

Estrutura de propriedade, conflito de agência e compensação de executivos: evidências no Brasil

ISAC DE FREITAS BRANDÃO
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)
isacdefreitas@hotmail.com

ANTONIO CARLOS COELHO
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)
accoelho47@gmail.com

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE, CONFLITO DE AGÊNCIA E COMPENSAÇÃO DE EXECUTIVOS: EVIDÊNCIAS NO BRASIL

1 INTRODUÇÃO

Os atributos de estrutura de propriedade representados pela presença de acionista controlador e pela concentração de votos são conceitualmente considerados como fatores determinantes em conflitos de agência; em decorrência, também se argumenta conceitualmente que estes atributos de propriedade podem interferir em políticas de compensação de gestores no sentido de mitigar ou de aguçar tais conflitos.

Quando há acionista individual ou grupo de acionistas controlando as decisões corporativas, estes têm incentivo e poder para monitorar a gestão, o que suprime, na prática, a necessidade de política de compensação para alinhamento de interesses entre gestores e acionistas (CORE; HOLTAUSEN; LARCKER, 1999; KRAFT; NIEDERPRÜM, 1999).

Nesta estrutura de controle, o conflito de agência predominante fica configurado na relação entre acionista controlador e acionistas minoritários, denominado na literatura como conflito principal-principal (YOUNG et al., 2008).

A sobreposição de acionista controlador e gestão pode levar à utilização de remuneração de gestores (eles próprios, na maioria das vezes) no sentido de usufruto de benefícios privados do controle, em detrimento da maximização da riqueza de acionistas minoritários (PINTO; LEAL, 2013).

Quando não há acionista controlador, por outro lado, o conjunto de acionistas tem acesso limitado à decisão empresarial e o conflito de agência predominante, e mais largamente tratado na literatura, reside na relação entre acionistas e gestores, tratado na literatura como conflito agente-principal, conforme ressaltam Jensen e Meckling (1976).

Para estas composições em que o controle pode se alterar temporalmente, espera-se que a política de compensação tenha relevância como incentivo explícito de alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, condicionado e determinado pelo alcance da concentração de votos, capaz de influenciar de forma diversa o conflito entre principal e gestores (HASSEN; EL OUSKDI; OMRI, 2015).

A eficácia da compensação de executivos como mecanismo de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores tem sido investigada utilizando-se medida de reação do incremento da remuneração às variações de valor de mercado, utilizadas como proxy de desempenho corporativo e é tratada em Murphy (1998) como *pay-performance sensitivity (PPS)*.

Remuneração de executivos e sua relação com o desempenho empresarial já é apresentado, em si, como tema controverso na comunidade acadêmica e no meio corporativo (CORE; HOLTAUSEN; LARCKER, 1999). Ademais, tal remuneração é exposta como custo de agência incorrido pelo principal, operando como incentivo para que executivos decidam respeitando a maximização do seu bem-estar (JENSEN; MECKLING, 1976), o que converge para que se tenha o mesmo incentivo em relação ao desempenho da empresa.

Remuneração de executivos geralmente é composta por parcela fixa, bônus por desempenho e programas de opção para compra de ações (MURPHY, 1998). Pela teoria do contrato ótimo de remuneração (HART; HOLMSTROM, 1986), a melhor configuração do pacote de remuneração de executivos é a que maximiza o risco neutro dos acionistas, medido pela diferença entre desempenho corporativo e custos de compensação de executivos.

Caso políticas de compensação não atrelem a remuneração dos executivos a decisões que busquem maximizar a riqueza dos acionistas (MURPHY, 1998) e caso não haja efetivo monitoramento dessas decisões (BEBCHUK; FRIED, 2003; HASSEN; EL OUSKDI; OMRI,

2015), executivos podem utilizar sua remuneração como meio de expropriação dos acionistas ou como fator de redução do risco pessoal em relação ao mercado de trabalho de executivos.

O papel da compensação dos executivos como mecanismo de alinhamento de interesses e eclipse de conflitos de agência pode depender, segundo a corrente principal de pesquisa na área, dos atributos de estrutura acionária da empresa (CORRÊIA; AMARAL; LOUVET, 2014).

Aspectos como presença e identidade de acionista controlador (ERMEL; MONTE, 2016; HAID; YURTOGLU, 2006; HASSEN; EL OUSKDI; OMRI, 2015; KATO; LONG, 2006; VICTOR, 2013); percentual de ações com direito a voto (ANJOS et al., 2015; CORE; HOLTAUSEN; LARCKER, 1999; CORRÊIA; AMARAL; LOUVET, 2014; HASSEN; EL OUSKDI; OMRI, 2015; KE; PETRONI; SAFIEDDINE, 1999; LIPPERT; MOORE, 1994; MEHRAN, 1995; PINTO; LEAL, 2013); e excesso de direitos de voto sobre direitos de fluxo de caixa (BARONTINI; BOZZI, 2011; CORRÊIA; AMARAL; LOUVET, 2014; HASSEN; EL OUSKDI; OMRI, 2015) têm sido analisados como direcionadores da política de compensação de executivos, de forma direta ou associados à sensibilidade de seu comportamento ao desempenho corporativo.

No Brasil, empresas listadas no mercado de capitais caracterizam-se por predominância de acionista controlador e por divergência entre direito de voto e direito a fluxo de caixa (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; HOLANDA; COELHO, 2014), redundando em predominância do conflito principal-principal, pouco usual nos ambientes das pesquisas listadas.

Ademais, observa-se nos últimos anos redução no grau de concentração acionária e crescimento do número de companhias que não apresentam acionista controlador (GORGA, 2009; HOLANDA; COELHO, 2014; PINTO; LEAL, 2013). A ausência de acionista controlador descaracteriza conflitos entre acionistas controladores e minoritários, mas pode contribuir para agravar custos para o conjunto de acionistas, decorrente de comportamento oportunista de administradores, uma vez que a dispersão da propriedade leva a que acionistas tenham menor capacidade e baixos incentivos para monitorar a gestão em relação a acionistas controladores (PINTO; LEAL, 2013).

