |
|  | Não | 15 | 1,54% |  | 24 | 2,43% |  | 21 | 2,15% |  | 29 | 2,95% |
|  | **975** | **100%** |  | **989** | **100%** |  | **975** | **100%** |  | **984** | **100%** |
| Pós-graduação e/ou *MBA* | Sim | 467 | 47,90% |  | 470 | 47,52% |  | 491 | 50,36% |  | 478 | 48,58% |
|  | Não | 508 | 52,10% |  | 519 | 52,48% |  | 484 | 49,64% |  | 506 | 51,42% |
|  | **975** | **100%** |  | **989** | **100%** |  | **975** | **100%** |  | **984** | **100%** |
| Mestrado | Sim | 161 | 16,51% |  | 183 | 18,50% |  | 173 | 17,74% |  | 164 | 16,67% |
|  | Não | 814 | 83,49% |  | 806 | 81,50% |  | 802 | 82,26% |  | 820 | 83,33% |
|  | **975** | **100%** |  | **989** | **100%** |  | **975** | **100%** |  | **984** | **100%** |
| Doutorado | Sim | 27 | 2,77% |  | 43 | 4,35% |  | 49 | 5,03% |  | 51 | 5,18% |
|  | Não | 948 | 97,23% |  | 946 | 95,65% |  | 926 | 94,97% |  | 933 | 94,82% |
|  | **975** | **100%** |  | **989** | **100%** |  | **975** | **100%** |  | **984** | **100%** |
| Pós-doutorado | Sim | 12 | 1,23% |  | 17 | 1,72% |  | 15 | 1,54% |  | 15 | 1,52% |
|  | Não | 963 | 98,77% |  | 972 | 98,28% |  | 960 | 98,46% |  | 969 | 98,48% |
| Total | **975** | **100%** |  | **989** | **100%** |  | **975** | **100%** |  | **984** | **100%** |
| Fonte: dados da pesquisa. |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |

Na Tabela 5 são apresentadas as formas de remunerações dos executivos pertencentes ao CA, DE e CF. Com base no painel A, observa-se aumento da remuneração total do CA ao longo dos anos. Este aumento diz respeito aos valores em reais da remuneração e em relação à média dos pagamentos. Assim, é possível concluir que a CA aumentou a remuneração individual dos seus executivos ao longo dos períodos analisados. Sobre os tipos de remuneração, observa-se a predominância da remuneração fixa em face da parcela variável da remuneração. Aquela apresenta variação positiva entre os ano. Esta oscila ora positiva ora negativamente, sendo que, para todos os anos, o pagamento baseado em ações é o mais representativo entre os tipos de remuneração variável.

Analisando o painel B, que apresenta a remuneração da DE, observa-se aumento da compensação total ao longo dos anos exceto para o ano de 2016. A redução para este ano está relacionada com a forma de remuneração adotada à diretoria, visto que a remuneração variável representa maior parcela na remuneração dos diretores – 60% do total de remuneração da diretoria é proveniente da remuneração variável, quando analisados todos os anos em conjunto, onde a remuneração por meio de bônus e baseadas em ações polarizam os montantes da remuneração variável –.

No painel C é mostrada a compensação do CF, que apenas utiliza remuneração fixa como forma de compensação. A remuneração para esses conselheiros aumentou ao longo dos anos, tendo como predominante a compensação mediante salários ou pró-labores – 85% da remuneração total para todos os anos analisados é proveniente dessa forma de remuneração –.

No geral, a remuneração para o CA e CF é mais conservadora, dado a predominância da parcela fixa da remuneração para os conselheiros administrativos, e a inexistência de remuneração variável para os conselheiros fiscais. Contrariamente, os diretores executivos possuem um plano de remuneração menos conservador, visto que a remuneração variável desses conselheiros é proporcionalmente maior do que sua parcela fixa.

