



Revista de Administração da Unimep
E-ISSN: 1679-5350
gzograzian@unimep.br
Universidade Metodista de Piracicaba
Brasil

Beuren, Ilse Maria; de Moura, Geovanne Dias; Theis, Viviane
REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS EM EMPRESAS QUE REALIZAR AM
COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS
Revista de Administração da Unimep, vol. 14, núm. 2, mayo-agosto, 2016, pp. 1-30
Universidade Metodista de Piracicaba
São Paulo, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=273746863001>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica
Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal
Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS EM EMPRESAS QUE REALIZARAM COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS

EXECUTIVES' COMPENSATION IN COMPANIES WHICH PERFORMED BUSINESS COMBINATION

Ilse Maria Beuren (UFSC) *ilse.beuren@gmail.com*

Geovanne Dias de Moura (UNOCHAPECÓ) *geomoura@terra.com.br*

Viviane Theiss (Universidade Federal do Paraná) *viviane_theiss@hotmail.com*

Endereço Eletrônico deste artigo: <http://www.raunimep.com.br/ojs/index.php/regen/editor/submissionEditing/601>

Resumo

O estudo objetiva identificar os fatores que afetaram o nível da remuneração dos executivos em empresas brasileiras que realizaram combinação de negócios. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva com abordagem quantitativa, por meio de análise documental, em uma amostra composta por 67 companhias abertas que realizaram combinação de negócios, com dados relativos ao período de 2009 a 2011, extraídos dos Relatórios de Referência e do banco de dados Economatica. Os resultados mostram que entre os fatores desempenho, tamanho da empresa, concentração de capital, governança corporativa e investidores institucionais que foram apontados na literatura como influenciadores das políticas e pacotes de remuneração dos executivos, somente três se confirmaram nas companhias brasileiras pesquisadas que realizaram combinação de negócios: (i) no ano de 2009, anterior às combinações, foi o fator tamanho; (ii) no ano de 2010, em que ocorreram as combinações, foi o fator desempenho; (iii) no ano de 2011, após as combinações, foram os fatores desempenho e concentração de capital. Conclui-se que os fatores que afetaram o nível da remuneração dos executivos não foram os mesmos antes, durante e após a realização de combinação de negócios em empresas brasileiras, implicando em pesquisas adicionais que possam explicar estes resultados.

Palavras-chave: Remuneração de executivos. Fatores que afetam a remuneração. Combinação de negócios.

Abstract

The study aims to identify the factors that affected the level of executives' compensation in Brazilian companies that performed business combination. To this end, a descriptive research was carried out with quantitative approach, through documentary analysis in a sample of 67 open companies that performed business combination, with data of the period from 2009 to 2011, extracted from Reference Reports and *Economática* database. The results show that among the factors performance, company size, concentration of capital, corporate governance and institutional investors mentioned in the literature as influencing policies and executives' compensation packages, only three were confirmed in the Brazilian companies surveyed that performed business combination: (i) in 2009, prior to the combinations, was the size factor, (ii) in 2010, in which the combinations occurred, was the performance factor, (iii) in 2011, after the combinations, the factors were performance and capital concentration. It is concluded that the factors affecting the level of executives' compensation were not the same before, during and after business combination in Brazilian companies, implying additional research that may explain these results.

Keywords: Executives' compensation. Factors affecting compensation. Business combination.

Artigo recebido em: 01/04/2014

Artigo aprovado em: 25/05/2015

1.Introdução

A literatura acadêmica relacionada à remuneração de executivos, por longo período de tempo, concentrou-se principalmente nos Estados Unidos. No entanto, diversos pesquisadores começaram a explorar as práticas de remuneração também em outros países (ELSTON; GOLDBERG, 2003; CHIEN, 2012; SHIWAKOTI, 2012). Na maioria dessas pesquisas a ênfase é em problemas de agência, causados pela separação da propriedade e do controle em grandes corporações (ELSTON; GOLDBERG, 2003). Jensen e Meckling (1976) formalizaram o problema de agência em um estudo que descreve que a teoria da agência examina as relações entre principal e agente.

Para vincular o comportamento do agente ao objetivo do principal, propõem-se incentivos. A lógica, segundo Eisenhardt (1989), é que os incentivos levam os gestores a

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

agirem em prol dos interesses dos proprietários. As organizações podem oferecer três formas de incentivo aos funcionários em sua política de remuneração: benefícios, remuneração fixa e remuneração variável (LANE, 2003; KRAUTER; SOUSA, 2009). Diferentes pacotes de remuneração foram identificados (HAYNES; THOMPSON; WRIGHT, 2007; MURPHY; SANDINO, 2010; MACHADO, 2012) em empresas de diferentes países.

Emerge assim o interesse em identificar os fatores que influenciam para a existência dessas formas diferenciadas de remuneração (BANGHOJ et al., 2010). Destacam-se o desempenho (ELSTON; GOLDBERG, 2003; BANGHOJ et al., 2010; GREGG; JEWELL; TONKS, 2010; CHIEN, 2012), tamanho da empresa (HAID; YURTOGLU, 2006; GREGG; JEWELL; TONKS, 2010; CHIEN, 2012), concentração de capital (BANGHOJ et al., 2010; BARONTINI; BOZZI, 2011; CONYON; HE, 2011), governança corporativa (RAMLALL, 2009; BANGHOJ et al., 2010; BARONTINI; BOZZI, 2011), investidores institucionais (CHHAOCHHARIA; GRINSTEIN, 2009).

Outro fator importante, apontado nos estudos de Khorana e Zenner (1998), Bebchuk, Fried e Walker (2001) e Grinstein e Hribar (2004), capaz de influenciar na remuneração dos executivos e que merece destaque são as combinações de negócios. O argumento apresentado nesses estudos é que o interesse dos executivos está alinhado aos da companhia quando as combinações ocorrem com a finalidade de aumentar a riqueza dos acionistas. Por outro lado, os executivos podem envolver a companhia em uma combinação de negócios visando maior responsabilidade, poder, prestígio, para obter maior remuneração.

O interesse na identificação de fatores que influenciam na remuneração de executivos brasileiros também é crescente, uma vez que o Brasil é um país que se destaca na economia mundial e a remuneração de tais executivos tem aumentando consideravelmente nos últimos anos, conforme demonstram Machado (2012). Além disso, é notório no Brasil o aumento no número de combinações de negócios, ao longo dos anos, entre as próprias companhias nacionais e, também, com companhias internacionais (CAMARGOS; BARBOSA, 2009).

Com base no exposto elaborou-se a pergunta de pesquisa que orienta este estudo: Quais fatores afetam o nível da remuneração dos executivos em empresas brasileiras que realizaram combinação de negócios? Assim, este estudo objetiva identificar os fatores que afetaram o nível da remuneração dos executivos em empresas brasileiras que realizaram combinação de negócios. A pesquisa foi delimitada para empresas listadas na BM&FBovespa e os dados relativos ao período de 2009 a 2011, extraídos dos Relatórios de Referência

publicados no sítio das empresas e do banco de dados Economática.

O estudo justifica-se pela importância do tema frente ao problema de agência nas empresas. Também, devido a divergências constatadas em resultados de pesquisas anteriores de mesma natureza e que geram inquietações (KHORANA; ZENNER, 1998; BEBCHUK; FRIED; WALKER, 2001; GRINSTEIN; HRIBAR, 2004; OZKAN, 2012). Ainda, pelo reduzido número de estudos no contexto do mercado brasileiro. No Brasil, foi analisada principalmente a relação existente entre a remuneração de executivos e o desempenho, por exemplo, Camargos e Helal (2007), Dalmácio, Rezende e Slomski (2009), Krauter e Sousa (2009), Nascimento, Franco e Cherobim (2012).

A relevância do estudo está no fato dele relacionar a remuneração dos executivos com fatores pouco explorados por pesquisadores brasileiros, mas já apontados na literatura internacional. Além disso, inova ao considerar outro campo de pesquisa, o contexto de combinação de negócios de empresas brasileiras. Dessa forma, o estudo justifica-se, pois contribui para fortalecer o entendimento sobre o tema no cenário brasileiro e estende a discussão relacionada aos fatores que podem influenciar na remuneração dos executivos.

2. Combinação de Negócios

De acordo com Moore (2011), a crise financeira mundial anunciada em 2008 contribuiu para que o volume de fusões, aquisições, incorporações, e reestruturações societárias no Brasil superassem R\$ 119 bilhões em 2009 e R\$ 180 bilhões em 2010. Este processo poderá ser visto ainda mais frequente no país, justificado pelos eventos que ocorrerão no Brasil nos próximos anos, como a Copa do Mundo, Olimpíadas e a extração do pré-sal. Essas operações vislumbram a ampliação de mercado, diversificação de negócios, busca de recursos naturais, capacitação estratégica e ou eficiência produtiva.

