

Quais as características dos executivos e como eles são remunerados?

Jean Carlo Rissatti (UFSC) - rissatti.jean@gmail.com

João Antônio Salvador de Souza (UFSC) - jass26salvador@gmail.com

Ernesto Fernando Rodrigues Vicente (UFSC) - ernesto.vicente@ufsc.br

José Alonso Borba (UFSC) - j.alonso@ufsc.br

Resumo:

Utilizados como mecanismos para minimizar o conflito de interesses, os instrumentos de remuneração executiva estão associados às metas das empresas bem como as características dos gestores. Este artigo tem como objetivo identificar os tipos de remuneração executiva no mercado acionário brasileiro e qual a relação destes com as características dos gestores. A amostra do estudo foi composta pelas companhias abertas que integravam o índice Ibovespa de 2017. Os dados perfizeram o período de 2013 a 2016, sendo as variáveis de remuneração e característica dos conselheiros coletadas manualmente dos formulários de referência divulgados pelas companhias. Para analisar as informações foram utilizadas tabelas dinâmicas, análise gráfica e medidas de intensidade de relação entre variáveis (Pearson e Spearman). Foram identificados cinco instrumentos que compõem a remuneração fixa e sete que integram a remuneração variável. As evidências indicam que a remuneração baseada em ações aumentou entre os anos analisados. Foram analisados 1.045 executivos em 2013, 1.026 em 2014, 1.005 em 2015 e 1.015 em 2016. Dentre as características dos membros dos conselhos, foi possível verificar que a presença feminina torna os conselhos mais conservadores quanto de sua remuneração, optando assim, pela remuneração fixa ao invés de instrumentos variáveis. Também há indícios de que conselheiros com maior grau de instrução são avessos ao pagamento baseado em ações. Os achados são úteis para os participantes do mercado, que podem relacionar seus investimentos em perspectivas de curto ou longo prazo, devido o perfil dos executivos e seus tipos de remunerações.

Palavras-chave: *Conflito de interesses, Remuneração executiva, Pagamento baseado em ações*

Área temática: *Abordagens contemporâneas de custos*

Quais as características dos executivos e como eles são remunerados?

Resumo

Utilizados como mecanismos para minimizar o conflito de interesses, os instrumentos de remuneração executiva estão associados às metas das empresas bem como as características dos gestores. Este artigo tem como objetivo identificar os tipos de remuneração executiva no mercado acionário brasileiro e qual a relação destes com as características dos gestores. A amostra do estudo foi composta pelas companhias abertas que integravam o índice Ibovespa de 2017. Os dados perfizeram o período de 2013 a 2016, sendo as variáveis de remuneração e característica dos conselheiros coletadas manualmente dos formulários de referência divulgados pelas companhias. Para analisar as informações foram utilizadas tabelas dinâmicas, análise gráfica e medidas de intensidade de relação entre variáveis (Pearson e Spearman). Foram identificados cinco instrumentos que compõem a remuneração fixa e sete que integram a remuneração variável. As evidências indicam que a remuneração baseada em ações aumentou entre os anos analisados. Foram analisados 1.045 executivos em 2013, 1.026 em 2014, 1.005 em 2015 e 1.015 em 2016. Dentre as características dos membros dos conselhos, foi possível verificar que a presença feminina torna os conselhos mais conservadores quanto de sua remuneração, optando assim, pela remuneração fixa ao invés de instrumentos variáveis. Também há indícios de que conselheiros com maior grau de instrução são avessos ao pagamento baseado em ações. Os achados são úteis para os participantes do mercado, que podem relacionar seus investimentos em perspectivas de curto ou longo prazo, devido o perfil dos executivos e seus tipos de remunerações.

Palavras – chave: Conflito de interesses, Remuneração executiva, Pagamento baseado em ações.

Área temática: Abordagens contemporâneas de custos

1 Introdução

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

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

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

Na tentativa de minimizar o conflito de agência e alinhar os interesses entre as partes relacionadas, as companhias passaram a estruturar pacotes de remuneração aos executivos. O instrumento de remuneração baseado em ações, tal como os planos de stock options, que consistem em oferecer aos empregados a opção de compra de ações a valores abaixo do mercado, podem minimizar os problemas de agência (FIRTH; TAM; TANG, 1999). Neste contexto, Oliva e Albuquerque (2007) identificaram que há alinhamento entre estrutura de governança corporativa (GC) e sistema de remuneração dos executivos.

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

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

Na presente pesquisa pretende-se responder a seguinte questão: quais são os tipos de remuneração baseadas em ações e como estas se relacionam com as características dos gestores? Deste modo, o objetivo do trabalho é identificar os tipos de remuneração executiva no mercado acionário brasileiro, tal como relacionar esses tipos com as características endógenas dos tomadores de decisão.