|  |
| --- |
| **Tabela 5 – Remuneração dos executivos em reais (R$)** |
|  | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|  | Média | Soma | Qt | Média | Soma | Qt | Média | Soma | Qt | Média | Soma | Qt |
| **Painel A –** Remuneração do Conselho de Administração |
| **Remuneração Fixa** | **2.743.880** | **112.499.093** |  | **3.108.254** | **127.438.399** |  | **3.158.374** | **135.810.084** |  | **3.633.001** | **156.219.048** |  |
| Salário ou pró-labore | 2.253.419 | 92.390.195 | 41 | 2.565.483 | 105.184.791 | 41 | 2.576.195 | 110.776.375 | 43 | 2.885.414 | 124.072.810 | 43 |
| Benefícios diretos e indiretos | 102.233 | 920.093 | 9 | 101.984 | 1.223.808 | 12 | 126.933 | 1.269.329 | 10 | 145.004 | 1.740.045 | 12 |
| Participações em comitês | 623.751 | 6.861.264 | 11 | 561.982 | 6.743.786 | 12 | 620.610 | 8.067.933 | 13 | 781.397 | 11.720.954 | 15 |
| Outros valores fixos | 410.918 | 12.327.541 | 30 | 476.200 | 14.286.014 | 30 | 490.514 | 15.696.447 | 32 | 533.864 | 18.685.239 | 35 |
| **Remuneração Variável** | **2.856.352** | **45.701.628** |  | **2.493.664** | **42.392.287** |  | **2.647.729** | **42.363.662** |  | **2.796.664** | **50.339.956** |  |
| Bônus | 2.193.043 | 8.772.171 | 4 | 2.534.923 | 15.209.538 | 6 | 1.551.395 | 9.308.369 | 6 | 3.251.771 | 22.762.398 | 7 |
| Participação de resultados | 1.695.483 | 3.390.966 | 2 | 880.491 | 1.760.981 | 2 | 1.296.547 | 3.889.641 | 3 | 1.196.229 | 2.392.458 | 2 |
| Participação em reuniões | 515.484 | 1.030.967 | 2 | 390.151 | 1.170.452 | 3 | 790.675 | 2.372.026 | 3 | 434.299 | 2.605.795 | 6 |
| Outros valores variáveis | 139.621 | 418.862 | 3 | 381.419 | 1.525.677 | 4 | 285.715 | 1.714.288 | 6 | 139.769 | 698.843 | 5 |
| Benefícios Pós-emprego | 129.442 | 647.210 | 5 | 85.698 | 342.791 | 4 | 65.760 | 328.800 | 5 | 103.281 | 413.123 | 4 |
| Benef. Cessação do cargo | 8.275.900 | 8.275.900 | 1 | 4.392.542 | 4.392.542 | 1 | 4.746.167 | 4.746.167 | 1 |  |  |  |
| Rem. Baseada em ações | 3.309.365 | 23.165.552 | 7 | 2.570.044 | 17.990.307 | 7 | 2.857.768 | 20.004.373 | 7 | 3.066.763 | 21.467.338 | 7 |
| **Remuneração Total** | **3.858.554** | **158.200.721** |  | **4.142.212** | **169.830.686** |  | **4.143.575** | **178.173.746** |  | **4.803.698** | **206.559.003** |  |
| **Painel B –** Remuneração da Diretoria Estaturária |
| **Remuneração Fixa** | **9.090.990** | **372.730.570** |  | **10.395.951** | **426.233.995** |  | **10.280.675** | **431.788.350** |  | **10.736.049** | **461.650.100** |  |
| Salário ou pró-labore | 6.813.127 | 279.338.216 | 41 | 8.025.082 | 329.028.380 | 41 | 7.802.700 | 327.713.381 | 42 | 8.065.419 | 346.813.027 | 43 |
| Benefícios diretos e indiretos | 1.071.501 | 38.574.046 | 36 | 1.078.581 | 39.907.510 | 37 | 1.179.131 | 43.627.841 | 37 | 1.069.588 | 40.644.350 | 38 |
| Outros valores fixos | 1.713.072 | 54.818.307 | 32 | 1.685.238 | 57.298.104 | 34 | 1.831.731 | 60.447.128 | 33 | 1.854.818 | 74.192.722 | 40 |
| **Remuneração Variável** | **12.643.445** | **505.737.816** |  | **15.903.433** | **636.137.323** |  | **18.310.730** | **750.739.910** |  | **15.266.854** | **641.207.889** |  |
| Bônus | 7.085.224 | 141.704.487 | 20 | 9.110.089 | 209.532.038 | 23 | 10.148.365 | 223.264.033 | 22 | 8.358.900 | 183.895.804 | 22 |
| Participação de resultados | 6.579.595 | 144.751.094 | 22 | 7.532.123 | 158.174.593 | 21 | 8.496.825 | 161.439.669 | 19 | 6.295.836 | 125.916.714 | 20 |
| Outros valores variáveis | 1.540.314 | 21.564.399 | 14 | 1.827.821 | 29.245.142 | 16 | 3.049.102 | 48.785.633 | 16 | 4.257.026 | 76.626.467 | 18 |
| Benefícios Pós-emprego | 523.698 | 7.855.463 | 15 | 562.788 | 8.441.825 | 15 | 506.370 | 8.608.290 | 17 | 581.558 | 12.212.727 | 21 |
| Benef. Cessação do cargo | 1.419.705 | 5.678.821 | 4 | 13.467.672 | 26.935.345 | 2 | 16.672.130 | 83.360.649 | 5 | 9.078.860 | 63.552.017 | 7 |
| Rem. Baseada em ações | 7.674.315 | 184.183.552 | 24 | 7.548.459 | 203.808.381 | 27 | 8.045.773 | 225.281.637 | 28 | 6.172.557 | 179.004.159 | 29 |
| **Remuneração Total** | **21.426.058** | **878.468.386** |  | **25.911.496** | **1.062.371.318** |  | **28.155.435** | **1.182.528.261** |  | **25.647.860** | **1.102.857.988** |  |
| **Painel C –** Remuneração do Conselho Fiscal |
| **Remuneração Fixa (Total)** | **522.345** | **18.804.424** |  | **570.083** | **19.952.903** |  | **628.876** | **21.381.793** |  | **677.130** | **23.699.544** |  |
| Salário ou pró-labore | 447.236 | 16.100.486 | 36 | 485.169 | 16.980.905 | 35 | 532.772 | 18.114.245 | 34 | 579.018 | 20.265.614 | 35 |
| Benefícios diretos e indiretos | 62.666 | 250.664 | 4 | 53.265 | 372.855 | 7 | 53.492 | 267.462 | 5 | 66.202 | 264.807 | 4 |
| Outros valores fixos | 87.617 | 2.453.274 | 28 | 99.967 | 2.599.143 | 26 | 107.146 | 3.000.087 | 28 | 105.637 | 3.169.124 | 30 |
| Fonte: dados da pesquisa.Nota: Benef. é a abreviação de Benefícios. Rem é a abreviação de remuneração. |