Em face de diferentes formas de estrutura acionária configurarem conflitos de agência diversos e da evidência de que remuneração de executivos possa servir tanto como mecanismo de alinhamento de interesses como para o exercício de benefícios privados do controle, questiona-se, na pesquisa, se atributos de estrutura de propriedade, explicitamente, existência de acionista controlador, concentração de direitos de voto e excesso de direitos de voto sobre direitos a fluxos de caixa, influenciam a compensação de executivos em empresas brasileiras.

Investigou-se, no mercado de capitais brasileiro, se a remuneração direcionada a executivos e a sensibilidade desta remuneração a alterações no desempenho das empresas são afetados diferentemente segundo o tipo de conflito entre acionistas controladores e acionistas minoritários e entre acionistas e gestores, dado o nível de concentração da propriedade e em função de excesso de direitos de voto em relação aos direitos de fluxo de caixa.

Atributos de estrutura de propriedade, de um lado, motivam a natureza do conflito de agência entre agente e principal, podendo tal natureza originar diferenças na política de compensação dos executivos; compensações seriam empregadas como elemento de mitigação ou de aprofundamento de divergências entre agente e principal.

De um lado, em empresas sem acionista controlador, a concentração de propriedade pode reduzir ou elevar a necessidade de remuneração executiva atrelada ao desempenho, segundo particularidades da percepção de risco dos gestores; por outro, pode levar à elevação da remuneração de executivos como sinalização para que os gestores reduzam áreas de conflito com minoritários (KRAFT; NIEDERPRÜM, 1999). Neste caso, se buscaria alinhamento entre principal e agentes por via de incentivo aos gestores (MURPHY, 1998).

Em outra dimensão, a existência de acionista majoritário, ou de gestores ligados a acionista controlador, contribuiria para afetar o nível de remuneração executiva, seja como mecanismo de direcionamento de distribuição de lucros na forma de honorários, implicando em efeito entrincheiramento, o que implicaria em benefícios privados do controle (ERMEL; MONTE, 2015), ou o nível de compensação seria infenso a decisões dos acionistas majoritários, seja por que gestores, não se necessitando de incentivo ao desempenho (CORE; HOLTAUSEN; LARCKER, 1999; KRAFT; NIEDERPRÜM, 1999). O completo poder de voto do controlador e o excesso de direitos de voto sobre direitos ao caixa, na margem, reforçariam tal comportamento (BARONTINI; BOZZI, 2011; HASSEN; EL OUSKDI; OMRI, 2015).

Neste sentido, opta-se por não se testar hipótese explícita quanto à sensibilidade da política de compensação de executivos em empresas brasileiras à concentração de propriedade, ao controle societário, ao excesso de direitos ou a seu desempenho, tendo em vista não se ter detectado evidências consistentes acerca do tema em ambientes onde é mais comum o conflito de agência do tipo principal-principal; também não se identificaram proposições conceituais sobre os efeitos esperados; ademais, foram ressaltadas pesquisas que dão conta de mudanças em tais características no ambiente brasileiro; assim, toma-se o estudo em ótica exploratória quanto a tais evidências no ambiente específico descrito.

Analisaram-se informações de empresas cujas ações compunham o Índice Brasil 100 (IBRX 100) no período de 2013 a 2015, totalizando 92 empresas (272 observações-ano). Foram processados testes de diferença de média e estimação por meio de *FGLS* em painel desbalanceado, analisando o efeito dos atributos de concentração e controle de propriedade sobre a remuneração dos executivos, condicionado à sensibilidade desta remuneração ao desempenho operacional da firma.

A existência de acionista controlador e seus direitos a voto e a fluxos de caixa foram identificados pelo percentual de ações não disponíveis à negociação, considerando-se a existência de acionista controlador quando o *free float* de ações ordinárias for inferior a 50% (BRANDÃO; COELHO, 2016). A compensação dos executivos foi medida pelo logaritmo da remuneração total paga à diretoria executiva. A sensibilidade da remuneração ao desempenho foi mensurada pela relação entre incremento de remuneração no período, dado o incremento do valor de mercado no mesmo período (JENSEN; MURPHY, 1990).

Os achados indicam que a natureza dos conflitos de agência interfere na compensação dos gestores. Nas empresas com acionista controlador, em que o conflito de agência predomina nas relações entre acionistas controladores e acionistas minoritários (conflito principal-principal), observou-se que o maior poder de voto do controlador está relacionado com maior remuneração dos gestores e maior sensibilidade desta ao desempenho. Nas empresas sem acionista controlador, em que a remuneração é utilizada como mecanismo de mitigação de conflitos entre gestores e acionistas (conflito agente-principal), verifica-se que a concentração acionária reduz a remuneração dos executivos e a sensibilidade da remuneração ao desempenho.

2 SUPORTE TEÓRICO

Compensação de executivos é tida na literatura econômica e financeira como mecanismo de incentivo ao desempenho operacional e de mercado da firma, de modo a que gestores atuem no sentido de maximizar o valor da firma e, em última instância, maximizar a riqueza dos acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997); também já foi estudada como elemento de redução de riscos pela adesão dos gestores às metas dos acionistas (MURPHY, 1998).

A remuneração dos executivos, todavia, pode se classificar como custo de agência, ao se identificar que instrumentos de alinhamento de interesses ou de entrincheiramento da ação do principal dependam de atributos da estrutura de propriedade da empresa (CLAESSENS et

al, 2002; JENSEN; MECLING, 1976). A existência de acionista controlador, detentor de mais da metade das ações com direito a voto, é um primeiro aspecto da estrutura de propriedade que pode alterar a política de compensação de executivos, mesmo quando associada à sensibilidade ao desempenho operacional da empresa.