Para atender aos objetivos da pesquisa, foram selecionadas as 59 empresas que integravam o índice Ibovespa de 2017. As informações foram coletadas manualmente no formulário de referencia (FR), perfazendo os anos de 2013 a 2016. Inicialmente, a remuneração executiva foi segregada em fixa e variável, após identificou-se quais os tipos de remunerações variáveis. Também foram levantadas as características dos executivos através de análise

documental dos FR.

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

Os resultados podem ser úteis para os participantes do mercado. Estes, identificando como as empresas remuneram, podem relacionar seus investimentos em perspectivas de curto ou longo prazo. Os achados também auxiliam os reguladores a monitorar as práticas de remuneração das empresas.

2 Referencial Teórico

2.1 Conflito de Interesse

Os acionistas buscam nas políticas adotadas pelos executivos aumento de valor de suas participações, porém esses podem se engajar em atividades que acentuam o conflito de interesses em relação aos acionistas e o diretor executivo da empresa (JENSEN; MURPHY, 1990).

Na tentativa de minimizar o conflito existente, Jensen e Meckling (1976) mostram que com base na teoria da agência, existem técnicas para melhor alinhamento de interesses. Corroborando nessa ideia, Balsam (2002) diz que o objetivo de um plano de remuneração de executivos é alinhar os interesses dos executivos com os das partes interessadas, porém é preciso um plano de compensação bem estruturado, pois um plano considerado inadequado pode desmotivar o executivo e também desperdiçar recursos da companhia. Para atender a esta conjectura, Lipman e Hall (2008) propõem como devem ser incluídas, nos planos de remuneração, componentes patrimoniais aos de caixa para melhor alinhamento de interesses.

Os planos de remuneração são considerados instrumento da GC. As empresas buscam implantar melhores incentivos para alinhamento de interesses como retenção de pessoal qualificado. Segundo Bebchuck e Fried (2004) distúrbios causados pela remuneração de executivos decorrem de problemas básicos de governança, uma vez que os incentivos para aumentar o valor para os acionistas não são considerados suficientes.

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

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

2.2 Remuneração

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

organização atrai.”

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

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

Diversas recomendações são feitas a respeito da elaboração dos pacotes de remuneração, contudo não existe escolha única para um incentivo de capital, pois o incentivo depende da filosofia e cultura da empresa e seu plano estratégico (LIPMAN; HALL, 2008).

2.2.1 Pagamento baseado em ações

O pagamento baseado em ações passou a ter relevância como atenuante do conflito de interesses. Mais especificamente, as *stock options* surgiram na década de 80, com o objetivo de atrelar a compensação com o preço das ações e assim dar aos executivos incentivo que aumentasse o valor para os acionistas (FRYDMAN; JENTER, 2010)

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

Aspecto importante levantado por Lipman e Hall (2008), a porcentagem de remuneração baseada em ações não deve ser substancialmente elevada, para evitar o foco dos executivos exclusivamente no aumento do preço das ações da empresa. Todavia os autores alertam que o pagamento baseado em ações deve ser representativo dentro do plano de remuneração, para competir, em uma base ajustada ao risco, com pacotes de remuneração oferecidos por fundos de *private equity*.

No Quadro 1 são apresentadas as descrições dos tipos de pagamentos baseado em ações, suas vantagens e desvantagens, conforme Lipman e Hall (2008) e Balsam (2002).

Quadro1 - Tipos de pagamento baseado em ações

Nomenclatura	Descrição
<i>Stock Options</i> (Opções de ações)	<ul style="list-style-type: none"> - Um direito concedido pelo empregador a um empregado para comprar ações a um preço estipulado (data da concessão) durante um período de tempo especificado; - Contanto que o valor da ação esteja acima do valor de exercício a opção terá valor para o executivo; - Para se obter o lucro faz-se necessário comprar as ações e depois vendê-las.
<i>Stock Appreciation Rights – SARs</i> (Direitos de valorização de ações)	<ul style="list-style-type: none"> - Pagáveis em ações ou em dinheiro (ou, em alternativa, para sociedades de responsabilidade limitada, um "interesse em lucros"); - Não dá ao executivo os direitos de acionistas, por exemplo, receber dividendos; - Permite que o executivo receba a apreciação no patrimônio sobre o valor justo de mercado da data da concessão; - As empresas passam a recompensar seus executivos apenas depois da data de concessão, assim não se usufrui dos benefícios de eventos passados como no caso das ações restritas; - Os executivos são recompensados apenas se o valor da companhia aumentar; - São preferíveis em comparação com as <i>stock options</i>, pois envolvem menos diluição para os acionistas; - O detentor tem o direito de obter os benefícios de uma <i>stock option</i> sem ter que adquirir a ação;