|  |
| --- |
| **Tabela 6 – Correlação de Pearson e Spearman** |
|  | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 1.lnTotal |  | 0,698 | 0,838 | 0,454 | 0,467 | 0,088 | 0,219 | -0,472 | 0,005 | 0,089 | 0,005 | 0,421 | -0,001 | - |
|  |  | 0,000\*\*\* | 0,000\*\*\* | 0,000\*\*\* | 0,000\*\*\* | 0,377 | 0,026\*\* | 0,000\*\*\* | 0,692 | 0,370 | 0,958 | 0,000\*\*\* | 0,989 | - |
| 2.lnFixa | 0,843 |  | 0,507 | -0,021 | 0,598 | -0,056 | 0,350 | -0,373 | 0,189 | -0,135 | -0,040 | 0,485 | 0,211 | - |
|  | 0,000\*\*\* |  | 0,000\*\*\* | 0,832 | 0,000\*\*\* | 0,576 | 0,000\*\*\* | 0,000\*\*\* | 0,056\* | 0,174 | 0,685 | 0,000\*\*\* | 0,033\*\* | - |
| 3.lnVariável | 0,869 | 0,641 |  | 0,225 | 0,341 | 0,059 | 0,129 | -0,449 | -0,052 | 0,031 | -0,010 | 0,268 | 0,074 | - |
|  | 0,000\*\*\* | 0,000\*\*\* |  | 0,022\*\* | 0,000\*\*\* | 0,554 | 0,195 | 0,000\*\*\* | 0,602 | 0,754 | 0,918 | 0,006\*\*\* | 0,458 | - |
| 4.lnAções | 0,451 | 0,021 | 0,172 |  | 0,080 | 0,020 | 0,061 | -0,202 | -0,295 | 0,323 | -0,096 | 0,058 | -0,187 | - |
|  | 0,000\*\*\* | 0,830 | 0,082\* |  | 0,419 | 0,841 | 0,543 | 0,040\*\* | 0,003\*\*\* | 0,001\*\*\* | 0,337 | 0,560 | 0,059\* | - |
| 5.Membros | 0,203 | 0,352 | 0,189 | -0,001 |  | -0,202 | 0,407 | -0,364 | 0,437 | -0,180 | 0,112 | 0,374 | 0,124 | - |
|  | 0,008\*\*\* | 0,000\*\*\* | 0,015\*\* | 0,994 |  | 0,041\*\* | 0,000\*\*\* | 0,000\*\*\* | 0,000\*\*\* | 0,069\* | 0,261 | 0,000\*\*\* | 0,212 | - |
| 6.Instrução | -0,213 | -0,161 | -0,203 | -0,024 | -0,147 |  | -0,230 | 0,031 | 0,060 | -0,180 | 0,315 | 0,088 | -0,057 | - |
|  | 0,005\*\*\* | 0,036\*\* | 0,009\*\*\* | 0,809 | 0,055\* |  | 0,020\*\* | 0,759 | 0,544 | 0,068\* | 0,001\*\*\* | 0,379 | 0,568 | - |
| 7.Mulheres | 0,187 | 0,317 | 0,120 | -0,034 | 0,552 | -0,188 |  | -0,071 | 0,130 | 0,019 | 0,055 | -0,085 | -0,016 | - |
|  | 0,015\*\* | 0,000\*\*\* | 0,127 | 0,731 | 0,000\*\*\* | 0,014 |  | 0,476 | 0,192 | 0,852 | 0,578 | 0,391 | 0,873 | - |
| 8.d.Dual | -0,342 | -0,293 | -0,379 | -0,220 | -0,286 | 0,059 | -0,206 |  | -0,037 | -0,067 | -0,307 | -0,114 | -0,202 | - |
|  | 0,000\*\*\* | 0,000\*\*\* | 0,000\*\*\* | 0,024\*\* | 0,000\*\*\* | 0,446 | 0,007\*\*\* |  | 0,714 | 0,503 | 0,002\*\*\* | 0,254 | 0,041\*\* | - |
| 9.d.Eleito | -0,053 | 0,037 | -0,006 | -0,245 | 0,597 | 0,053 | 0,319 | -0,071 |  | -0,301 | 0,356 | 0,235 | 0,209 | - |
|  | 0,493 | 0,633 | 0,935 | 0,012\*\* | 0,000\*\*\* | 0,491 | 0,000\*\*\* | 0,358 |  | 0,002\*\*\* | 0,000\*\*\* | 0,017\*\* | 0,035\*\* | - |
| 10.Roa | 0,193 | 0,106 | 0,155 | 0,405 | 0,004 | -0,171 | -0,088 | -0,020 | -0,074 |  | -0,018 | -0,031 | -0,537 | - |
|  | 0,012\*\* | 0,171 | 0,048\*\* | 0,000\*\*\* | 0,962 | 0,026 | 0,256 | 0,792 | 0,336 |  | 0,856 | 0,759 | 0,000\*\*\* | - |
| 11.Sroa | -0,044 | -0,104 | -0,003 | -0,115 | 0,073 | 0,049 | 0,104 | -0,277 | 0,132 | -0,415 |  | -0,003 | 0,176 | - |
|  | 0,574 | 0,179 | 0,974 | 0,243 | 0,345 | 0,524 | 0,179 | 0,000\*\*\* | 0,087\* | 0,000\*\*\* |  | 0,974 | 0,076\* | - |
| 12.lnCresc | 0,326 | 0,401 | 0,136 | 0,164 | 0,348 | 0,098 | 0,056 | -0,116 | 0,235 | 0,085 | 0,073 |  | 0,121 | - |
|  | 0,000\*\*\* | 0,000\*\*\* | 0,084\* | 0,095\* | 0,000\*\*\* | 0,203 | 0,466 | 0,133 | 0,002\*\*\* | 0,269 | 0,346 |  | 0,225 | - |
| 13.Q | -0,005 | 0,141 | -0,004 | -0,116 | 0,207 | 0,134 | 0,188 | -0,043 | 0,272 | -0,346 | 0,074 | 0,125 |  | - |
|  | 0,952 | 0,067\* | 0,962 | 0,239 | 0,007\*\*\* | 0,082 | 0,014 | 0,578 | 0,000\*\*\* | 0,000\*\*\* | 0,335 | 0,104 |  | - |
| 14.d.Identidade | -0,358 | -0,117 | -0,489 | - | 0,203 | 0,228 | 0,121 | 0,221 | 0,093 | -0,081 | -0,022 | 0,177 | 0,218 |  |
|  | 0,000\*\*\* | 0,129 | 0,000\*\*\* | - | 0,008\*\*\* | 0,003 | 0,117 | 0,004\*\*\* | 0,230 | 0,292 | 0,775 | 0,021\*\* | 0,004\*\*\* |  |
| Fonte: elaboração com os dados da pesquisa.Nota: \*, \*\*, \*\*\* indica a significância estatística nos níveis de 0,10, 0,05 e 0,01, respectivamente. Variáveis definidas na seção 3.2. Os coeficientes e *p-value* da correlação de Pearson e Spearman são apresentados na diagonal inferior e superior, respectivamente. A variável d.Identidade foi omitida na correlação de Spearman por apresentar alta correlação.Também observa-se que pela correlação de Pearson a mesma foi suprimida quando correlacionada com a medida de remuneração baseada em ações. Não obstante, optou-se por manter a mesma nos modelos, devido os baixos valores dos coeficientes para a correlação da identidade do controlador com as demais variáveis de remuneração, como observado pela matriz de Pearson. |