A combinação de negócios é um evento em que uma empresa adquire o controle dos ativos ou participações de uma ou mais atividades empresariais diferentes. Este evento pode ser estruturado de diversas maneiras, com a condição de ser contabilizado pelo método de aquisição (CPC 15). Moore (2011) esclarece que existe uma complexidade neste tipo de operação, principalmente em relação ao tratamento contábil, tratada com maior ênfase pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, no CPC 15 – Combinação de negócios. Desta forma, é importante o planejamento do processo que será realizado e conhecimento dos impactos desta operação nas demonstrações financeiras consolidadas.

De acordo com o CPC 15, itens 4 e 5, o método de aquisição exige que ocorram: a identificação do adquirente, a determinação da data de aquisição, o reconhecimento e mensuração dos ativos identificáveis adquiridos, os passivos assumidos e as participações societárias de não controladores na adquirida, além do reconhecimento e mensuração do ágio por rentabilidade futura (*goodwill*) ou do ganho proveniente de compra vantajosa. Todavia, não é permitida a combinação de negócios para eventos de empreendimentos controlados em conjunto, como é o caso da *joint venture*.

Estas implicações alteraram ainda mais as diversas formas de estruturas em uma combinação de negócios. A Lei nº 6.404/76 contempla algumas dessas diversidades, como por exemplo, a incorporação, a fusão, cisão e aquisição. A primeira situação é uma operação em que uma ou mais entidades são absorvidas por outra, que acaba por incorporar todos os direitos e obrigações desta empresa. A fusão caracteriza-se quando duas empresas juntam suas operações, originando uma nova empresa. A cisão diferencia-se pela companhia transferir parte de seu patrimônio para uma ou mais sociedades. E a aquisição é quando o comprador adquire o controle da empresa, que pode ser em transações de compra de 100% das ações, ou como em uma participação majoritária, mais que 50% das ações.

Além das especificidades estabelecidas pelos padrões contábeis e pela legislação societária brasileira, pesquisadores como Dorata e Zaldivar (2010) advertem sobre as implicações adicionais das combinações societárias. Destacam a volatilidade de salários, a dimensão das transações no momento de adquirir os ativos e assumir os passivos, vem como os efeitos do uso do valor justo na contabilidade das empresas. Discorre-se a seguir sobre um dos elementos do primeiro item de preocupação apontado pelos autores.

3. Remuneração de Executivos

Os conflitos de interesse entre administração e acionistas/proprietários resultam em problemas de agência (FAMA; JENSEN, 1983; DENIS, 2001). Tais problemas normalmente decorrem de motivações dos administradores (agentes) para perseguir os próprios interesses em ambientes com assimetria de informação. Mesmo trabalhando para os proprietários (principais), eles acabam criando suas motivações pessoais e seus próprios objetivos de maximização de satisfação, que nem sempre estão alinhados aos do proprietário/acionista (FAMA; JENSEN, 1983; LA PORTA et al., 1999).

Neste contexto torna-se necessário, segundo Lane (2003), a utilização de incentivos

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

para regular o relacionamento de agência. Tais incentivos, de acordo com o autor, são estabelecidos em contratos que visam estabelecer quais deverão ser as ações, os resultados produzidos pelos agentes e quanto eles receberão por isso (remuneração). Assim, as empresas oferecem aos seus executivos três formas de incentivo por meio de suas políticas e pacotes de remuneração: benefícios, remuneração fixa e remuneração variável (KRAUTER; SOUSA, 2009; LANE, 2003). Os benefícios podem ser concedidos por meio de planos de saúde, planos odontológicos, planos de aposentadoria, seguro de vida, auxílio-doença, benefício farmácia, auxílio-alimentação, subsídio para especialização profissional, previdência privada, entre outros (KRAUTER; SOUSA, 2009).

Krauter e Sousa (2009) pesquisaram a remuneração de diretores, vice-presidentes e presidentes, no ano de 2006, em 44 empresas industriais brasileiras. Por meio de um índice mediram o acesso desses profissionais a 12 tipos de benefícios, como mecanismos de estímulo à carreira, à educação e desenvolvimento profissional. Em cada empresa verificaram se o benefício era oferecido a todos os executivos, caso positivo, atribuíam pontuação 2, quando o benefício era concedido somente para alguns executivos atribuíam pontuação 1 e quando o benefício não era oferecido atribuíam pontuação 0. Encontraram um índice de benefícios médio equivalente a 16,23 pontos, com 50% das empresas apresentando valor igual ou inferior a 16 pontos. O índice variou entre um mínimo de 9 e um máximo de 24 pontos.

Machado (2012) analisou a remuneração dos executivos de 400 empresas industriais, sendo 30 brasileiras, 47 inglesas e 323 estadunidenses, no período de 2007 a 2010. No que se refere aos benefícios, constatou que nas empresas brasileiras, eles reduziram de 2007 para 2008 e voltaram a crescer em 2009 e 2010, passando de um valor médio anual, por executivo, de R\$ 2.615,00 para R\$ 14.248,00, representando 1% da remuneração total. Nas empresas inglesas, aumentaram em 2008 e reduziram em 2009 e 2010, e em média cada executivo recebeu anualmente cerca de £\$ 32.531,75, correspondendo a 14,3% da remuneração total. Nas empresas estadunidenses, o valor médio dos benefícios por executivo era de US\$ 193.580 em 2007, elevou-se para US\$ 239.933 em 2010, e representou 14,3% da remuneração total.

A remuneração fixa é o valor recebido independentemente do alcance de metas pré-estabelecidas ou demais indicadores de desempenho que possam ser propostos para incentivar os gestores na busca por resultados específicos (MACHADO, 2012). Krauter e Sousa (2009) encontraram nas 44 empresas industriais analisadas, uma média de salário fixo mensal de R\$ 27.000,40 no ano de 2006, sendo que a variação ficou entre R\$ 10.012,00 e R\$ 52.000,00.

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

No estudo de Machado (2012), a remuneração fixa nas empresas brasileiras, no período de 2007 a 2010, manteve-se ascendente, crescendo aproximadamente 27%. Em média cada executivo recebeu de salário R\$ 392.363,25 por ano e este valor equivalia a 79,8% da remuneração total. Nas empresas inglesas, a remuneração fixa cresceu em torno de 13% de 2007 para 2010 e também se manteve ascendente nos quatro anos. Cada executivo recebeu em média £\$ 153.981,50 por ano, o que representava aproximadamente 58,4% da remuneração total. Nas empresas estadunidenses, a remuneração fixa cresceu aproximadamente 15% de 2007 para 2010 e também foi ascendente nos quatro anos. Em média cada executivo recebeu de salário US\$ 357.171,50 por ano, que representava apenas 23,7% da remuneração total.

A remuneração variável é a parcela que independe de fatores pré-definidos e toma como base o desempenho do empregado e da empresa (PONTES, 1995). O uso da remuneração variável favorece o aumento da eficácia corporativa em virtude de valorizar, de forma mais apropriada, os esforços dos colaboradores e normalmente estão associados a medidas de desempenho da empresa, tais como, retorno sobre o patrimônio líquido, lucro, lucro por ação (LANE, 2003). No que tange a remuneração variável, Krauter e Sousa (2009) identificaram uma média equivalente a R\$ 11.813,96 ao mês. Os autores destacaram que algumas empresas não pagavam remuneração variável a seus executivos, por isso o valor mínimo correspondeu à zero, enquanto o máximo foi de R\$ 480.700,00.

Machado (2012) constatou que nas empresas brasileiras, que constituíram sua amostra, o bônus teve crescimento superior a remuneração baseada em ações durante o período de 2007 a 2010. Em média cada executivo recebeu por ano em bônus R\$ 93.310,25 e em ações R\$ 2.531,00. O bônus equivalia em média a 18,5% e a remuneração baseada em ações a 0,7% da remuneração total. Nas empresas inglesas, o bônus total e a remuneração em ações oscilaram diferentemente. O bônus total anual diminuiu em 2009 e aumentou 2010 e a remuneração baseada em ações reduziu em 2008, 2009 e 2010. Em média cada executivo recebeu por ano em bônus £\$ 107.201,25 e em ações £\$ 520,25. O bônus representou 31,7% e a remuneração baseada em ações 0,1% da remuneração total. Nas empresas estadunidenses o bônus total e a remuneração em ações também oscilaram diferentemente. O bônus total anual diminuiu em 2008 e 2009 e aumentou em 2010. A remuneração baseada em ações reduziu em 2009 e aumentou em 2010. O valor médio anual de bônus recebido pelos executivos foi de US\$ 321.027,50 e de ações US\$ 619.057,00. No total, o bônus representou 21,1% e a remuneração baseada em ações 40,9% da remuneração total.

Além do assunto ter despertado o interesse de pesquisadores, é visível a preocupação de órgãos orientadores e normatizadores e dos participantes do mercado de capitais sobre a divulgação das políticas de remuneração dos executivos e a forma de fazê-lo (CONYON; HE, 2011; MACHADO, 2012). No Brasil, além da aprovação do CPC 10 – Pagamento baseado em ações e do CPC 33 – Benefícios a empregados, ocorreram outras reformulações de regras e orientações para políticas e práticas de remuneração dos gestores. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), órgão de referência em governança corporativa no país, reformulou no ano de 2009 o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa e alterou substancialmente o item que trata da remuneração dos executivos. A finalidade da reformulação foi promover maior transparência nas evidenciações relativas à remuneração.