No mercado de capitais brasileiro predominam empresas com acionista controlador, nas quais os custos de agência decorrem de conflitos entre acionistas majoritários e minoritários (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013), do tipo de conflito principal-principal (YOUNG et al., 2008). Acionistas, nesta situação, mantêm o controle para exercer monitoramento total sobre a gestão, podendo usufruir de benefícios privados do controle, os quais não são partilhados com acionistas minoritários (DESENDER et al., 2013; CONNELLY et al., 2010).

O maior monitoramento do acionista controlador pode reduzir a influência de gestores sobre sua própria remuneração (BEBCHUK; FRIED, 2003). Neste contexto, o papel da remuneração de executivos como mecanismo de alinhamento de interesses é diminuído, (KRAFT; NIEDERPRÜM, 1999), o que deve levar à redução da sensibilidade de sua remuneração ao desempenho operacional da empresa (KE; PETRONI; SAFIEDDINE, 1999). Ao contrário, altos níveis de compensação podem indicar expropriação da riqueza dos minoritários, configurando benefícios privados do controle (ERMEL; MONTE, 2016; LA PORTA et al., 2000).

Já em estruturas sem acionista controlador o conflito de agência predominante se desloca para a relação entre acionistas e gestores. Em empresas com tal configuração societária, cujo número vem crescendo no mercado de capitais brasileiro, a remuneração de executivos terá o sentido de mecanismo de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores, sendo o contrato ótimo aquele que maximiza o risco neutro dos acionistas (MURPHY, 1998). Neste contexto, acionistas têm menor incentivo para monitorar a ação dos gestores (KE; PETRONI; SAFIEDDINE, 1999) e a remuneração variável baseada no desempenho do executivo é alternativa para contribuir com a redução de conflitos de agência, constituindo-se em custo de agência, aceito para se evitar custos de oportunidade devidos aos agentes (PINTO; LEAL, 2013; VICTOR, 2013).

Em estudos realizados no Brasil, Ermel e Monte (2016) relatam evidência de que a remuneração total de executivos é maior em empresas sem acionista controlador, considerando amostra de 224 empresas no período de 2010 a 2013. Ademais, identificaram que em empresas sem acionista controlador a concentração acionária não apresenta relação significativa com a remuneração dos executivos.

Victor (2013) identificou que após a obrigatoriedade de empresas brasileiras de capital aberto divulgarem dados sobre remuneração de executivos, a sensibilidade da remuneração ao desempenho da empresa foi superior em empresas que não contavam com acionista controlador. Crisóstomo e Brandão (2016) mostram evidência de que a adoção de práticas de governança corporativa relacionadas à diretoria executiva, incluindo remuneração variável e programas de *stock options*, é maior em empresas sem controlador definido.

Os conflitos de agência supracitados podem ser atenuados ou potencializados pela concentração acionária (ERMEL; MONTE, 2016). Neste sentido, concentração de direitos de voto e excesso de direitos de voto em relação a direitos de fluxos de caixa também podem afetar compensação de executivos de forma diferente nas empresas com e sem acionista controlador.

Quando existe acionista majoritário, à medida em que sua participação no capital total da empresa se eleva, benefícios privados do controle são menores, consoante afirmam Jensen e Meckling (1976), o que representaria alinhamento de interesses entre acionista controlador e acionistas minoritários, o qual reduziria a possibilidade de utilização de remuneração de executivos como mecanismo de expropriação dos acionistas minoritários. Neste contexto, a remuneração dos gestores diminuiria à medida em que o acionista majoritário tivesse maior participação no capital da empresa (HASSEN; EL OUSKDI; OMRI, 2015). O aumento dos

direitos de voto alinhado ao excesso de direitos de voto em relação a direitos de fluxo de caixa detidos pelo controlador, por outro lado, é visto como incentivo à expropriação, segundo Cueto (2013), o que aumenta a possibilidade de gastos com remuneração para gestores ligados ao acionista controlador serem utilizados como instrumento de expropriação da riqueza de minoritários (BARONTINI; BOZZI, 2011).

Quando não há controle definido, o aumento da concentração de direitos de voto é visto como mitigador do conflito entre acionistas e gestores, o que pode reduzir o poder de gestão dos executivos e melhorar a eficácia de sua compensação como mecanismo de alinhamento de interesses, diminuindo o montante de gastos com remuneração dos executivos (ELSTON; GOLDBERG, 2003; HASSEN; EL OUSKDI; OMRI, 2015) e aumentando a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho operacional da empresa (HAID; YURTOGLU, 2006; SUN; ZHAO; YANG, 2010). Kraft e Niederprüm (1999), contrariamente, argumentam que nestas empresas é necessário aumentar o custo para os executivos em caso de demissão, a fim de lhe proporcionar punição suficiente que não compense o risco de tomar decisões que não estejam de acordo com os interesses dos acionistas. Por este motivo, a remuneração e a sensibilidade desta ao desempenho seriam maiores quando a concentração de direitos de voto fosse menor (CONYON; HE, 2011).

Estudos anteriores realizados com empresas brasileiras analisaram influências entre concentração de direitos de voto e de fluxo de caixa e remuneração de executivos. Pinto e Leal (2013) reportam associação negativa entre concentração de propriedade e remuneração de executivos em amostra de 315 companhias listadas na BM&FBovespa. Corrêia, Amaral e Louvet (2014) concluíram por baixa evidência de que concentração de direitos de voto e diferenças entre fluxo de caixa e excesso de direitos de voto estejam relacionados à remuneração em 266 empresas listadas na BM&FBovespa entre 1997 a 2006. Anjos et al. (2015) identificaram que há associação negativa entre remuneração total de executivos e concentração acionária para amostra de 144 empresas no ano de 2012.

A literatura teórico-empírica apresenta argumentos e achados conflitantes acerca da influência da composição da estrutura de propriedade sobre a remuneração dos executivos. Ademais, não se investigou interação a partir de implicações dos diferentes tipos de conflito de agência sobre a remuneração executiva, conflitos decorrentes essencialmente do arranjo societários da firma.

No mercado de capitais brasileiro, em que existem empresas com acionista controlador, a estrutura de propriedade de cada empresa pode ser aspecto relevante para se identificar o tipo de conflito de agência predominante e, por consequência, o papel da remuneração dos executivos como custo de agência de incentivo para mitigação do conflito ou para suportar benefícios privados do controle.