Na Tabela 6 são apresentados os resultados da correlação de Pearson, no eixo inferior, e de Spearman, no eixo superior. Analisando as variáveis de interesse é possível verificar uma relação significativa e positiva do total de executivos e a remuneração total, fixa e variável. Esta relação sugere aumento da remuneração quando os órgãos administrativos são mais elásticos. Contrário ao encontrado na pesquisa de Lam *et al*. (2013), o grau de instrução apresenta relação negativa com a remuneração total, fixa e variável. Para presença de mulheres nos conselhos é evidenciado uma relação positiva e significativa com a remuneração total e fixa. Este achado sugere que a presença de mulheres torna os planos de remuneração mais conservadores. A dualidade apresenta relação negativa com a remuneração total, fixa, variável e baseada em ações. Estas evidências indicam que o CEO como presidente do conselho reduz a remuneração dos executivos. A falta de independência dos executivos, capturada pela variável d.Eleito, está positivamente relacionada com a remuneração fixa e negativamente com a remuneração baseado em ações.

Analisando as variáveis de controle, as medidas de rentabilidade Roa, lnCresc e Q apresentam relação positiva com os tipos de remuneração. Isto indica que a remuneração executiva no geral é impactada pelo desempenho da empresa. Já a variável de controle d.Identidade está negativamente relacionada com a remuneração total e variável.

No geral, os coeficientes das correlações entre as variáveis dependentes e as variáveis independentes estão em parâmetros aceitáveis (menor do que 0,8 conforme Gujarati e Porter (2011)). Os coeficientes também não são considerados altos quando comparadas as relações entre as variáveis independentes. Isto sugere a inexistência de problemas de multicolinearidade dos dados.

Os resultados da parte descritiva da pesquisa são comparáveis com os estudos internacionais. Yermack (1995), com base em uma amostra composta pelas 792 maiores empresas norte americanas, evidenciou que as opções de ações passaram de 20% em 1984 para 35% em 1990 e 30% em 1991. Murphy (2002) mostrou que na década de 1990 a compensação média quase que triplicou, mostrando aumento expressivo da remuneração baseada em opções de ações que passou de 27% (1992) para 51% (2000), enquanto o salário fixo mostrou uma redução de 35% (1992) para 18% (2000). Corroborando com esta evidência, Balsam (2002) verificou que a média da remuneração total teve aumento de 401% (1992-2000), opção de ações obtiveram um aumento de 21% (1992) para 42% (2000), salário fixo passou de 47% (1992) para 20% (2000), quando analisadas as empresas contidas nas bases de dados S&P500, S&P MidCap400, e S&P SamllCap600.