A Comissão de Valores Mobiliária (CVM), órgão que tem poderes para disciplinar, normalizar e fiscalizar a atuação dos integrantes do mercado de valores mobiliários incluiu na Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009, a sessão 13 do anexo 24 no Formulário de Referência. Trata-se de um documento eletrônico com informações periódicas e eventuais prestadas pelos emissores de valores mobiliários (CVM, 2011). A seção 13 do documento determina as informações relativas aos conselhos, comitês e diretoria que devem ser evidenciadas, a fim de proporcionar maior transparência sobre as políticas de remuneração.

A remuneração é classificada pela Instrução CVM nº 480 em fixa, variável e outras remunerações. A remuneração fixa caracteriza-se pelo valor mínimo previsto no plano de remuneração e compõe-se do salário ou pró-labore, os benefícios diretos e indiretos definidos em contrato, participação em comitês e outros. A remuneração variável abrange bônus, participação de resultados, participação em reuniões, comissões etc. As outras remunerações compreendem valores pós-emprego, cessação do cargo e remuneração baseada em ações.

4 Fatores que Afetam o Nível de Remuneração dos Executivos

Diversos fatores são apontados na literatura como influenciadores das políticas e pacotes de remuneração dos executivos das companhias, tais como desempenho, tamanho da empresa, concentração de capital, governança corporativa, investidores institucionais. Na sequência, descreve-se cada um deles, juntamente com as respectivas hipóteses de pesquisa.

4.1 Tamanho da companhia

As empresas de maior porte, de acordo com Chien (2012), possuem maior capacidade

financeira e, conseqüentemente, são aquelas que melhor remuneram seus executivos. Grandes empresas, ainda segundo o autor, dispõem de verba superior para ações de marketing e P&D, além de possuírem maior número de pontos de venda, portanto, é plausível considerar que além de atrair profissionais mais influentes e capacitados, essas empresas proporcionam melhores remunerações aos seus executivos.

Diversos estudos empíricos têm demonstrado uma associação positiva entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos. Para análise do tamanho das empresas, Gregg, Jewell e Tonks (2010) descrevem que na maioria das pesquisas é utilizado como *proxy* o total de vendas e/ou total dos ativos. Na pesquisa realizada por esses autores o tamanho da empresa corresponde ao total de ativos.

Haid e Yurtoglu (2006) analisaram um conjunto de empresas alemãs, no período de 1987 a 2003 e encontraram uma associação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o tamanho da empresa. Gregg, Jewell e Tonks (2010) analisaram um conjunto de empresas de serviços financeiros do Reino Unido entre 1996 e 2006 e também verificaram que o tamanho da companhia estava significativamente relacionado com o nível de remuneração dos executivos. Assim, se estabelece a primeira hipótese de pesquisa:

H₁: O nível de remuneração dos executivos é maior em empresas de maior porte.

Na mesma linha de raciocínio, pode-se esperar que empresas de maior porte tenham melhores condições e incentivos para remunerarem seus executivos com maiores valores.

4.2 Desempenho

As empresas que melhor remuneram seus executivos atraem profissionais mais qualificados, preparados e com maior experiência, possibilitando desempenho superior ao dos concorrentes (BANGHOJ et al., 2010). O mercado, ciente da presença de profissionais mais capacitados em uma determinada empresa, reflete tal situação no preço da ação da companhia, o que contribuirá para a elevação do seu valor (CHIEN, 2012).

Elston e Goldberg (2003) pesquisaram 91 empresas alemãs de capital aberto no período de 1970 a 1986 e observaram que desempenho está positivamente relacionado com a remuneração. Resultados semelhantes foram os de Conyon e He (2011), que investigaram a relação entre remuneração dos executivos e desempenho das empresas em uma amostra de companhias abertas da China no período de 2001 a 2005 e de Gregg, Jewell e Tonks (2010), que analisaram empresas do Reino Unido. Assim se estabeleceu a segunda hipótese:

H₂: O nível de remuneração dos executivos é maior em empresas que possuem melhor desempenho.

Nessa direção, espera-se que empresas que apresentam melhor desempenho estarão mais propensas a remunerarem seus executivos com valores maiores.

4.3 Concentração de capital

No Brasil, a propriedade acionária é concentrada e isso contribui para um maior alinhamento de interesses. A concentração de capital reduz o comportamento discricionário dos gestores, haja vista que, grandes investidores visam à maximização do lucro da empresa e maior controle sobre os seus ativos para terem seus direitos respeitados (SHLEIFER; VISHNY, 1997; CLAESSENS et al. 2002; BANGHOJ et al., 2010).

Investidores com grande participação acionária possuem maior acessibilidade às ações dos executivos, além de maiores interesses econômicos para monitorar tais ações. Fatores que, segundo Banghoj et al. (2010), reduzem a necessidade do pagamento de remuneração variável, principalmente aquelas baseadas em desempenho.

Em relação à concentração de capital, Barontini e Bozzi (2011) analisaram uma amostra de grandes empresas italianas listadas na bolsa de valores de Milão, no período de 1995 a 2002, e constataram que maior concentração acionária está associada a menor remuneração dos executivos. Assim como no estudo de Conyon e He (2011), que investigaram uma amostra de empresas chinesas de capital aberto, no período de 2001 a 2005. Dessa forma se estabelece a terceira hipótese de pesquisa:

H₃: O nível de remuneração dos executivos é menor em empresas com alto nível de concentração de capital.

Seguindo a linha de raciocínio que maior concentração de capital contribui para maior alinhamento dos interesses entre principal e agente, pode-se esperar que as empresas que possuem maior concentração de capital pagam valores menores de remuneração aos seus executivos, já que é maior o monitoramento das ações dos executivos.

4.4 Governança corporativa

Na literatura sobre remuneração, os parâmetros de governança corporativa, conforme descrevem Banghoj et al. (2010), têm sido usados para explicar variações na remuneração dos executivos. A ideia básica, segundo os autores, é que ineficiência nas estruturas de

governança corporativa pode levar a exorbitantes remunerações dos executivos.

As práticas de governança corporativa desempenham papel fundamental na mitigação dos problemas de agência, contribuem para garantir os direitos dos acionistas e também auxiliam nas políticas e pacotes de remuneração dos executivos (RAMLALL, 2009). Nesse sentido, Camargos e Helal (2007) realizaram um estudo em 29 empresas brasileiras de capital aberto que emitiam *ADRs* em bolsas norte-americanas com objetivo de analisar a relação entre governança corporativa e remuneração dos executivos. Verificaram que há relação positiva e significativa entre o nível de remuneração dos executivos e variáveis ligadas a governança corporativa, como, tamanho e independência do conselho de administração, tempo de atuação.

Barontini e Bozzi (2011), além da concentração de capital, analisaram diversas variáveis de governança corporativa, tais como, direitos de voto e fluxo de caixa, natureza do controle acionário (pública, familiar ou estatal), tamanho do conselho de administração e presença de um segundo grande acionista. Direito de fluxo de caixa e voto exerceram impacto negativo sobre o nível de remuneração. Quanto à natureza do controle, perceberam que o nível de remuneração foi maior para as empresas familiares.

Os resultados da pesquisa de Barontini e Bozzi (2011) também revelaram forte relação entre o número de membros do conselho, as oportunidades de investimento e a presença de um segundo grande acionista. Este último resultado, segundo os autores, sugeria que o poder do acionista segundo destinava-se a negociar a atividade com o acionista de controle dentro do conselho de administração. Diante disso, se estabelece a quarta hipótese de pesquisa:

H₄: O nível de remuneração dos executivos é menor em empresas que possuem melhores práticas de governança corporativa.

Na mesma linha de raciocínio, pode-se esperar que empresas com melhores práticas de governança corporativa estão mais propensas à remunerarem seus executivos com valores menores, já que as práticas de governança corporativa contribuem para mitigar conflitos.

4.5 Investidores institucionais

À medida que o mercado de capitais se desenvolve no Brasil aumenta também o número de investidores institucionais nas companhias abertas. Esses investidores são companhias de fundos mútuos de investimento, entidades fechadas de previdência privada e seguradoras (PUNSUVO; KAYO; BARROS, 2007).

Investidores institucionais, segundo Tan e Keeper (2008), são grupos constituídos por

investidores individuais que juntos ganham força e detêm mais ações em relação a um único acionista ordinário individual. Tais grupos são vistos como investidores de longo prazo, que normalmente desempenham papel ativo no monitoramento das decisões gerenciais, portanto, contribuem para a melhoria das práticas de governança corporativa nas empresas que recebem seus investimentos (TAN; KEEPER, 2008).

Chhaochharia e Grinstein (2009) mostram que a remuneração do CEO é menor quanto maior for a presença de investidores institucionais na firma. Ressaltam ainda que isso também é válido quando a companhia tem uma estrutura de conselho mais independente, atuante e fiscalizadora e com grande poder de influenciar sua própria remuneração, independente do desempenho da empresa. Desse modo, se estabelece a quinta hipótese de pesquisa:

H₅: O nível de remuneração dos executivos é maior em empresas que possuem menores percentuais de investidores institucionais.