3 MÉTODOS

3.1 Amostra e dados

A amostra da pesquisa foi o conjunto de empresas cujas ações compunham o Índice Brasil 100 da BM&FBovespa (IBRX-100) em outubro de 2016, representando carteira teórica das ações mais líquidas e com maior volume de negociação da BM&FBovespa, dando consistência à utilização do atributo relacionado ao valor de mercado das empresas. As informações referem-se a 2013 a 2015, de modo a se obter número significativo de observações por ano, dado que existem empresas que atualmente compõem o IBRX-100 e apenas abriram seu capital após 2011. Com a exclusão de observações que não dispunham de todos os dados necessários ao processamento das análises, a amostra final ficou composta por 92 empresas, correspondente a 272 observações-ano.

Vinte e oito empresas foram classificadas em pelo menos um dos três anos como sem acionista controlador, totalizando 79 observações-ano. Outras 67 empresas (193 observações-ano) apresentaram direitos de voto $\geq 50\%$, o que indica presença de acionista controlador. Ressalte-se que três empresas apresentaram tal comportamento em 2013 e direitos de voto $\leq 50\%$ nos anos seguintes, e por isso foram classificadas de forma diferente em cada ano.

Os dados relativos à remuneração de executivos foram coletados do Sistema de Informações Corporativas (SinC), banco de dados da Universidade Federal do Ceará que agrega informações públicas referentes às companhias de capital aberto registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Informações financeiras, classificação setorial das empresas e elementos sobre estrutura de propriedade foram extraídos do banco de dados Economática®.

3.2 Modelos empíricos e variáveis de estudo

Os efeitos da estrutura de propriedade sobre compensação de executivos foram tratados em dois modelos empíricos. Pela regressão (1) objetivou-se testar a dependência da remuneração paga aos executivos a atributos de estrutura de propriedade alegados como contendo representatividade para expressar conflitos de agência:

$$\ln REM_{i,j} = \alpha_0 + \alpha_1 \sum PROP_{i,j} + \alpha_2 \sum CONT_{i,j} + \varepsilon_{i,j} \quad (1)$$

Onde:

$\ln REM_{i,j}$ = remuneração paga anualmente aos executivos da empresa i no período j expressa por seu logaritmo natural;

$\sum PROP_{i,j}$ = vetor das variáveis de atributos de estrutura acionária da empresa i no período j ;

$\sum CONT_{i,j}$ = vetor de variáveis não observáveis, passíveis de influenciar a relação estudada;

$\varepsilon_{i,j}$ = termo de erro da regressão.

A regressão (2), por seu turno, foi empregada para verificar se características de estrutura acionária influenciam a sensibilidade da remuneração ao desempenho operacional da empresa:

$$\Delta REM_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 \Delta VM_{i,j} + \beta_2 \Delta VM_{i,j} * PROP_{i,j} + \beta_3 \sum CONT_{i,j} + \varepsilon_{i,j} \quad (2)$$

Onde:

$\Delta REM_{i,j}$ = variação em unidades monetárias na remuneração dos executivos da empresa i no período j em relação ao período $j-1$;

$\Delta VM_{i,j}$ = variação em milhares de unidades monetárias no valor de mercado da empresa i no período j em relação ao período $j-1$;

$\sum \Delta VM_{i,j} * PROP_{i,j}$ = vetor de variáveis de interação entre variação do valor de mercado e atributos de estrutura acionária da empresa i no período j ;

$\sum CONT_{i,j}$ = vetor de variáveis não observáveis, passíveis de influenciar a relação estudada;

$\varepsilon_{i,j}$ = termo de erro da regressão.

Os atributos da estrutura de propriedade ($PROP_{i,j}$) foram representados por concentração de direitos de voto, excesso de direitos de voto sobre direitos a fluxos de caixa e por existência de acionista majoritário.

A concentração de direitos de voto (CVOT) foi estimada pelo percentual de ações ordinárias que não estavam em circulação no final do ano correspondente a cada observação (1

– *free float ON*), onde (*free float ON*) mede o percentual de ações ordinárias em circulação, conforme Brandão e Coelho (2016).

O excesso de direitos de voto sobre direitos a fluxos de caixa (EXVOT), de forma similar, foi operacionalizado pela diferença entre o percentual de ações ordinárias fora de circulação ($1 - \textit{free float ON}$) e o percentual de ações totais fora de circulação ($1 - \textit{free float total}$), ponderada pelo percentual de ações ordinárias fora de circulação, onde (*free float total*) mensura o total de ações em circulação.

A presença de acionista controlador foi identificada através de variável binária (SCONTR) que toma valor 1 quando $(1 - \textit{free float ON}) \leq 50\%$ (empresa sem acionista controlador) e zero quando $(1 - \textit{free float ON}) \geq 50\%$ (empresa com acionista majoritário).

Optou-se pela métrica utilizando o conceito de *free float* por se tratar de indicador explícito de acionistas que não detêm o controle de propriedade da empresa (CAIXE; MATIAS; OLIVEIRA, 2013). A métrica ($1 - \textit{free float}$) representa, neste sentido, percentual de ações que pode conter tanto acionistas controladores, como concentração acionária que permitiria decisões estritas de membros da administração e de investidores estratégicos em empresas sem acionista controlador.

Com base no trabalho de Jensen e Murphy (1990), se mensura a sensibilidade da remuneração ao desempenho operacional da firma pelo coeficiente β_1 da regressão (2), que representa a reação do incremento por unidade monetária da remuneração dos executivos para o acréscimo por mil unidades monetárias no valor de mercado da empresa.

Ao modelo de Jensen e Murphy (1990) foi adicionada variáveis interativas da variação do valor de mercado com as variáveis de estrutura de propriedade ($\Delta VM * PROP_{i,j}$). Assim, a significância estatística do coeficiente β_2 da regressão (2) indicará impacto marginal de concentração e controle de propriedade às variações da remuneração de executivos.