	<ul style="list-style-type: none"> - É preferida ao invés das <i>stock options</i>, pois evitam os custos de transação associados ao exercício das opções seguido da venda, porém a empresa prefere as <i>stock options</i>; - menor diluição para os acionistas;
<i>Performance Share Plans</i> (Planos de desempenho em ações)	<ul style="list-style-type: none"> - Pagáveis em ações ou dinheiro; - São concedidos no início do período especificado, e o prêmio são obtidos assim que determinados objetivos de desempenho são atingidos.
<i>Restricted Stock</i> (Ações Restritas)	<ul style="list-style-type: none"> - Planos de Bônus de ações restritas e Prêmios; - Se houver perdas no valor da ação os executivos as compartilharam, isso não ocorre com as <i>stock options</i> e as <i>SARs</i>. - Recompensa os executivos que não contribuíram para o crescimento passado da empresa; - Os executivos se tornam acionistas imediatamente e passam a ter os direitos e privilégios dos mesmos, por exemplo, os direitos sobre dividendos; - Quando pagas em ações acarretam no aumento do número de ações emitidas e em circulação de forma que reflete na diminuição do lucro por ação; - Após o tempo de contrato para adquirir as ações restritas mesmo se o valor da companhia não tiver aumentado os executivos são recompensados; - São concedidas sem custo (ou a preço reduzido) para o beneficiário.
<i>Phantom Stock</i> (Ações Fantasmas)	<ul style="list-style-type: none"> - Planos de ações fantasma pagáveis em ações ou dinheiro; - Não dão direito de propriedade da companhia, mas dão direito de receber o aumento nos preços das ações e ao dividendo declarado; - Não diluem o capital existente.

Fonte: Elaborado pelos autores.

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

Existe diversidade de estudos relacionando as características dos conselhos ao desempenho das companhias, remuneração, entre outros. A seguir são apresentadas algumas pesquisas sobre a temática:

Quadro 2 – Estudos relacionados

Autor	Amostra	Achados
Ghosh e Sirmans (2005)	Investigaram 330 fundos de investimentos mobiliários nos anos de 1998, 1999 e 2000.	Informou que além dos determinantes econômicos as empresas devem incluir variáveis de estrutura de administração e de propriedade nos pacotes de compensação.
Kiel e Nicholson (2003)	Utilizaram como base de dados as 348 maiores empresas listadas da Austrália, para o ano de 1996.	Encontraram, após o controle do tamanho das companhias, correlação positiva entre o tamanho do conselho e o valor da empresa.
Peni (2014)	Estudou 305 empresas do mercado acionário norte americano, compreendendo um período entre 2006 e 2010	Evidenciou relação positiva entre a presença de mulheres nos cargos de executivo e presidente do conselho, tal como no desempenho da empresa.
Campbell e Mínguez-Vera (2008)	Investigaram 68 empresas não financeiras listadas na Espanha, durante o período de janeiro de 1995 a dezembro de 2000.	Evidenciou que o valor da empresa não é afetado apenas pela presença de mulheres no CA, no entanto, a diversidade teve um impacto positivo no valor da empresa.
Fernandes (2008)	Estudaram 51 empresas listadas no mercado acionário de Portugal entre os anos de 2002 a 2004.	Evidenciaram que os conselhos que possuem mais membros não executivos pagam salários mais altos e que empresas sem a participação de membros não executivos nos conselhos têm um melhor alinhamento entre os interesses dos administradores e dos acionistas.
Elkinawy e Stater (2011)	Investigaram 18.742 executivos para o período de 1992 a 2004.	Os autores demonstraram efeitos positivos sobre o desempenho, porém dependendo fortemente das qualificações das mesmas.

Jianakoplos e Bernasek (1998)	Analisaram 3.143 respondentes constantes na base de dados Federal Reserve System.	Encontraram que as mulheres são relativamente mais avessas ao risco do que os homens ao tomar decisões financeiras.
Bajtelmit e Bernasek (1996)	Pesquisa de revisão de literatura.	Sugeriram que a presença de mulheres torna as decisões mais conservadoras quando da análise de investir suas pensões.
Kuhn e Yockey (2003)	Pesquisa experimental.	Identificaram que as preferências de risco dependem da natureza do plano de remuneração, e a preferência pela opção mais arriscada se dá em relação ao desempenho individual e não quando associada a desempenho coletivo.