Nessa direção, espera-se que empresas com maiores participações acionárias de investidores institucionais estarão mais propensas à remunerarem seus executivos com valores menores, pois haverá maior monitoramento sobre estes profissionais.

5 Método e Procedimentos da Pesquisa

Esta pesquisa, caracterizada como descritiva, foi realizada por meio de análise documental e abordagem quantitativa. A população da pesquisa compreendeu as empresas listadas nos diversos setores da BM&FBovespa, em 22 de junho de 2012, com exceção das empresas do setor financeiro e outros, que foram excluídas em virtude das peculiaridades do setor, totalizando assim, 416 companhias.

Para a definição da amostra, inicialmente identificaram-se, por meio das notas explicativas e relatórios da administração do ano de 2010, as empresas que realizaram combinação de negócios no ano de 2010, encontrando-se 82 companhias. Porém, algumas foram excluídas da amostra porque não possuíam todos os dados necessários para a realização deste estudo, resultando em uma amostra final de 67 companhias abertas que realizaram combinação de negócios no ano de 2010.

Os dados de todas as variáveis referem-se ao período de 2009 a 2011, contemplando um ano anterior e outro posterior a realização das combinações de negócios. Inicialmente identificaram-se os valores da remuneração dos executivos participantes da diretoria executiva e não apenas do executivo presidente. A diretoria executiva abrange todos os

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

diretores executivos (produção, financeiro, operações). A remuneração foi classificada de acordo com a exigência de evidenciação estabelecida pela Instrução CVM nº 480, que a classifica em fixa, variável, outras remunerações e remunerações totais. Os dados específicos de remuneração de executivos foram retirados do item 13 – Remuneração dos administradores, subgrupo 2 – Remuneração total por órgão dos formulários de referência.

Em seguida foram coletados os dados relativos a desempenho, tamanho da empresa, concentração de capital, governança corporativa e investidores institucionais, cujas variáveis são apontadas na literatura como influenciadores das políticas e pacotes de remuneração dos executivos. Os dados sobre desempenho, tamanho da empresa, concentração de capital, pautados em informações contábeis, foram extraídos da base de dados da Economática. Os dados sobre governança corporativa, que implica a companhia estar ou não listada em algum nível de governança corporativa, foram coletados no site da BM&FBovespa. Os dados da variável investidores institucionais, que corresponde ao seu percentual de ações em relação ao total de ações da companhia, foram coletados nos Formulários de Referência, no item 15 – Controle, subgrupo 2 – Posição acionária. No Quadro 1 apresentam-se as variáveis do estudo.

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

Quadro 1 – Quadro das variáveis dependentes e independentes

	Variáveis	Como calcular	Fonte de dados	Hipóteses	Autores
Depen- dente	Remuneração de executivos		Relatórios de Referência		
Independente	Tamanho da empresa	Logaritmo do Ativo Total	Banco de dados Económica	$H_1 = +$	Haid e Yurtoglu (2006) Gregg, Jewell e Tonks (2010)
	Tamanho da empresa	Logaritmo do Total de Vendas	Banco de dados Económica	$H_1 = +$	Chien (2012)
	Desempenho	Crescimento dos ativos	Banco de dados Económica	$H_2 = +$	Elston e Goldberg (2003)
	Desempenho	Crescimento dos lucros	Banco de dados Económica	$H_2 = +$	Gregg, Jewell e Tonks (2010) Banghoj et al. (2010)
	Desempenho	Retorno sobre os ativos (ROA)	Banco de dados Económica	$H_2 = +$	(Chien, 2012)
	Desempenho	Retorno sobre as vendas (ROS)	Banco de dados Económica	$H_2 = +$	(Chien, 2012)
	Concentração de capital	% total de ações em posse dos controladores	Banco de dados Económica	$H_3 = +$	Banghoj et al. (2010) Barontini e Bozzi (2011) Conyon e He (2011)
	Governança corporativa	Nível G. Bovespa Não = 0 Sim = 1	Site da BM&FBovespa	$H_4 = +$	Banghoj et al. (2010) Barontini e Bozzi (2011)
	Investidores institucionais	% total de ações em posse dos investidores institucionais	Relatórios de Referência	$H_5 = +$	Punsuvo, Kayo e Barros (2007) Tan e Keeper (2008) Chhaochharia e Grinstein (2009)

Fonte: Elaboração própria.

Observa-se no Quadro 1, que os dados foram coletados nos Relatórios de Referência e no banco de dados Económica e referem-se ao período de 2009 a 2011.

A análise dos dados foi realizada utilizando-se de estatística descritiva (médias, mínimos, máximos e desvio padrão) e aplicação da técnica estatística de análise multivariada de regressão linear, com a utilização do *software Statistical Package for Social Sciences (SPSS) for Windows*. Esta técnica, segundo Hair Jr et al. (2005, p. 32) busca “prever as mudanças na variável dependente como resposta a mudanças nas variáveis independentes”.

A utilização da técnica de regressão linear justifica-se pela aplicabilidade em relação ao problema e ao objetivo desse estudo, uma vez que busca analisar o impacto das variáveis independentes “desempenho”, “tamanho da empresa”, “concentração de capital”, “governança corporativa” e “investidores institucionais” em relação à variável dependente “remuneração dos executivos”. Buscou-se a validação das hipóteses da pesquisa para responder a pergunta da pesquisa que norteia o estudo, considerando a direção apontada pelo objetivo geral.

6. Descrição e Análise dos Resultados

Nesta seção apresenta-se a descrição e análise dos resultados. Inicia-se com a exposição da estatística descritiva acerca da remuneração dos executivos do período de 2009 a 2011. Em seguida, evidenciam-se as estatísticas descritivas dos fatores apontados na literatura como determinantes da remuneração dos executivos. E, por último, demonstram-se os resultados das regressões estatísticas com vistas nas hipóteses da pesquisa.

Na Tabela 1 faz-se a descrição da política de remuneração dos executivos participantes da diretoria executiva, destacando a remuneração total por ano, bem como os valores totais médios por executivo/ano no período de 2009 a 2011.

Tabela 1 – Política de remuneração dos executivos das empresas pesquisadas no período de 2009 a 2011

Painel A								
Valores totais/ano	2009		2010			2011		
	R\$	%	R\$	%	Δ %	R\$	%	Δ %
Quantid. total executivos	397,36	-	420,01	-		442,68	-	
Remuneração fixa	247.073.857	46	261.314.732	40	6	345.595.437	40	32
Remuneração variável	195.474.009	36	227.947.021	35	17	321.812.931	37	41
Outras remunerações	95.399.389	18	165.192.455	25	73	193.246.785	22	17
Total da remuneração	537.947.255	100	654.454.208	100	22	860.655.154	100	32

Painel B								
Valores totais médios por executivo/ano	2009		2010			2011		
	R\$	%	R\$	%	Δ %	R\$	%	Δ %
Executivos por empresa	5,93	-	6,27	-		6,61	-	
Remuneração fixa	621.788	46	622.163	40	0	780.689	40	25
Remuneração variável	491.932	36	542.718	35	10	726.965	37	34
Outras remunerações	240.083	18	393.306	25	64	436.538	22	11
Total da remuneração	1.353.803	100	1.558.187	100	15	1.944.193	100	25

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 1, que a quantidade média de executivos por ano teve uma variação pequena entre 2009 e 2011. No ano de 2009, o total de executivos identificados nas 67 companhias da amostra foi de 397, que equivale a uma média de 5,93 executivos por companhia. Para o ano de 2010, a quantidade média elevou-se de 397 para 420, ou seja, apenas 5,7%, sendo que a média por companhia subiu para 6,27%. A variação de 2010 para 2011 foi semelhante, elevou-se de 420 para 442 (5,24%) executivos por ano, que equivale a uma média de 7 executivos por companhia.

As companhias Totvs, Wilson e Duratex foram as que apresentaram maior quantidade média de executivos por ano. A Totvs evidenciou uma média de 33 executivos por ano, a Wilson 19 e a Duratex 13 executivos por ano. Por outro lado, as companhias Abril Concepa, Marisol e Concessionária Dutra foram as com menor quantidade média de executivos por ano,

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

sendo que as três companhias evidenciaram uma média de 2 executivos por ano. A quantidade média de executivos por empresa foi um pouco superior ao encontrado por Machado (2012), que analisou 30 companhias brasileiras industriais no período de 2007 a 2010, encontrando uma média de aproximadamente 5 executivos por ano.

Percebe-se ainda na Tabela 1 que a remuneração total média dos executivos manteve-se ascendente nos três anos e com alto percentual de crescimento, pois no ano de 2010 o total da remuneração elevou-se de R\$ 537.947.255 para R\$ 654.454.208, aproximadamente 22%, sendo que a média por executivo subiu de R\$ 1.353.803 para R\$ 1.558.187 (15%). Esse valor elevou-se ainda mais no ano de 2011, passou para um total de R\$ 860.155.154, representando um aumento de quase 32%, com um valor médio por executivo de R\$ 1.944.193 por ano.