Em pesquisa realizada por Kolb (2012) com os CEOs da S&P 500, entre 1992 a 2010, foi evidenciado que a média da compensação baseada em opções de ações teve um aumento de U$ 250.000 (1992), para quase U$ 10 milhões (2000), considerado o auge da “bolha” do setor tecnológico. Em 1992, a compensação dos executivos era composta por quase 30% de opções de ações, passando para 70% em 2000, e 20% em 2010. Em contrapartida, as ações restritas se tornaram mais populares crescendo de 20% para 80% no período.

Frydman e Jenter (2010) identificaram que as compensações por opções representavam 20% da remuneração do CEOs em 1992, aumentando para 49% em 1999, e reduzindo para 25% em 2008. Enquanto a remuneração por ações restritas passaram a ser mais popular em 2006 ultrapassando o valor pago pelas opções de ações. Em contrapartida a remuneração fixa (slários) passou de 42% em 1992 para 17% em 2008.

Em geral, os resultados transcritos indicam que as empresas ao longo dos anos optaram pela mudança da compensação mediante pagamento baseado em ações de *stock options* (SO) para *restricted opitions* (RS). Sugerindo que este tipo de remuneração, pagamento baseado em ações, pode impactar negativamente no resultado, tal como maximizar o problema de agência, dado a sua redução de aplicação temporal.

Evidenciou-se que o pagamento baseado em ação possui algumas modalidades. Na análise de dados observou-se que, nos anos de 2016 e 2015, das 43 empresas que compõem a amostra 29 remuneraram os executivos com base em ações em 2016 e 28 em 2015. Dessas empresas que possuíram algum tipo de remuneração baseada em ação e que divulgaram de forma explícita no FR em 2016, 23 empresas informaram que remuneravam através de SO, seguido por 6 empresas que disseram utilizar RS. Para 2015, 22 empresas informaram utilizar SO, enquanto 6 utilizaram RS. Para os anos de 2014 e 2013, das 42 empresas que compõem a amostra, 27 remuneraram os executivos com base em ações e 24 em 2013. Dessas empresas que possuíram pagamentos baseados em ações e que foram divulgados de forma explícita no FR em 2014, 21 informaram utilizar SO, enquanto 3 utilizaram RS. Para 2013, 17 informaram utilizar SO, enquanto 2 utilizaram RS.

Os achados nacionais indicam o oposto dos internacionais, dado que pela amostra, as empresas fazem uso quase que exclusivamente das SO. Para Kolb (2012), as opções de ações são a forma mais incentivadora de remuneração, enquanto grandes quantidades de ações restritas encorajam o conservadorismo. Esta mudança na direção da remuneração entre os países indica que Brasil apresenta característica mais arrojada quando da forma de remuneração executiva. Todavia, segundo Kolb (2012), a remuneração através das opções de ações é uma forma ineficiente, dado que os executivos devem desembolsar valores monetários para exercer o direito da opção de ação.

**4.2 Análise multivariada**

Na Tabela 7 são apresentados os resultados das estimações da equação 5, tendo como variáveis dependentes a remuneração total e os tipos de remuneração. As interpretações dos parâmetros dos modelos estão condicionadas as variáveis dependentes. A remuneração fixa captura o efeito conservador da remuneração, assim, a interpretação dos coeficientes estimados deve ter como prerrogativa que a compensação fixa é mais conservadora. O contrário ocorre quando da interpretação das remunerações variáveis (lnVariavel) e baseada em ações (lnAções), visto que estas remunerações estão relacionadas com maior risco e volatividade do mercado acionário.