Nas duas regressões se adicionaram variáveis de controle, à guisa de representar fatores não observáveis. Na regressão (1) se consideraram o valor de mercado da empresa, operacionalizado por seu logaritmo natural (LnVM), o tamanho da empresa, operacionalizado pelo logaritmo natural do ativo total (LnTAM), o ano da observação (ANO) e o setor de atividade (SETOR). Já na regressão (2) foram inseridas como variáveis de controle o tamanho da empresa em ativos (TAM), o ano da observação (ANO) e o setor de atividade (SETOR).

3.4 Procedimentos econométricos

Para responder à questão de pesquisa foram analisados testes de diferença de média e estimações. Os testes de diferença de média foram processados segmentando as empresas em grupos, segundo a presença de acionista controlador ou não, quanto à remuneração da diretoria, valor de mercado, variação do valor de mercado, tamanho e concentração de propriedade.

Por meio de estimação de coeficientes com utilização da modelagem *Feasible Generalized Least Squares (FGLS)* foram processados os modelos dispostos nas regressões (1) e (2). Os processamentos envolveram a amostra total da pesquisa, com formulações específicas quanto à estrutura de propriedade, destacando: presença de acionista controlador; concentração de direitos de voto; e excesso de direitos de voto.

As estimações também foram realizadas para os dois grupos de empresa, com e sem acionista controlador, destacando no que tange a atributos de propriedade concentração de direitos de voto e excesso de direitos de voto.

Dos pressupostos inerentes às análises de regressão, a homocedasticidade e a ausência de auto correlação dos resíduos foram endereçadas pelo uso da modelagem FGLS (WOOLDRIDGE, 2002). A ausência de multicolinearidade foi constatada pela baixa correlação de *Pearson* entre as variáveis independentes e pela estatística VIF. A normalidade dos resíduos

foi apontada pelo teste de Kolmogorov-Smirnov e a linearidade das relações entre variáveis dependentes e independentes foi identificada por análise de gráficos.

4 RESULTADOS

4.1 Análise univariada dos atributos

Na Tabela 1 se caracteriza a distribuição dos segmentos divididos em empresas com e sem controle, testando-se diferença entre eles por meio teste t de igualdade de média.

Empresas com acionista controlador se caracterizam por diretorias executivas mais numerosas, apresentando, menor remuneração *per capita* quando comparadas com empresas sem acionista controlador; por outro lado, enquanto há maior homogeneidade na quantidade de diretores para aquelas sem controle, a remuneração *per capita* é bem mais homogênea naquelas controladas. A remuneração total é bem mais dispersa neste último grupo.

Tabela 1: Empresas com acionista controlador *versus* empresas sem acionista controlador

Atributos	Amostra total N = 272		Sem controlador N = 79		Com controlador N= 193		Teste t
	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão	
Tamanho da diretoria executiva (em número de diretores)							
Quantidade de membros	8,1	10,3	6,7	3,1	8,6	12,0	-2,07**
Remuneração da diretoria executiva (em R\$ mil)							
Remuneração total	29990,4	56413,3	25757,3	17193,5	31723,1	66041,0	-1,16
Remuneração per capita	3397,4	2570,7	4131,2	2640,7	3097,0	286,4	3,06***
ΔRemuneração total	2644,3	11034,0	3097,2	8553,0	2458,8	11916,6	0,43
ΔRemuneração per capita	343,2	1396,9	471,1	1606,5	290,8	1302,3	0,97
Valor de mercado e tamanho (em R\$ milhão)							
Valor de mercado	20680,4	40274,0	10070,1	11109,1	25023,6	46625,8	-4,18***
ΔValor de Mercado	-1516,0	10218,2	224,5	3972,8	-2228,4	11798,4	2,56**
Ativo total	76478,6	23669,9	14646,9	19080,9	101788,0	276972,8	-4,35***
Estrutura de propriedade (em %)							
Concentração de votos	55,2	27,8	18,6	16,4	70,2	14,2	-24,45***
Excesso de direito de voto	12,2	20,3	0,0	0,0	17,1	22,2	-10,72***

Nota: ** e *** indicam significância estatística de 5% e 1%, respectivamente.

Já a variação da remuneração paga a executivos de empresas com acionista controlador não é estatisticamente diferente da remuneração paga a executivos de empresas em que não há controle acionário definido.

Quando se compara o tamanho em ativos e em valor de mercado observa-se que empresas com acionista controlador são maiores embora perdendo valor no período analisado, ao passo que empresas sem acionista controlador, embora menores na média, mostraram-se com crescimento em valor de mercado. Evidências apontam tamanho da firma como importante determinante da remuneração executiva (FUNCHAL, 2005); deste modo, esperava-se que empresas com acionista controlador apresentassem maior remuneração executiva, assim como apresentam maior número de executivos, o que não se confirma na amostra sob estudo.

A média da concentração de direitos de voto das empresas com acionista controlador é de 70%, com 17% de excesso de direitos de voto. Nas empresas sem acionista controlador, a média da concentração de direitos de voto é de apenas 19%, não se visualizando, ademais, excesso de direitos de voto em relação aos direitos de fluxo de caixa, dado que a estrutura societária é composta apenas por ações ordinárias. Tal situação deve contribuir para que exista menor conflito de agência entre acionistas, exacerbando o conflito entre acionistas e gestores, em outra direção.

Característica marcante na amostra é a extrema variabilidade nos atributos das empresas com controlador, com desvios-padrão muito superiores aos da amostra daquelas sem controle definido, homogêneas em todas as variáveis analisadas.

4.2 Atributos de propriedade e remuneração executiva

Na Tabela 2 estão dispostos os achados sobre a associação explícita entre atributos de propriedade e nível de remuneração de executivos, onde se observam coeficientes significantes revelando, em princípio, que a compensação de executivos se mostra dependente da estrutura de propriedade na amostra brasileira investigada. Tal comportamento contrasta a análise univariada, já se mostrando como indício de que esses atributos de propriedade diferenciam o comportamento do nível de remuneração dos executivos no Brasil.