No ano de 2009, ano anterior a realização das combinações de negócios, o valor da remuneração total média por ano dos executivos foi de R\$ 537.947.255, que passou em 2011, após as combinações que ocorreram no ano de 2010, para R\$ 860.655.154, representando um aumento de 32%. Isto sinaliza que as combinações de negócios podem estar contribuindo para o aumento dessa remuneração, uma vez que tais executivos desempenham papel fundamental para a concretização e sucesso dessas operações. Além disso, após as combinações, esses executivos passaram a ter mais atribuições e responsabilidades, conforme preconizado por Khorana e Zenner (1998), Bebchuk, Fried e Walker (2001) e Grinstein e Hribar (2004).

As companhias Vale, PDG Realty e Fibria foram as que evidenciaram os maiores valores totais médios por ano. A Vale evidenciou uma remuneração total média de R\$ 79.224.616 por ano aos seus executivos; a PDG evidenciou um total médio anual de R\$ 49.439.146; e a Fibria um total de R\$ 25.156.110. Por outro lado, as companhias Metal. Gerdau, Energisa e Marisol evidenciaram os menores valores totais médios pagos por ano. A Metal. Gerdau evidenciou uma remuneração total média de R\$ 85.417 por ano; a Energisa um total médio anual de R\$ 126.244; e a Marisol um total de R\$ 249.333.

A remuneração total média por ano no período de 2009 a 2011 foi de R\$ 684.352.206, superior ao encontrado por Machado (2012) nas 30 companhias brasileiras industriais no período de 2007 a 2010, uma média de R\$ 75.174.361 por ano. A remuneração total média por executivo nesta pesquisa foi de R\$ 1.618.728 por ano. Esta também é superior ao observado por Machado (2012), uma média anual por executivo de R\$ 392.363. Portanto, os valores de remuneração constatados nesta pesquisa diferem dos encontrados por Machado (2012), o que pode ser decorrente dos critérios utilizados para a formação da amostra.

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

Destaca-se ainda, que a remuneração fixa no ano de 2009 representava 46% da remuneração total, a remuneração variável 36% e as outras remunerações 18%. No entanto, no ano de 2010 as outras remunerações passaram a representar 25% do total. Tal fato ocorreu porque os valores totais de outras remunerações elevaram-se de R\$ 95.399.389, para 165.192.455, ou seja, as outras remunerações tiveram um crescimento de 73% em 2010, enquanto que a remuneração fixa aumentou somente 6% e a remuneração variável 17%, conforme se observa no Painel A da Tabela 1. No ano de 2011, o maior crescimento ficou por conta da remuneração variável (41%), sendo que a remuneração fixa representava 40% da remuneração total, a remuneração variável 37% e as outras remunerações 22%.

Na Tabela 2 demonstram-se as estatísticas descritivas do ativo total e do total de vendas das companhias da amostra, no período de 2009 a 2011.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis de tamanho das empresas no período de 2009 a 2011

Estatística descritiva	2009	2010	2011
Painel A - Ativo Total			
Mínimo	238.027	268.156	342.963
Máximo	345.607.250	519.970.003	599.149.983
Média	14.084.692	18.648.392	21.342.633
Desvio padrão	47.213.922	68.076.951	78.154.006
Painel B - Total de Vendas			
Mínimo	13.807	11.109	15.649
Máximo	182.710.057	213.273.669	244.176.142
Média	7.076.164	9.345.779	10.867.230
Desvio padrão	23.402.903	28.579.633	33.052.921

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se no Painel A da Tabela 1 que o valor total médio dos ativos teve uma variação considerável entre 2009 e 2011. No ano de 2009 o total médio dos ativos nas 67 companhias da amostra era de R\$ 14.084.692, sendo que o menor ativo total era de R\$ 238.027, da Arezzo. O maior ativo total foi da Petrobrás, equivalente a R\$ 345.607.250 e o alto desvio padrão demonstra a grande diferença existente entre as companhias da amostra. Algumas, tais como a Vale (R\$ 185.779.471), Metal. Gerdau (R\$ 45.699.733) e JBS (R\$ 42.489.092) possuíam ativos totais bastante expressivos no ano de 2009. Outras companhias, como por exemplo, Santanense (R\$ 256.933), Karsten (R\$ 281.547) e Renova (R\$292.733) possuíam valores menos expressivos, no comparativo com as companhias maiores.

No ano de 2010, em que ocorreram as combinações de negócios, o total médio dos ativos elevou-se para R\$ 18.648.392, ou seja, um aumento equivalente a 32% e foi o maior aumento entre os três anos analisados, indicando que as combinações podem ter contribuído para esse crescimento. O menor e o maior ativo total do ano de 2010, também era das

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

companhias Arezzo e Petrobrás, respectivamente.

O total médio dos ativos cresceu de 2010 para 2011 em torno de 15% e atingiu R\$ 21.342.633. O menor ativo total de R\$ 342.963 era da companhia Concepa, o maior novamente era da companhia Petrobrás e o alto desvio padrão também indica grandes diferenças entre os ativos totais das 67 companhias que constituem a amostra deste estudo.

Em relação ao total de vendas, nota-se no Painel B da Tabela 1, que o valor total médio das vendas elevou-se de R\$ 7.076.164 em 2009 para R\$ 10.867.230 em 2011 o que representa, em termos percentuais, um elevado aumento de aproximadamente 54%. No ano de 2009, o menor valor de R\$ 13.807 correspondia a LLX Logística, o maior valor foi da Petrobrás, equivalente a R\$ 182.710.057, e o alto desvio padrão evidencia a existência de grandes diferenças, também no tocante às vendas.

No ano de 2010 o total médio de vendas elevou-se para R\$ 9.345.779, ou seja, um aumento equivalente a 17%, que foi inferior ao crescimento médio dos ativos neste mesmo ano. O menor e o maior valor total de vendas em 2010 também era das companhias LLX Logística e Petrobrás, respectivamente. Em 2011, o total médio das vendas cresceu 15% e atingiu R\$ 10.867.230. O menor (R\$ 15.649) e o maior (R\$ 244.176.142) valor total de vendas novamente era das companhias LLX Logística e Petrobrás.

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das quatro variáveis de desempenho das companhias da amostra do período de 2009 a 2011.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis de desempenho do período de 2009 a 2011

Estatística descritiva	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Painel A						
	Crescimento dos ativos			Crescimento dos lucros		
Mínimo	- 14.467.198	- 2.583.028	- 2.309.956	- 11.030.679	- 705.119	- 2.420.451
Máximo	53.443.408	174.362.753	79.179.980	3.409.335	19.821.101	7.743.672
Média	1.362.174	4.563.700	2.694.241	- 133.182	432.055	- 9.333
Desvio padrão	8.220.907	21.716.049	10.185.132	1.659.577	2.533.503	1.083.914
Painel B						
	ROA			ROS		
Mínimo	- 0,16	- 0,06	- 0,20	- 0,52	- 0,60	- 0,52
Máximo	0,75	0,24	0,19	0,50	0,54	0,50
Média	0,05	0,05	0,03	0,03	0,02	0,03
Desvio padrão	0,10	0,05	0,07	0,45	0,37	0,45

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se no Painel A da Tabela 3, que os ativos das companhias cresceram no ano de 2009, em média R\$ 1.362.174. No entanto, algumas companhias, como foi o caso da Metal. Gerdau (R\$ -14.467.198), Vale (R\$ -10.040.416) e Siderúrgica Nacional (R\$ -2.330.215)

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

apresentaram reduções nos seus ativos totais. A companhia com maior aumento do ativo total (R\$ 53.443.408) foi a Petrobrás. As companhias JBS (R\$ 26.392.743), Fibria (R\$ 15.528.968) e Brasil Foods também se destacaram com significativos aumentos do ativo total em 2009.

No ano de 2010, os ativos das companhias cresceram em média R\$ 4.563.700. A companhia Metal. Gerdau novamente apresentou redução no seu ativo total, equivalente a R\$ -2.583.028. A companhia com maior aumento do ativo total (R\$ 174.362.753) foi novamente a Petrobrás. As companhias Vale (R\$ 38.923.059), Braskem (R\$ 12.372.430) e Marfrig (R\$ 11.147.945) também se destacaram junto com a Petrobrás no ano de 2010.

Em 2011, os ativos cresceram em média R\$ 2.694.241. A companhia Fibria apresentou a maior redução no ativo total (R\$ -2.309.956) e a companhia Petrobrás o maior aumento (R\$ 79.179.980). Destacaram-se ainda, positivamente, as companhias Vale e Sid. Nacional e, negativamente, as companhias Tractebel e Totvs.