|  |
| --- |
| **Tabela 7 – Determinantes da remuneração executiva** |
|  | lnTotali |  | lnFixai |  | lnVariáveli |  | lnAçõesi |
| **Variáveis de Interesse** |
| Membrosi | [0,015] (0,01) |  | [0,019] (0,01) |  | [0,034] (0,01) |  | [0,013] (0,02) |
| 1,83\* |  | 2,69\*\*\* |  | 2,88\*\*\* |  | 0,75 |
| Instruçãoi | [-0,064] (0,06) |  | [-0,047] (0,05) |  | [-0,025] (0,08) |  | [0,152] (0,12) |
| -1,00 |  | -0,90 |  | 0,76 |  | 1,24 |
| d.Mulheresi | [0,081] (0,03) |  | [0,100] (0,03) |  | [0,050] (0,04) |  | [0,022] (0,06) |
| 2,63\*\*\* |  | 3,56\*\*\* |  | 1,16 |  | 0,36 |
| d.Duali | [-0,189] (0,09) |  | [-0,154] (0,09) |  | [-0,236] (0,12) |  | [-0,218] (0,18) |
| -2,10\*\* |  | -1,70\* |  | -1,99\*\* |  | -1,24 |
| d.Eleitoi | [-0,024] (0,01) |  | [-0,021] (0,00) |  | [-0,025] (0,01) |  | [-0,030] (0,01) |
| -4,17\*\*\* |  | -4,47\*\*\* |  | -3,20\*\*\* |  | -2,86\*\*\* |
| **Variáveis de Controle** |
| Roai | [1,652] (1,19) |  | [0,175] (1,05) |  | [2,387] (1,59) |  | [8,211] (2,46) |
| 1,38 |  | 0,17 |  | 1,50 |  | 3,33\*\*\* |
| SRoai | [-2,934] (3,65) |  | [-6,350] (3,05) |  | [0,186] (3,76) |  | [-5,648] (6,13) |
| -0,80 |  | -2,08\*\* |  | 0,05 |  | -0,92 |
| lnCresci | [0,321] (0,05) |  | [0,304] (0,05) |  | [0,225] (0,07) |  | [0,148] (0,12) |
| 6,94\*\*\* |  | 6,68\*\*\* |  | 3,07\*\*\* |  | 1,27 |
| Qi | [0,404] (0,35) |  | [0,552] (0,30) |  | [0,799] (0,48) |  | [0,982] (0,85) |
| 1,17 |  | 1,84\* |  | 1,67\* |  | 1,16 |
| d.Identidadei | [-1,082] (0,15) |  | [-0,523] (0,15) |  | [-2,202] (0,21) |  | - |
| -7,42\*\*\* |  | -3,42\*\*\* |  | -10,28\*\*\* |  | - |
| Constantei | [9,616] (1,00) |  | [9,076] (1,04) |  | [10,059] (1,61) |  | [11,408] (2,56) |
| 9,57\*\*\* |   | 8,76\*\*\* |   | 6,26\*\*\* |   | 4,45\*\*\* |
| Observações | 170 |  | 170 |  | 164 |  | 105 |
| *R*2 | 0,44 |  | 0,42 |  | 0,45 |  | 0,28 |
| *Vif* mínimo | 1,23 |  | 1,23 |  | 1,24 |  | 1,36 |
| *Vif* máximo | 2,61 |  | 2,61 |  | 2,63 |  | 3,30 |
| *Skewness/Kurtosis* | [4,920] 0,09\* |  | [7,760] 0,02\*\* |  | [3,570] 0,17 |  | [1,670] 0,43 |
| *Jarque-Bera* | [4,448] 0,11 |   | [8,486] 0,01\*\* |   | [3,507] 0,17 |   | [1,679] 0,43 |
| Fonte: elaborada pelos autores.Nota: \*, \*\*, \*\*\* indica a significância estatística nos níveis de 0,10, 0,05 e 0,01, respectivamente. Variáveis definidas na seção 3.2. Nas estimativas dos modelos econométricos os valores em colchetes representam os coeficientes, os valores em parênteses representam os erros-padrões robustos pela técnica de White (1980) e os valores abaixo destes representam a estatística *t*. Nas estimativas dos testes de normalidade os números em colchetes representam os valores do teste e os a sua frente a estatística do referido teste. *R*2 representa o poder estatístico do modelo de forma global. V*if* mínimo e *vif* máximo representam os valores mínimos e máximos do teste *variance inflation factor*, respectivamente. Segundo Gujarati e Porter (2011) quanto maior for o valor *vif*, superior a 10, há variáveis com alta colinearidade. *Skewness/Kurtosis e Jarque-Bera* testam a normalidade dos resíduos da regressão, tendo como H0: normalidade.  |

As características dos executivos apresentaram significância estatística com as medidas de remuneração. Especificamente, a quantidade de executivos apresenta relação positiva com o total de remuneração, a parcela fixa da compensação e a parcela variável (Membros: coef. 0,015, p < 0,10; coef. 0,019, p < 0,01; e coef. 0,034, p < 0,01, respectivamente). Isso significa que conselhos maiores têm impacto direto na remuneração executiva, independentemente do tipo da mesma. Deste modo, há indícios de que as decisões de remuneração são mais propensas a serem influenciadas quando os órgãos administrativos são maiores. Essa evidência está de acordo com os achados de Elkinawy e Stater (2011), Ghosh e Sirmans (2005), Lam *et al*. (2013) e Yan (2015).

A presença de mulheres executivas impacta positivamente a remuneração total e sua parcela fixa. (d.Mulheres: coef. 0,081, p < 0,01; coef. 0,100, p < 0,01, respectivamente). Dado que a parcela fixa da compensação executiva é considerada mais conservadora, o achado indica que a presença de mulheres conselheiras aumenta esse tipo de remuneração. Os achados da pesquisa corroboram ao discutido na literatura de que as mulheres são mais avessas ao risco (BARBER; ODEAN, 2001; GRAHAM; HARVEY; PURI, 2013), preferindo assim, planos de remuneração mais conservadores.

A dualidade de cargos (d.Dual) é negativa e estatisticamente significante com as variáveis dependentes, exceto a dualidade para remuneração baseada em ações (lnAções). Os achados indicam que a presença do CEO como presidente do conselho reduz a compensação executiva, tanto em sua parcela fixa quanto em sua parcela variável. Esses resultados são condizentes com a pesquisa de Yan (2015).

A *proxy* para independência do conselheiro (d.Eleito) está negativamente relacionada com a totalidade e os tipos de remuneração. Os achados indicam que a falta de independência reduz a remuneração executiva. Todavia, devido a forma de operacionalização da variável os achados devem ser interpretados com caltela. As evidências encontradas são contrárias à ideia de que uma maior proporção de membros independentes do conselho implique em maior monitoramento (FERNANDES, 2008), acarretando na redução do oportunismo gerencial por meio da otimização dos contratos de compensação (CONYON; HE, 2011).