Tabela 2: Remuneração de executivos e atributos de propriedade

Atributos	Amostra total (1)	Sem controlador (2)	Com controlador (3)
Concentração de VOTO	-0,05	-1,85***	1,53***
Excesso de VOTOS/CAIXA	-1,06***	-	-1,62***
Ausência de CONTROLADOR	0,42*	-	-
Valor de Mercado	0,24***	0,41***	0,16*
Ativo total	0,34***	0,12	0,49***
ANO	Sim	Sim	Sim
SETOR	Sim	Sim	Sim
Empresas	92	28	67
Observações	272	79	193
Wald χ^2	245,48***	159,53***	218,42***

Notas: Análise de regressão com modelagem *feasible generalized least squares* (FGLS).

Modelo: $LnREM_{i,j} = \alpha_0 + \alpha_1 \sum PROP_{i,j} + \alpha_2 \sum CONT_{i,j} + \varepsilon_{i,j}$

- $LnREM_{i,j}$: logaritmo natural da remuneração total anual da diretoria executiva;
- $\sum PROP_{i,j}$: concentração de direitos de voto (*CVOT*), excesso de direitos de voto (*EXVOT*) e ausência de acionista controlador (*SCONTR*);
- $\sum CONT_{i,j}$: logaritmo natural do valor de mercado (*LnVM*), logaritmo natural do ativo total (*LnTAM*) e *dummies* para ANO e SETOR.

*, ** e *** indicam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Quando processada a amostra com todas as empresas confirma-se que o tamanho, nas formulações utilizadas, afeta positivamente a compensação a executivos, sendo sinal possível para reação dos valores de remuneração ao desempenho da firma; para os atributos de interesse, observa-se que excesso de direitos de voto exibe relação negativa e significativa com remuneração executiva. Isto é, a existência de acionistas preferenciais contribui para redução dos pagamentos a executivos apenas decorrente de tal condição.

A concentração de votos, por outro lado, não influencia a remuneração executiva nas empresas ao se considerar o conjunto das empresas; a ausência de acionista controlador, por seu turno, propõe relação positiva e significativa com compensação aos executivos.

Os achados em conjunto corroboram o argumento de que em firmas com presença de acionista controlador se pratica menor nível de remuneração executiva, já que a gestão se confunde com o majoritário, não existindo conflito aparente de agência com os executivos.

Sobre o conflito majoritário/minoritário, próprio de tal estrutura de propriedade, não se identifica incentivo à atuação dos gestores, uma vez que o excesso de votos também se apresenta negativo em relação à remuneração dos executivos, valendo dizer que os controladores não carecem de ação explícita gerencial para dirimir tal conflito. Ressalte-se que

não foi considerado na mensuração do excesso de direitos de voto a utilização de estruturas piramidais de propriedade, comum nas empresas brasileiras (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007) e também visto como incentivo à expropriação (CUETO, 2013).

Neste caso, a gestão funciona como mecanismo de disposição de interesses com a propriedade e o controle, reduzindo-se a necessidade de maiores incentivos financeiros à diretoria executiva (KE; PETRONI; SAFIEDDINE, 1999); ressalte-se que neste caso se caracteriza aprofundamento de conflito de agência com sinais de entrenchamento do majoritário/gestor.

Na ausência de acionista controlador, o conflito de agência entre acionistas e gestores (principal/agente) eleva a necessidade de incentivos financeiros para que gestores sejam incentivados a aderir aos objetivos dos acionistas, por meio de aumento em gastos com compensação a executivos, caracterizando-se custos de agência e não despesas econômicas.

Tal inferência é confirmada no processamento do teste com amostras segmentadas; as estimativas indicam que excesso de direitos de voto implica em remuneração reduzida para gestores. Neste sentido, não há indícios de que controladores, sobrepostos à gestão e com excesso de direito de voto, necessitem compensar executivos, para incentivar sua adesão às metas dos majoritários, seja para fins de expropriação de riqueza de minoritários, seja para alinhar redução de conflito de agência entre eles.

Na amostra de empresas com acionista controlador, a concentração de direitos de voto apresenta influência positiva no montante da remuneração dos executivos, apresentando-se, contudo, relação negativa e significativa quando se trata da amostra das firmas sem acionista controlador, implicando em que, se considerando apenas a concentração de votos maior dispersão de propriedade leva a maior compensação de executivos; neste caso, se caracteriza o custo de agência associado a minorar conflito principal/agente, no sentido de incentivo ao alinhamento de interesse entre as partes consideradas.

Dentre as firmas com controle definido, nota-se que a concentração em si tende a indicar maior nível de remuneração, que se interpreta como extração de benefícios privados do controle, já que tal remuneração se destina aos próprios acionistas, majoritários e maiores responsáveis pelo nível de concentração de votos.

4.3 Atributos de propriedade e sensibilidade de remuneração executiva a desempenho

Na Tabela 3 estão apresentados os achados que ampliam a visão da interação entre atributos de propriedade e compensação de executivos, adicionando-se medida de sensibilidade entre remuneração de executivos e desempenho de mercado da firma; neste caso, interessa a contribuição marginal dos conflitos de agência a prêmios por desempenho econômico.

Examinando-se especificamente a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado da empresa (formulações 1, 3 e 5) atesta-se que há relação positiva entre variação da remuneração e variação do valor de mercado para o conjunto da amostra, corroborando Jensen e Murphy (1990).

Tal sensibilidade não se mantém para as firmas sem controlador (formulação 3), inferindo-se que o comportamento de incrementos em compensações não está associado às variáveis estritamente econômicas de desempenho da empresa. Deste modo, abre-se espaço para averiguar se há influência de ação decorrente de conflitos de agência associados à estrutura de propriedade na definição de incentivos financeiros ao gestor, especialmente nas empresas com controlador.