Fonte: elaborada pelos autores.

3 Procedimentos metodológicos

Nesta seção é apresentada a decomposição da amostra e a forma de mensuração da remuneração e das características dos executivos. A saber, nesta pesquisa descritiva e documental, para atender aos objetivos da pesquisa, fez-se uso de medidas de tendência central, tal como da correlação de Pearson e Spearman.

3.1 Amostra

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

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

Foram eliminadas as empresas que: (i) não possuíam informações para cálculo da remuneração; (ii) não tinham dados para capturar as características dos executivos; e (iii) estavam com ações em duplicidade no IBOV. Deste modo, a amostra fíndou-se em 43 empresas, culminando em 172 observações anos.

3.2 Definição teórica e operacional das variáveis

3.2.1 Remuneração executiva

Foram consideradas no cálculo da remuneração executiva a compensação fixa e variável em reais. Esta é composta pela somatória dos bônus, participação nos resultados, participação em reuniões e outras participações variáveis. Aquela é composta pelo somatório do salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, participações em comitês e outros valores fixos. Ressalta-se que os benefícios pós-empregados e de cessação do cargo, tal como a remuneração baseada em ações é segregada no FR. Esta separação também foi adotada na presente pesquisa, sendo identificada e não somada a remuneração variável total.

3.2.2 Características dos executivos

As características dos executivos foram identificadas com base nas pesquisas constantes no Quadro 2 e referencial teórico. A composição dos conselhos foi calculada como a quantidade de executivos que compõem o conselho de administração (CA), conselho fiscal (CF) e diretoria estatutária (DE) sendo divididos por gênero; a medida de eleitos pelo controlador representa a

quantidade de executivos eleitos por estes; a medida de outros cargos é mensurada pela quantidade de executivos que possuem outros cargos administrativos na empresa. O grau de instrução é a média aritmética simples do grau de instrução dos executivos segundo a seguinte escala: 0 = sem graduação; 1 = graduação; 2 = *Master of Business Administration* (MBA) e/ou pós-graduação; 3 = mestrado; 4 = doutorado; 5 = pós-doutorado.

4 Análise dos resultados

O Painel A da Tabela 1 apresenta a característica dos executivos pertencentes ao CA, CF e DE. Em relação à composição dos conselhos notou-se aumento da participação feminina. Considerado como característica para independência dos membros, a eleição pelo controlador, mostrou-se estável durante os anos na proporção de 30% para os não eleitos pelo controlador. Em relação aos outros cargos exercidos dentro da mesma companhia, na média, 33% dos executivos ocupam outra função.

No painel B observa-se que a maioria dos membros possui graduação. Em relação à pós-graduação/MBA e mestrado se mantiveram na faixa de 47% e 17%, respectivamente. Já em relação a membros com Doutorado/PhD nota-se aumento de 3,8% em 2013 para 6,5% em 2016.

Em conjuntos os dados mostram que a presença de mulheres aumentou ao longo do tempo, exceto para 2014. Este aumento pode internalizar na empresa posturas decisivas conservadoras, visto que as mulheres que ocupam cargos administrativos podem ser avessas ao risco (BAJTELSMIT; BERNASEK, 1996; JIANAKOPLOS; BERNASEK, 1998). Outra característica das empresas da amostra é a relevância da instrução dos executivos, dado o elevado percentual de graduados nos conselhos das mesmas.

Tabela 1 – Características dos Executivos

Painel A - Características dos executivos									
Características		Período							
		2013		2014		2015		2016	
Composição dos conselhos	Mulheres	80	7,7%	79	7,7%	83	8,3%	105	10,3%
	Homens	965	92,3%	947	92,3%	922	91,7%	910	89,7%
Total		1.045	100%	1.026	100%	1.005	100%	1.015	100%
Eleito pelo controlador	Sim	732	70,0%	686	66,9%	665	66,2%	690	68,0%
	Não	313	30,0%	340	33,1%	340	33,8%	325	32,0%
Total		1.045	100%	1.026	100%	1.005	100%	1.015	100%
Outros Cargos	Sim	339	32,4	324	31,6%	347	34,5%	353	34,8%
	Não	706	67,6	702	68,4%	658	65,5%	662	65,2%
Total		1.045	100%	1.026	100%	1.005	100%	1.015	100%
Painel B - Nível educacional dos executivos									
Titulação		Período							
		2013		2014		2015		2016	
Graduação	Sim	997	95,4%	973	94,8%	954	94,9%	955	94,1%
	Não	48	4,6%	53	5,2%	51	5,1%	60	5,9%
Total		1.045	100%	1.026	100%	1.005	100%	1.015	100%
Pós-graduação/MBA	Sim	492	47,1%	476	46,4%	491	48,9%	478	47,1%
	Não	553	52,9%	550	53,6%	514	51,1%	537	52,9%
Total		1.045	100%	1.026	100%	1.005	100%	1.015	100%
Mestrado	Sim	171	16,4%	186	18,1%	173	17,2%	164	16,2%
	Não	874	83,6%	840	81,9%	832	82,8%	851	83,8%
Total		1.045	100%	1.026	100%	1.005	100%	1.015	100%
Doutorado/PhD	Sim	40	3,8%	61	5,9%	64	6,4%	66	6,5%
	Não	1.005	96,2%	965	94,1%	941	93,6%	949	93,5%
Total		1.045	100%	1.026	100%	1.005	100%	1.015	100%