Em relação as variáveis de controle, consoante com os achados de Elkinawy e Stater (2011), Ghosh e Sirmans (2005) e Yan (2015), as variáveis de rentabilidade Roa, lnCresc e Q estão positivamente relacionadas com a inteligibilidade. Especificamente, o coeficiente para a medida de desempenho financeiro global Roa é significativo para explicar a remuneração baseada em ações (coef. 8,211, p < 0,01). Os achados para o desvio padrão do Roa (SRoa) são significativos e negativos quando relacionado a remuneração fixa (coef. -6,350, p < 0,05). A medida de crescimento do valor de mercados das ações (lnCresc) apresentou-se positivamente relacionada com o total de remuneração e sua parcela fixa e variável (coef. 0,321, p < 0,01; coef. 0,304, p < 0,01; e coef. 0,225, p < 0,01, respectivamente). Assim como a medida de desempenho finaceiro global, o *q* de Tobin (Q) apresentou relação positiva com a remuneração executiva fixa e variável (coef. 0,552, p < 0,10 e coef. 0,799, p < 0,10, respectivamente).

Em análise conjunta, os resultados indicam que empresas com maior desempenho têm planos de remuneração mais vantajosos para os executivos. O impacto negativo da dispersão do desempenho na remuneração indica que os planos de remuneração sofrem impacto da oscilação do desempenho. Não obstante, os resultados para medida de rentabilidade devem ser interpretados com cautela, limitando-se a amostra selecionada no estudo, devido a falta de significância estatística das variáveis para todas as especificações da equação 5, bem como o baixo valor da significância estatística de algumas variáveis.

A *proxy* que captura a identidade do controlador da empresa (d.Identidade) apresentou relação estatística e negativa quando explicativa da remuneração total, fixa e variável (coef. -1,082, p < 0,01; coef. -0,523, p < 0,01; e coef. -2,202, p < 0,01, respectivamente). Assim, os executivos de empresas com controle estatal podem receber recompensas menores devido ao maior monitoramento por parte dos *stakeholders* e *shareholders* envolvidos nessas organizações.

# 5 Conclusão

O presente trabalho objetivou identificar os tipos e os determinantes da remuneração dos executivos que compõem o CA, a DE e o CF das empresas com ações negociadas no mercado acionário brasileiro. Para operacionalizar a pesquisa foram selecionadas as empresas que integravam o índice Ibovespa de 2017, sendo que a amostra final culminou em 170 empresas/ano para o período de 2013 a 2016.

Sobre a remuneração por órgãos administrativos observou-se que o CA e o CF optam por planos de remuneração mais conservadores. Já a DE tem planos menos conservadores, sujeitos assim, a situações momentâneas do mercado.

Com relação aos tipos de compensação destaca-se que a remuneração baseada em ação, como um todo, apresentou variação positiva nos três primeiros anos analisados, revertendo esta tendência em 2016. Uma possível explicação para esta oscilação é a atual situação econômica do mercado brasileiro, que distancia as empresas de suas metas traçadas. Em relação a remuneração fixa observou aumento no período analisado, sugerindo conservadorismo por parte dos gestores. As empresas utilizaram predominantemente as SO como pagamento baseado em ações, ao contrário das empresas norte americanas que passaram a remunerar em maior parcela com RS. Isso sugere aumento do conservadorismo, dado que as RS maximizam o mesmo (Kolb, 2012).

Os achados para as determinantes da remuneração executiva indicam que conselhos maiores podem influenciar nos planos de compensação, tornando os mesmos mais vantajosos, acentuando, assim, possível conflito de interesses. A presença de mulheres conselheiras torna os planos de remuneração mais conservadores, corroborando com o disciplinado por Barber e Odean (2001) e Graham *et al*. (2013) que mulheres executivas são mais avessas ao risco do que os homens. Os CEOs quando presidentes dos conselhos podem atenuar conflitos de interesse agindo como agentes monitores da remuneração executiva. A falta de independência acarreta redução do montante da remuneração, contrário ao teorizado de que uma maior proporção de conselheiros independentes acarreta maior monitoramento dos planos remuneratórios.

Os achados encontrados, em sua maioria, estão de acordo com a teoria. No geral, conclui-se que a remuneração sofre influência das características dos executivos, bem como da situação financeira momentânea da empresa, esta capturada pelas medidas de rentabilidade.

Os resultados estendem a literatura que discorre sobre planos de remuneração. Especificamente, introduz a ideia de conservadorismo remuneratório ao classificar a remuneração por seus tipos. Deste modo os resultados são relevantes e diferenciam-se dos demais por considerar o pagamento baseados em ações como componente variável que pode maximizar o conflito de agência. Outra característica singular da pesquisa é a relação da presença feminina por tipo de remuneração, visto que a teoria disciplina que as mulheres têm como característica a aversão ao risco.

Destacam-se como oportunidades para novas pesquisas: (i) analisar características comportamentais dos executivos na relação com sua compensação; (ii) investigar fatores macroeconômicos que podem interferir nos planos de remuneração; e (iii) identificar os possíveis efeitos moderadores das características da empresa, tal como níveis de governança corporativa.

**Referências**

BAJTELSMIT, V. L.; BERNASEK, A. Why Do Women Invest Differently than Men? **SSRN Electronic Journal**, n. 970, 1996.

BALSAM, S. **An Introduction to Executive Compensation**. Philadelphia, Pennsylvania: Academic press, 2002.

BARBER, B. M.; ODEAN, T. Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 116, n. 1, p. 261–292, 2001.

BEBCHUK, L.; FRIED, J. **Pay without Performance The Unfulfilled Promise of Executive Compensation**. [s.l: s.n.].