Tal comportamento se reafirma no exame das formulações que interagem o desempenho econômico com as variáveis representativas de conflitos de agência (2, 4, 6); a sensibilidade entre remuneração e desempenho apresenta-se negativa, sendo positiva apenas na amostra com firmas sem controlador; a compensação a executivos ajusta-se, portanto a condições específicas de estruturas de propriedade.

Tabela 3: Sensibilidade de remuneração a desempenho e atributos de propriedade

Atributos	Amostra total		Sem controlador		Com controlador	
	1	2	3	4	5	6
Variação do valor de mercado (ΔVM)	0,33***	-1,67***	0,42	0,84**	0,32***	-2,52***
Concentração de VOTO * ΔVM	-	3,20***	-	-3,53*	-	4,52***
Excesso de VOTOS/CAIXA * ΔVM	-	-1,03**	-	-	-	-1,40***
Ausência de CONTROLADOR * ΔVM	-	1,48***	-	-	-	-
Ativo total	0,01***	0,01***	0,00	0,06	0,01***	0,01***
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Empresas	92	92	28	28	67	67
Observações	272	272	79	79	193	193
Wald χ^2	9,58***	57,81***	13,51	17,38	32,96**	65,88***

Notas: Análise de regressão com modelagem *feasible generalized least squares* (FGLS);

$$\text{Modelo: } \Delta REM_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 \Delta VM_{i,j} + \beta_2 \sum \Delta VM_{i,j} * PROP_{i,j} + \beta_3 \sum CONT_{i,j} + \varepsilon_{i,j}$$

- o $\Delta REM_{i,j}$: variação da remuneração total anual da diretoria executiva;
 - o $\Delta VM_{i,j}$: variação do valor de mercado;
 - o $\sum \Delta VM_{i,j} * PROP_{i,j}$: variáveis interativas de ΔVM com concentração de direitos de voto (CVOT* ΔVM), com excesso de direitos de voto (EXVOT * ΔVM) e ausência de acionista controlador (SCONTR* ΔVM);
 - o $\sum CONT_{i,j}$: tamanho da empresa em ativos (TAM) e *dummies* para ANO e para SETOR.
- *, ** e *** indicam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Ao explorar a interação entre sensibilidade e concentração de votos, nota-se que este atributo passa a ter influência positiva sobre alterações de remuneração em detrimento da sensibilidade ao desempenho, cujo sinal se inverte tanto na amostra total quanto nas firmas com controlador, mostrando-se que o maior interesse é aumentar honorários do majoritário (ou de seus representantes); nos dois casos, o excesso de votos contrabalança o movimento, valendo dizer que outros mecanismos de benefícios privados do controle podem estar sendo acionados.

Focando-se nas firmas sem controlador, a interação manifesta-se negativa, embora se identifique impacto positivo do desempenho sobre a remuneração, corroborando o comentário anterior de que a concentração de votos influencia a remuneração, apontando para motivos vinculados à redução de conflitos de agência e não ao desempenho (CONYON; HE, 2011).

Contudo, interpreta-se a influência positiva do desempenho como adoção de práticas de alinhamento, mesmo por que maior dispersão de propriedade conduz a prêmios por maior variação no desempenho dos executivos. Tal interpretação se confirma pela relação positiva entre ausência de controlador e incrementos de remuneração.

Já nas firmas com acionista majoritário tal incentivo não parece se associar prioritariamente ao desempenho de mercado, quando se analisa a interação, pois a relação é positiva e significativa em relação à concentração de votos, neste caso incentivando a remuneração dos executivos controladores pelo seu papel de majoritário; tal comportamento está em linha com a não existência de conflitos principal-principal, dado que o controlador é o executivo da empresa, e os demais acionistas não conseguem derrotar suas posições em votações da Assembleia, caracterizando benefícios privados do controle.

Estimações adicionais, não reportadas, indicaram que a relação entre desempenho de mercado e remuneração executiva nas empresas com acionista controlador não é significativa

quando há perda de valor, e é potencializada positivamente quando há aumento do valor de mercado. A interação do excesso de direito de voto com o valor de mercado apresenta relação negativa e significativa, tanto na amostra total quanto nas empresas com acionista controlador.

Uma vez que o excesso de direitos de voto do acionista controlador também está negativamente relacionado com o montante de remuneração paga aos executivos, não se pode inferir que a utilização de ações preferenciais está contribuindo para o incremento de remuneração; o usufruto de benefícios privados de controle, ao contrário do que a literatura preconiza (BARONTINI; BOZZI, 2011), não depende de incentivos aos executivos, pois seu incentivo é institucional pela condição de controlador.

5 CONCLUSÃO

O objetivo da pesquisa foi investigar se estrutura de propriedade pode definir influência em conflitos de agência entre acionistas, gestores, majoritários e minoritários, a partir de sua interação com determinantes de compensação a executivos baseada no desempenho das empresas, em amostra de firmas listadas na BM&FBovespa.

Em síntese, os achados indicaram que atributos da estrutura de propriedade afetam tanto o nível quanto a variação de remuneração executiva, o que explica situações de conflitos de agência. Vale dizer que o tipo e a magnitude do conflito de agência predominante nas empresas (agente-principal ou principal-principal) condicionam a remuneração de executivos, confirmando seu papel, consoante indicado na teoria da agência (CORE; HOLTAUSEN; LARCKER, 1999; ERMEL; MONTE, 1999; HASSEN; EL OUSKDI; OMRI, 2015).

Observaram-se maiores gastos com remuneração dos executivos nas empresas sem acionista controlador, que se entende seja para mitigar conflitos entre acionistas e gestores via incentivos financeiros. Nestas empresas, de outra parte, a concentração de direitos de voto funciona como mecanismo de entrincheiramento, dado que indica menor remuneração executiva com a compensação dos executivos sendo mais baseada no desempenho de mercado.

Nas empresas com acionista controlador verifica-se que a remuneração dos executivos é inferior e menos ligada ao desempenho de mercado em comparação com empresas sem acionista controlador. Por outro lado, a concentração de voto dos controladores agrava a possibilidade de conflitos de agência entre controladores e minoritários, uma vez que a remuneração e a sensibilidade desta ao desempenho de mercado é associada à concentração de voto por parte do controlador, o que também sugere efeito entrincheiramento.