Quanto ao crescimento dos lucros, verifica-se no Painel A da Tabela 3 que houve uma redução média de R\$ -133.182 no ano de 2009. A média foi negativa, principalmente em virtude da Vale, que apresentou no ano de 2009, uma redução nos lucros de R\$ 11.030.679. As companhias Petrobrás (R\$ - 4.006.084) e Sid. Nacional (R\$ - 3.175.484) também apresentaram grandes reduções de lucros. A companhia com maior aumento nos lucros foi a Braskem, com R\$ 3.409.355, seguida da TAM (R\$ 2.702.646) e da Fibria (R\$ 1.868.398).

No ano de 2010, os lucros cresceram em média R\$ 432.055. A Vale, inversamente ao que ocorreu em 2009, apresentou o maior crescimento nos lucros em 2010 (R\$ 19.821.101). A TAM (RS -705.119) e a Marfrig (R\$ - 538.987) foram as que se destacaram negativamente. Em 2011, novamente a média voltou a ficar negativa (R\$ - 9.333). A companhia com maior crescimento nos lucros, novamente foi a Vale (R\$ 7.743.672). As companhias Sid. Nacional (R\$ 1.189.657) e Brasil Foods (R\$ 563.303) também se destacaram em 2011. Por outro lado, a Braskem apresentou a menor redução nos lucros (R\$ -2.420.451). A Petrobrás (R\$- 1.876.269) e a Fibria (R\$ -1.471.268) também apresentaram reduções de lucros expressivas.

No que se refere ao retorno sobre o ativo total (ROA), que mensura a eficiência global da empresa em relação à geração de lucros com seus ativos, verifica-se no Painel B da Tabela 3, que tanto no ano de 2009, como no ano de 2010, a média foi equivalente a 0,05, e no ano de 2011 a média teve uma pequena redução para 0,03. Destacaram-se com os maiores índices no ano de 2009 a Bombril (0,75), no ano de 2010 a Arezzo (0,24) e no ano de 2011 a Technos (0,19). Negativamente, com os piores índices, destacaram-se a Vanguarda (-0,16) em 2009, a

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

Ideiasnet (-0,06) em 2010 e a Vulcabras (-0,20) em 2011.

Em relação ao retorno sobre as vendas (ROS), que permite verificar a rentabilidade da empresa, observa-se no Painel B da Tabela 3, que no ano de 2009 o índice médio foi negativo, no ano de 2010 foi positivo e no ano de 2011 voltou a ficar negativo. Destacaram-se com os maiores índices no ano de 2009 a Bombril (0,50) e no ano de 2010 e 2011 a Transm. Aliança (0,54 e 0,50). Negativamente, com os piores índices, destacaram-se as companhias LLX Logística (-0,52) em 2009 e 2011 e a companhia MPX (-0,60) em 2010.

Na Tabela 4, evidenciam-se as estatísticas descritivas da participação acionária dos controladores e dos investidores institucionais nas companhias, no período de 2009 a 2011.

Tabela 4 - Estatística descritiva das variáveis de participação acionária de controladores e de investidores institucionais no período de 2009 a 2011

Estatística descritiva	2009	2010	2011
Painel A - Total de ações em posse dos Controladores			
Mínimo	13,00	12,70	12,70
Máximo	100,00	100,00	100,00
Média	39,64	39,54	38,47
Desvio padrão	23,88	21,86	22,28
Painel B - Total de ações em posse de Investidores institucionais			
Mínimo	-	-	-
Máximo	80,76	75,56	75,56
Média	10,16	10,35	10,70
Desvio padrão	16,89	16,74	16,99

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se no Painel A da Tabela 4 que o percentual médio de ações em posse dos controladores teve uma variação pequena entre 2009 e 2011. No ano de 2009 o percentual médio de ações em posse dos controladores, nas 67 companhias da amostra, era de 39,64%. No ano de 2010 o percentual médio teve uma leve redução, passou para 39,54% e, no ano 2011 ocorreu nova redução, passando para 38,47%.

Destacaram-se com maior concentração de capital no período, a Concepa e a Concessionária Dutra, pois nessas companhias o controlador possuía 100% do total das ações. De modo contrário, com menores concentrações de capital, destacaram-se as companhias Metal. Gerdau em 2009, na qual o controlador possuía 13% do total das ações, e a companhia Brasil Foods, na qual o controlador possuíam 12,7% nos anos de 2010 e 2011.

Ao comparar os resultados desta pesquisa com os de Moura (2011), que analisou o percentual de capital total em posse do controlador em uma amostra de 260 empresas de seis setores econômicos da BM&FBovespa no período de 2009, e de Moura, Macêdo e Hein (2011), que investigaram o percentual de capital total em posse do controlador em uma

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

amostra de 38 empresas de dez setores econômicos da BM&FBovespa, também no ano de 2009, que encontraram percentuais de capital em posse dos controladores, entre 30% e 50%, percebe-se que as empresas da amostra deste estudo apresentaram semelhanças, evidenciando a existência de alta concentração de capital nas empresas brasileiras.

Na Tabela 5 mostram-se os resultados das regressões estatísticas para o ano de 2009.

Tabela 5 – Análise dos fatores que afetaram a remuneração dos executivos no ano de 2009

Variáveis independentes	Remuneração Fixa		Remuneração Variável		Outras remunerações		Remuneração total	
	Coef.	Sig	Coef.	Sig	Coef.	Sig	Coef.	Sig
(Constant)	552.195	,00	684.034	,04	68.128	,83	1.304.357	,02
Ativo total	,027	,00	,043	,00	,014	,30	,084	,00
Total de vendas	-,054	,00	-,085	,00	-,032	,19	-,172	,00
Cresc. Ativos	,021	,03	,022	,31	,019	,35	,061	,11
Cresc. Lucros	,014	,80	,075	,55	-,034	,77	,054	,79
ROA	- 44.371	,92	375.812	,71	221.352	,81	552.793	,74
ROS	- 5.290	,95	216.024	,25	- 635.588	,00	- 424.854	,17
Ações Control.	- 794	,66	- 5.590	,19	1.057	,79	- 5.326	,44
Governança	129.210	,23	112.992	,65	223.503	,35	465.705	,26
Ações Invest. Instit.	- 2.451	,33	- 7.623	,20	- 4.408	,43	- 14.481	,14
R2	0,469		0,274		0,278		0,386	

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se na Tabela 5, que no ano de 2009 somente as variáveis de tamanho “ativo total” e “total de vendas” foram estatisticamente significativas a um nível de 0,01 em relação a variável dependente “remuneração total”. Portanto, no ano de 2009 aceita-se a hipótese H_1 , pois, o resultado demonstra que o tamanho pode ser considerado um fator determinante para o nível de remuneração, confirmando o que foi apresentado nos estudos de Haid e Yurtoglu (2006), Gregg, Jewell e Tonks (2010) e Chien (2012)

É possível verificar ainda que as variáveis ativo total e total de vendas também apresentam poder explicativo em relação ao nível de remuneração fixa e de remuneração variável. Porém, não apresentam poder explicativo em relação às outras remunerações.

A variável crescimento de ativos apresentou significância estatística em relação a remuneração fixa e a variável ROS apresentou significância em relação às outras remuneração. No entanto, como não apresentaram significância em relação a remuneração total, do mesmo modo como as variáveis crescimento dos lucros e ROA, a hipótese H_2 não foi aceita. Assim, não foi possível confirmar na amostra analisada que o desempenho é um fator determinante para o nível de remuneração dos executivos, conforme descrito por Elston e Goldberg (2003), Banghoj et al. (2010), Gregg, Jewell e Tonks (2010), Conyon e He (2011).

As variáveis relacionadas a concentração de capital, governança corporativa e

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

participação acionária de investidores institucionais também não apresentaram significância estatística no ano de 2009, portanto as hipóteses H₃, H₄ e H₅ não foram aceitas neste estudo para o ano de 2009. Contrariando o relato de estudos anteriores, tais como Banghoj et al. (2010), Barontini e Bozzi (2011), Conyon e He (2011), que descreveram a concentração de capital como fator determinante para a remuneração, Camargos e Helal (2007), Banghoj et al. (2010), Barontini e Bozzi (2011), que apontaram a governança como determinante para a remuneração dos executivos e, ainda, Chhaochharia e Grinstein (2009), que mostraram que a participação de investidores influencia na remuneração dos executivos.

Na Tabela 6 mostram-se os resultados das regressões estatísticas do ano de 2010.