BERTRAND, M.; SCHOAR, A. Managing with style: The effect of managers on firm policies. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 4, p. 1169–1208, 2003.

CAMPBELL, K.; MÍNGUEZ-VERA, A. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. **Journal of Business Ethics**, v. 83, n. 3, p. 435–451, 2008.

CONYON, M. J.; HE, L. Executive Compensation and Corporate Governance in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 4, p. 1158–1175, 2011.

CORTEZ, C. **Bônus para quem fica mais tempo na empresa**. Disponível em: <http://www2.valor.com.br/carreira/2852770/bonus-para- quem-fica-mais-tempo-na-empresa>. Acesso em: 14 jul. 2017.

DAVIS, S. M. Developments, trends & useful proposals for the attention of managers: No connection between executive age and corporate performance. **Harvard Business Review**, v. 23, n. 2, 1979.

ELKINAWY, S.; STATER, M. Gender differences in executive compensation: Variation with board gender composition and time. **Journal of Economics and Business**, v. 63, n. 1, p. 23–45, 2011.

FERNANDES, N. EC: Board compensation and firm performance: The role of “independent” board members. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 18, n. 1, p. 30–44, 2008.

FIRTH, M.; TAM, M.; TANG, M. The determinants of top management pay. **Omega**, v. 27, n. 6, p. 617–635, 1999.

FRANKEN, R. B. . **The determinants of executive compensation An optimal mix in fixed and variable executive rewards for listed companies in the Netherlands Master**. [s.l.] Tilburg University, 2010.

FRYDMAN, C.; JENTER, D. CEO Compensation. **Annual Review of Financial Economics**, v. 2, p. 75–102, 2010.

FUNCHAL, J. DE A.; TERRA, P. R. S. **Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Governança Corporativa: um Estudo Empírico em Empresas Latino-Americanas**. EnANPAD. **Anais**...2006

GHOSH, C.; SIRMANS, C. F. On REIT CEO compensation: Does board structure matter? **Journal of Real Estate Finance and Economics**, v. 30, n. 4, p. 397–428, 2005.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; PURI, M. Managerial attitudes and corporate actions. **Journal of Financial Economics**, v. 109, n. 1, p. 103–121, 2013.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. [s.l: s.n.].

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365–383, 1999.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. CEO Incentives — It ’ s Not How Much You Pay, But How. **Harvard Business Review**, v. 3, n. 3, p. 138–153, 1990.

JIANAKOPLOS, N. A.; BERNASEK, A. Are women more risk averse? **Economic inquiry**, v. 36, n. 4, p. 620–630, 1998.

KIEL, G. C.; NICHOLSON, G. J. Board Composition and Corporate Performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. **Corporate Governance**, v. 11, n. 3, p. 189–205, 2003.

KOLB, R. W. **Too Much is Not Enough: incentives in executive compensation**. New York: Oxford University Press, 2012.

KUHN, K. M.; YOCKEY, M. D. Variable pay as a risky choice: Determinants of the relative attractiveness of incentive plans. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, v. 90, n. 2, p. 323–341, 2003.

LAM, K. C. K.; MCGUINNESS, P. B.; VIEITO, J. P. CEO gender, executive compensation and firm performance in Chinese-listed enterprises. **Pacific Basin Finance Journal**, v. 21, n. 1, p. 1136–1159, 2013.

LIPMAN, F. D.; HALL, S. E. **Executive compensation best practices**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2008.

MURPHY, K. J. Executive Compensation. In: **Handbook of Labor Economics**. [s.l: s.n.]. v. 3p. 2485–2563.

MURPHY, K. J. Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options. **University of Chicago Law Review**, v. 69, n. 3, p. 847–869, 2002.

OAKLEY, J. G. Gender-based barriers to senior management positions: Understanding the scarcity of female CEOs. **Journal of Business Ethics**, v. 27, n. 4, p. 321–334, 2000.

PENI, E. CEO and Chairperson characteristics and firm performance. **Journal of Management and Governance**, v. 18, n. 1, p. 185–205, 2014.

SIGOLLO, R. **Crise afeta salário e remuneração variável em todos os setores**. Disponível em: <http://www.valor.com.br/carreira/4278722/crise-afeta-salario-e-remuneracao-variavel-em- todos-os-setores>. Acesso em: 14 jul. 2017.

SILVEIRA, A. D. M. DA; BARROS, L. A. B. DE C. **Concentration of Power and Corporate Performance Variabilityworking paper**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA ANNUAL MEETINGS/2012-Barcelona/papers/EFMA2012\_0177\_fullpaper.pdf>.

SOUZA, J. A. S. DE. **Transações com partes relacionadas: determinantes e impactos no desempenho das empresas**. [s.l.] Universidade Federal do Espírito Santo, 2014.

WANZENRIED, G. How feminine is corporate America? A recent overview. **Journal of Economic Inequality**, v. 6, n. 2, p. 185–209, 2008.

WHITE, H. A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. **Econometrica**, v. 48, n. 4, p. 817–838, 1980.

WOOD JUNIOR, T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

YAN, Y. **Determinants and Consequences of Executive Compensation: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies**. [s.l.] University of Bath, 2015.

YERMACK, D. Do Corporations Award Ceo Stock-Options Effectively. **Journal of Financial Economics**, v. 39, n. 2–3, p. 237–269, 1995.