Assim, o efeito alinhamento se faz sentir com dispersão de votos, ausência de controlador e de excesso de direitos de voto sobre direitos a fluxos de caixa; tal assertiva se fundamenta na relação positiva e significativa de dispersão com remuneração, suplantando o efeito eficiência econômica na definição de níveis de compensação de executivos.

A pesquisa apresenta limitações. A amostra não probabilística e o período analisado, de turbulência na economia brasileira, inviabilizam a generalização dos resultados. A utilização de período maior e amostra aleatória podem se aproximar mais da realidade do mercado de capitais brasileiro. Para melhor visualização do excesso de direitos de voto sobre direitos de fluxos de caixa e seus efeitos sobre a compensação dos executivos sugere-se a investigação de estruturas piramidais de propriedade. Problemas de endogeneidade podem ser mitigados com o emprego de técnicas estatísticas mais robustas.

Por fim, pesquisas futuras podem investigar a estrutura de propriedade e os conflitos de agência, para explicar estrutura e composição do conselho de administração, independência dos órgãos internos de fiscalização e de controle, bem como práticas de governança corporativa.

REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, abril/junho 2007.
- ANJOS, L. M. A. et al. Relações entre controle acionário e remuneração de executivos. **Enfoque: reflexão contábil**, v. 34, n. 1, p.45-56, 2015.
- BARONTINI, R.; BOZZI, S. Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. **Journal of Management & Governance**, v. 15, n. 1, p. 59-89, 2011.
- BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive compensation as an agency problem. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, p. 71-92, 2003.
- BRANDÃO, I. F.; COELHO, A. C. D. Estrutura de propriedade e desempenho econômico-financeiro em instituições bancárias listadas na BM&FBovespa. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 8, n. 1, 2016.
- CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging Markets Review**, v. 15, p. 1-33, 2013.
- CLAESSENS, S. et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.
- CONNELLY, B. L. et al. Ownership as a form of corporate governance. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 8, 2010.
- CONYON, M. J.; HE, L. Executive compensation and corporate governance in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 4, p. 1158-1175, 2011
- CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 3, p. 371-406, 1999.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 1, p. 2-37, 2014.
- CRISOSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F. The nature of ultimate owner matters for the quality of corporate governance system. ENCONTRO DA ANPAD, XL. In: **Anais...**, Costa do Sauípe, 25 a 28 de setembro de 2016.
- CUETO, D. C. Substitutability and complementarity of corporate governance mechanisms in Latin America. **International Review of Economics & Finance**, v. 25, p. 310-325, January 2013.
- DESENDER, Kurt A. et al. When does ownership matter? Board characteristics and behavior. **Strategic Management Journal**, v. 34, n. 7, p. 823-842, 2013.

ERMEL, M. D. A.; MONTE, P. A. Controle acionário, remuneração de executivos e desempenho empresarial: evidências para o mercado brasileiro. **EAESP - Textos para Discussão**. 2016.

ELSTON, J. A.; GOLDBERG, L. G. Executive compensation and agency costs in Germany. **Journal of Banking & Finance**, v. 27, n. 7, p. 1391-1410, 2003.

FUNCHAL, J. A. **Determinantes de remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas**. 2005. 175 f. 2005. Tese de Doutorado. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2015.

HART, O.; HÖLMSTROM, B. **The theory of contracts**. Working paper. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology, 1986.

HAIID, A.; YURTOGLU, B. B. **Ownership structure and executive compensation in Germany**. SSRN, 2006. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.948926>>. Acesso em 17. Jun. 2017.

HASSEN, R. B.; EL OUAQDI, J.; OMRI, A. Executive compensation and ownership structure. **The Journal of Applied Business Research**, V. 31, n. 1, March/April 2015.

HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Estrutura de Propriedade em Firms Brasileiras: Trajetória entre 1998 -2012. **Revista de Finanças Aplicadas**. v. 3, 2014, p. 1-39, 2014.

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

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

CAIXE, D. F.; MATIAS, A. B.; OLIVEIRA, S. V. W. B. Free Float e valor de mercado corporativo: um estudo do período de 2001 a 2010. **Organizações e Sociedade**, v. 20, n. 67, p. 733-751, 2013.

KATO, T.; LONG, C. Executive compensation, firm performance, and corporate governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen Stock exchanges. **Economic development and cultural change**, v. 54, n. 4, p. 945-983, 2006.

KE, B.; PETRONI, K.; SAFIEDDINE, A. Ownership concentration and sensitivity of executive pay to accounting performance measures: Evidence from publicly and privately-held insurance companies. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, n. 2, p. 185-209, 1999.

KRAFT, K.; NIEDERPRÜM, A. Determinants of management compensation with risk-averse agents and dispersed ownership of the firm. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 40, n. 1, p. 17-27, 1999.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.

- LIPPERT, R. L.; MOORE, W. T. Compensation contracts of chief executive officers: determinants of pay-performance sensitivity. **Journal of Financial Research**, v. 17, n. 3, p. 321-332, 1994.
- MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 38, n. 2, p. 163-184, 1995.
- MURPHY, K. J. Executive compensation. **Handbook of Labor Economics**, v. 3, p. 2485-2563, 1998.
- PINTO, M. B.; LEAL, R. P. C. Ownership concentration, top management and board compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 17, n. 3, p. 304-324, 2013.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SUN, S. L.; ZHAO, X.; YANG, H. Executive compensation in Asia: A critical review and outlook. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 27, n. 4, p. 775-802, 2010.
- VICTOR, F. S. **Estrutura de propriedade e remuneração executiva: efeitos diretos e indiretos da regulamentação**. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Escola de Administração. Programa de Pós-Graduação em Administração. Porto Alegre, UFRGS, 2013.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Massachusetts - EUA: MIT Press, 2002.
- YOUNG, M. N. et al. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal–principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.