Tabela 6 – Análise dos fatores que afetaram a remuneração dos executivos no ano de 2010

Variáveis independentes	Remuneração Fixa		Remuneração Variável		Outras remunerações		Remuneração total	
	Coef.	Sig	Coef.	Sig	Coef.	Sig	Coef.	Sig
(Constant)	589.543	0,00	655.167	0,01	509.289	0,11	1.753.999	0,00
Ativo total	0,00	0,89	- 0,01	0,42	- 0,01	0,67	- 0,02	0,55
Total de vendas	- 0,00	0,93	0,01	0,71	- 0,01	0,82	0,20	0,98
Cresc. Ativos	- 0,01	0,76	0,02	0,46	0,02	0,52	0,04	0,52
Cresc. Lucros	0,15	0,00	0,30	0,00	0,33	0,00	0,78	0,00
ROA	- 974.523	0,32	- 331.066	0,83	- 221.056	0,92	- 1.526.645	0,66
ROS	46.879	0,74	218.167	0,34	- 1.425.727	0,00	- 1.160.682	0,02
Ações Control.	- 569	0,80	- 4.267	0,25	- 4.178	0,40	- 9.015	0,26
Governança	90.181	0,38	51.361	0,76	215.624	0,34	357.166	0,33
Ações Invest. Instit.	2.081	0,47	- 2.844	0,54	- 4.836	0,44	- 5.600	0,58
R2	0,51		0,53		0,54		0,63	

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se na Tabela 6, em relação às variáveis de tamanho, que os resultados no ano de 2010 foram bastante diferentes dos encontrados no ano de 2009. As variáveis ativo total e total de vendas não foram estatisticamente significativas em relação à remuneração total, e também não apresentaram poder explicativo para nenhum dos três tipos de remuneração. Portanto, no ano de 2010 não foi possível aceitar a hipótese H₁, pois, o resultado demonstra que tamanho não é determinante para o nível de remuneração. Esse resultado difere dos estudos de Haid e Yurtoglu (2006), Gregg, Jewell e Tonks (2010) e Chien (2012).

Entre as quatro variáveis de desempenho utilizadas, as variáveis crescimento de lucros e ROS apresentaram significância estatística a um nível de 0,01 em relação a remuneração total dos executivos. Em virtude de apenas duas variáveis de desempenho terem apresentado significância estatística, a hipótese H₂ foi aceita parcialmente. Todavia, esse resultado indica que o desempenho pode estar influenciando o nível de remuneração dos executivos, na amostra analisada, no ano de 2010, confirmando o que foi descrito nos estudos de Elston e

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

Goldberg (2003), Banghoj et al. (2010), Gregg, Jewell e Tonks (2010), Conyon e He (2011).

No ano de 2010, novamente as variáveis relacionadas a concentração de capital, governança corporativa e participação acionária de investidores institucionais não apresentaram significância estatística, sendo assim as hipóteses H₃, H₄ e H₅ também não foram aceitas para o ano de 2010. Não foi possível confirmar que a concentração de capital é um fator determinante para a remuneração, conforme preconizam Banghoj et al. (2010), Barontini e Bozzi (2011), Conyon e He (2011); que a governança pode influenciar na remuneração, conforme apontam Camargos e Helal (2007), Banghoj et al. (2010), Barontini e Bozzi (2011); e que a participação de investidores institucionais pode influenciar na remuneração dos executivos conforme evidenciaram Chhaochharia e Grinstein (2009).

Na Tabela 7 apresentam-se os resultados das regressões estatísticas do ano de 2011.

Tabela 7 – Análise dos fatores que afetaram a remuneração dos executivos no ano de 2011

Variáveis independentes	Remuneração Fixa		Remuneração Variável		Outras remunerações		Remuneração total	
	Coef.	Sig	Coef.	Sig	Coef.	Sig	Coef.	Sig
(Constant)	676.190	0,00	1.180.176	0,00	902.498	0,03	2.758.865	0,00
Ativo total	0,02	0,01	0,03	0,05	0,00	0,91	0,05	0,13
Total de vendas	- 0,00	0,94	- 0,01	0,64	- 0,01	0,58	- 0,02	0,57
Cresc. Ativos	- 0,11	0,00	- 0,17	0,02	0,03	0,81	- 0,26	0,14
Cresc. Lucros	0,22	0,00	0,31	0,00	0,21	0,14	0,74	0,00
ROA	- 961.451	0,24	978.535	0,54	1.424.251	0,54	1.441.335	0,70
ROS	- 62.440	0,60	133.282	0,57	- 764.437	0,03	- 693.595	0,10
Ações Control.	254	0,91	- 7.878	0,08	- 9.903	0,14	- 17.527	0,10
Governança	40.055	0,71	- 200.765	0,34	- 100.704	0,75	- 261.414	0,59
Ações Invest. Instit.	1.347	0,64	- 10.638	0,07	- 6.122	0,47	- 15.414	0,25
R2	0,52		0,39		0,17		0,33	

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 7 que, no ano de 2011 a variável ativo total apresenta poder explicativo em relação ao nível de remuneração fixa e em relação ao nível de remuneração variável. Porém, não apresenta poder explicativo em relação às outras remunerações e a variável principal, a remuneração total. A variável total de vendas também não apresentou significância estatística em relação à remuneração total e a nenhum dos três tipos de remuneração. Portanto, não foi possível aceitar a hipótese H₁, pois, o resultado evidencia que o tamanho não pode ser considerado determinante para o nível de remuneração no ano de 2011, para as companhias da amostra. Esse resultado novamente difere do que foi apresentado nos estudos de Haid e Yurtoglu (2006), Gregg, Jewell e Tonks (2010) e Chien (2012).

Entre as quatro variáveis de desempenho utilizadas, crescimento de lucros (0,01) e ROS (0,10) apresentaram significância estatística em relação a remuneração total dos

executivos. Em virtude de apenas duas variáveis de desempenho terem apresentado significância estatística, a hipótese H_2 foi aceita parcialmente no ano de 2011. Assim como ocorreu no ano de 2010, esse resultado indica que o desempenho pode estar influenciando o nível de remuneração dos executivos, confirmando o descrito nos estudos de Elston e Goldberg (2003), Banghoj et al. (2010), Gregg, Jewell e Tonks (2010), Conyon e He (2011).

Verifica-se ainda que, no ano de 2011, a variável concentração de capital apresentou significância estatística, a um nível de 0,10, em relação à remuneração total, e também em relação à remuneração variável. Assim, aceita-se a hipótese H_3 , pois, o resultado demonstra que a concentração de capital pode ser considerada um fator determinante para o nível da remuneração dos executivos no ano de 2011, confirmando o preconizado nos estudos de Barontini e Bozzi (2011), Conyon e He (2011).

No ano de 2011 novamente as variáveis relacionadas à governança corporativa e a participação acionária de investidores institucionais não apresentaram significância estatística, sendo assim as hipóteses H_4 e H_5 foram aceitas para o ano de 2011. Dessa forma, não foi possível confirmar que a governança influencia na remuneração, conforme apontam Camargos e Helal (2007), Banghoj et al. (2010), Barontini e Bozzi (2011), e que a participação de investidores institucionais influencia na remuneração dos executivos, conforme evidenciaram Chhaochharia e Grinstein (2009).

7 Considerações Finais

O estudo objetivou identificar os fatores que afetaram o nível da remuneração dos executivos em empresas brasileiras que realizaram combinação de negócios. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva com abordagem quantitativa, por meio de análise documental, em uma amostra composta por 67 companhias abertas que realizaram combinação de negócios, com dados relativos ao período de 2009 a 2011, extraídos dos Relatórios de Referência das companhias e do banco de dados Economática.

Os resultados mostraram que a quantidade média de executivos por ano teve uma variação pequena entre 2009 e 2011. No ano de 2009 o total de executivos identificados nas 67 companhias da amostra foi de 397, que equivalia a uma média de 5,93 executivos por companhia. Para o ano de 2010 a quantidade média elevou-se de 397 para 420, uma média de 6,27% por companhia. A variação de 2010 para 2011 foi bastante semelhante, pois elevou-se de 420 para 442, com uma média de quase 7 executivos por companhia.

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

A remuneração total média dos executivos manteve-se ascendente nos três anos. No ano de 2009, ano anterior à realização das combinações de negócios, o valor da remuneração total média por ano dos executivos era de R\$ 537.947.255 e, em 2011, após as combinações que ocorreram no ano de 2010, esse valor chegou a R\$ 860.655.154, representando um aumento de 32%. A remuneração fixa no ano de 2009 representava 46% da remuneração total, a remuneração variável representava 36% e as outras remunerações representavam 18%. No ano de 2011 a remuneração fixa passou a representar 40% da remuneração total, a remuneração variável 37% e as outras remunerações representavam 22%.

Quanto às variáveis de desempenho, constatou-se que o valor total médio dos ativos teve uma variação considerável entre 2009 e 2011. No ano de 2009, o total médio entre as 67 companhias era de R\$ 14.084.692. No ano de 2010, em que ocorreram as combinações de negócios, o total médio dos ativos elevou-se para R\$ 18.648.392, ou seja, um aumento equivalente a 32% e foi o maior aumento entre os três anos analisados, indicando que as combinações podem ter contribuído para esse crescimento. O total médio dos ativos cresceu de 2010 para 2011 em torno de 15% e atingiu R\$ 21.342.633. O valor total médio das vendas elevou-se de 7.076.164 em 2009 para 10.867.230 em 2011, o que significa, em termos percentuais, um aumento de aproximadamente 54%.

Em relação às variáveis de desempenho, os dados evidenciaram que os ativos das companhias cresceram no ano de 2009, em média, R\$ 1.362.174; no ano de 2010, em média, R\$ 4.563.700; e no ano de 2011, em média, R\$ 2.694.241. Quanto ao crescimento dos lucros, houve uma redução média de R\$ -133.182 no ano de 2009; no ano de 2010, um crescimento em média de R\$ 432.055; e em 2011, a média voltou a ficar negativa (R\$ - 9.333). No retorno sobre o ativo total (ROA), verificou-se que tanto no ano de 2009, quanto no ano de 2010, a média foi equivalente a 0,05, e no ano de 2011 a média teve uma pequena redução para 0,03. Em relação ao retorno sobre as vendas (ROS), observou-se que no ano de 2009 o índice médio foi negativo, no ano de 2010 foi positivo e no ano de 2011 voltou a ficar negativo.

Na concentração de capital, constatou-se que o percentual médio de ações em posse dos controladores teve uma variação pequena entre 2009 e 2011. Em 2009 o percentual médio de ações em posse dos controladores era de 39,64%, para o ano de 2010 o percentual médio teve uma leve redução para 39,54% e no ano 2011 ocorreu uma nova redução para 38,47%.

Os resultados demonstraram ainda que, no ano de 2009, somente as variáveis de tamanho “ativo total” e “total de vendas” foram estatisticamente significativas. Portanto, em

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

2009 somente a hipótese H_1 foi aceita, já que entre os fatores analisados, somente tamanho foi determinante para o nível de remuneração, confirmando o apresentado nos estudos de Haid e Yurtoglu (2006), Gregg, Jewell e Tonks (2010) e Chien (2012).

No ano de 2010, a hipótese H_2 foi aceita parcialmente, pois entre as quatro variáveis de desempenho analisadas, somente crescimento de lucros e ROS apresentaram significância estatística. O resultado indica que o desempenho pode ser considerado um fator preditivo para o nível de remuneração dos executivos, em 2010, o que coaduna com o descrito por Elston e Goldberg (2003), Banghoj et al. (2010), Gregg, Jewell e Tonks (2010), Conyon e He (2011).

Em 2011, a hipótese H_2 foi aceita parcialmente, uma vez que somente as variáveis crescimento de lucros e ROS apresentaram significância estatística. Assim, também em 2011 o resultado indicou que o desempenho pode ser considerado um fator preditivo para o nível de remuneração. A variável concentração de capital também apresentou significância estatística no ano de 2011, assim, a hipótese H_3 foi aceita, confirmando o apresentado nos estudos de Barontini e Bozzi (2011), Conyon e He (2011).

Conclui-se que entre os fatores desempenho, tamanho da empresa, concentração de capital, governança corporativa e investidores institucionais, que foram apontados na literatura como influenciadores das políticas e pacotes de remuneração dos executivos, somente três se confirmaram nas companhias brasileiras que realizaram combinação de negócios. No ano de 2009, anterior às combinações, foi o fator tamanho. No ano de 2010, em que ocorreram as combinações, foi o fator desempenho. E, no ano de 2011, após as combinações, foram os fatores desempenho e concentração de capital.

Dadas as limitações do estudo, estes resultados não podem ser extrapolados para além da amostra pesquisada. Para futuras pesquisas recomenda-se verificar se o setor de atuação interfere nos resultados encontrados, replicando a pesquisa para outros setores econômicos. Outra recomendação é que fatores diversos dos investigados neste estudo sejam pesquisados a fim de verificar possíveis influências nas políticas e pacotes de remuneração dos executivos. Sugere-se ainda a realização de pesquisas que possam explicar os resultados deste estudo.

Referências

BANGHO J.J.; GABRIELSEN, G.; PETERSEN, C.; PLENBORG, T. Determinants of executive compensation in privately held firms. **Accounting and Finance**, v. 50, p. 481-510, 2010.

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

BEBCHUK, L.A; FRÍED, J.M; WALKER, D.I. Executive compensation in America: optimal contracting or extraction of rents? 2001. Disponível em: <<http://www.nber.org/paper/w8661>>. Acesso em: 20 jul. 2012.

BRASIL. **Lei nº 6.404/76**, de 15 de dezembro de 1976. Lei das sociedades por ações. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 16 ago. 2010.

CAMARGOS, M.A.; BARBOSA, F.V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, p. 69-99, 2010.

CAMARGOS, M.A; HELAL, D.H. Remuneração executiva, desempenho econômico-financeiro e a estrutura de governança corporativa de empresas brasileiras. In: EnANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, ANPAD, 2007.

CHIEN, A.C.Y. **A remuneração dos executivos tem impacto no valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto?** 2012. 26f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012.

CHHAOCHHARIA, V.; GRINSTEIN, Y. CEO compensation and board structure. **The Journal of Finance**, v. 64, p. 231-261, 2009.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. ; FAN, J.P.H.; LANG, L.H.P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. **Journal of Finance**, 57, p. 2741-2771, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Anexo 24 da Instrução CVM nº 480**. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 20 jul. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 480**. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 20 jul. 2012.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamento Técnico 15 - Combinação de negócios**. Brasília, 26 de junho de 2009. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/index.php>>. Acesso em: 01 out. 2012.

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

CONYON, M.; HE, J.L. Executive compensation and corporate governance in China. Institute for Compensation Studies. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 4, p. 1158-1175, 2011.

DALMÁCIO, F.Z.; REZENDE, A.J.; SLOMSKI, V. Análise setorial das medidas de performance utilizadas nos contratos de remuneração dos gestores. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 3, p. 6-23, 2009.

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

DORATA, N.T.; ZALDIVAR, I.P. Air value and business combinations. **Review of Business**, v. 30, n. 2, p. 31-39, 2010.

EISENHARDT, K.M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

ELSTON, J.A.; GOLDBERG, L.G. Executive compensation and agency costs in Germany. **Journal of Banking & Finance**, v. 27, p. 1391-1410, 2003.

FAMA, E.F.; JENSEN, M.C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p.301-325, 1983.

GREGG, P.; JEWELL, S.; TONKS, I. Executive pay and performance in the UK. **Axa Working Paper Series**, v. 5, 2010.

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

H Aid, A.; YURTOGLU, B.B. Ownership structure and executive compensation in Germany, **Working Paper**, Universität Erlangen-Nürnberg, 2006.

HAIR JR, F.J.; ANDERSON, R.E.; TATHAM R. L.; BLACK W.C. **Análise multivariada de dados**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HAYNES, M; THOMPSON, S.; WRIGHT, M. Executive remuneration and corporate divestment: motivating managers to make unpalatable decisions. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 34, n. 5-6, p. 792-818, 2007.

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

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

KRAUTER, E.; SOUSA, A. F. A relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras. In: EnGPR, 2., 2009, Curitiba. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2009.

KHORANA, A.; ZENNER, M. Executive compensation of large acquirors in the 1980s. **Journal of Corporate Finance**, v. 4, p. 209-240, 1998.

LANE, J. Relevance of the principal-agent framework to public policy and implementation. National University of Singapore, Faculty of Arts e Sciences. **Work Paper Series**, 2003. Disponível em: <<http://faz.nus.edu.sg/ppp/docs/wp/wp29.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2012.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

MACHADO, D.G. **Influência da política de remuneração dos executivos no nível de gerenciamento de resultados em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas**. 2012. 274f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis e Administração) - Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2012.

MOORE, S. **Combinação de negócios/tratamento contábil: fusões e aquisições**. 25 ago. 2011. Disponível em: <<http://msbrasil.com.br/blog/contabilidade/combinacao-de-negocios-tratamento-contabil-fusoes-e-aquisicoes/>>. Acesso em: 01 out. 2012.

MOURA, G. D.; BEUREN, I. M. Conselho de administração das empresas de governança corporativa listadas na BM&Fbovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. **Revista de Ciências da Administração**, v. 13, n. 29, p. 11-37, 2011.

MURPHY, K.J.; SANDINO, T. Executive pay and independent compensation consultants. **Journal of Accounting and Economics**, v. 49, p. 247-262, 2010.

NASCIMENTO, C.; FRANCO, L.M.G.; CHEROBIM, A.P.M.S. Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 1, p. 22-36, 2012.

OZKAN, N. Do CEOs gain more in foreign acquisitions than domestic acquisitions? **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 4, p. 1122-1138, 2012.

PONTES, B.R. **A competitividade e a remuneração flexível**. São Paulo: LTr, 1995.

PUNSUVO, F.R.; KAYO, E.K.; BARROS, L.A.B.C. O ativismo dos fundos de pensão e a

Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios

Ilse Maria Beuren, Geovanne Dias de Moura , Viviane Theiss

qualidade da governança corporativa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 45, p. 63-72, 2007.

RAMLALL, I.; Determinants of hedging: an empirical investigation for mauritius. **Journal of Financial Risk Management**, v. 6, n. 3-4, p. 99-120, 2009.

SHIWAKOTI, R.K. Comparative analysis of determinants of executive remuneration in the UK financial services sector. **Accounting and Finance**, v. 52, p. 213-235, 2012.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, 1997.

TAN, A.W.; KEEPER, T.B Institutional investors and corporate governance: a New Zealand perspective. **Working Papers**, v. 65, School of Accounting and Commercial Law, 2008.