Fonte: dados da pesquisa

A Tabela 2 mostra a remuneração dos executivos pertencente ao CA, DE e CF em milhões de reais. Observa-se que, entre os anos, os totais das remunerações vêm aumentando. O painel A evidencia os valores recebidos pelo CA, no período 2013 a 2016. Observou a predominância da remuneração fixa, com média de 74,67 %, sendo 60,75% em salário ou pró-labore. A parcela variável ficou com média de 10,96%, destacando-se os bônus com 7,78% na média. O pagamento baseado em ações ficou na média com 11,56% do total da remuneração.

No painel B, que mostra a remuneração da Diretoria, é possível observar que, na média, a parcela fixa, variável e baseada em ações correspondem a 40,14%, 36,13% e 18,80%, respectivamente do total da remuneração. Destacando-se, na média, o salário ou pró-labore na parcela fixa com 30,47%; na parcela variável destacam-se os bônus e participação de resultados com 18,10% e 13,98% respectivamente.

O painel C mostra a parcela recebida pelo CF, que apenas utiliza remuneração fixa como compensação executiva, predominando os salários ou pró-labore com 85,23% na média geral.

No geral, os resultados indicam que os conselheiros administrativos e fiscais são mais conservadores no que tange a sua forma de compensação, dado o elevado nível da remuneração fixa desses conselheiros.

Tabela 2 - Remuneração dos executivos em milhões de reais

Período	2013		2014		2015		2016	
	Média	Soma	Média	Soma	Média	Soma	Média	Soma
Painel A - Conselho de Administração								
REM. FIXA TOTAL	2,707	116,389	3,066	131,817	3,158	135,810	3,633	156,219
Salário ou pró-labore	2,280	95,740	2,521	108,384	2,576	110,776	2,885	124,073
Benefícios diretos e indiretos	0,084	0,920	0,130	1,954	0,106	1,269	0,124	1,740
Participações em comitês	0,569	7,401	0,480	7,194	0,504	8,068	0,651	11,721
Outros valores fixos	0,398	12,328	0,446	14,286	0,476	15,696	0,519	18,685
REM. VARIÁVEL	0,346	14,862	0,457	19,667	0,402	17,284	0,662	28,459
Bônus	1,253	10,021	1,521	15,210	0,931	9,308	2,069	22,762
Participação de resultados	0,848	3,391	0,352	1,761	0,648	3,890	0,399	2,392
Participação em reuniões	0,206	1,031	0,167	1,170	0,339	2,372	0,261	2,606
Outros valores variáveis	0,070	0,419	0,191	1,526	0,171	1,714	0,078	0,699
Benefícios Pós-emprego	0,081	0,647	0,043	0,343	0,037	0,329	0,052	0,413
Benef. Cessação do cargo	2,759	8,276	1,098	4,393	1,187	4,746	0,000	0,000
Rem. Baseada em ações	2,597	23,377	1,999	17,990	2,000	20,004	2,147	21,467
Total da remuneração	3,804	163,551	4,051	174,209	4,144	178,174	4,804	206,559
Painel B - Diretoria Estatutária								
REM. FIXA TOTAL	8,799	378,349	10,027	431,151	10,027	431,162	10,736	461,650
Salário ou pró-labore	6,785	284,957	7,942	333,581	7,790	327,191	8,065	346,813
Benefícios diretos e indiretos	1,043	38,574	1,033	40,272	1,148	43,628	1,042	40,644
Participações em comitês	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Outros valores fixos	1,661	54,818	1,637	57,298	1,775	60,344	1,855	74,193
REM. VARIÁVEL	7,488	321,993	9,231	396,952	10,086	433,700	8,987	386,439
Bônus	6,227	155,678	8,059	209,532	8,939	223,474	7,356	183,896
Participação de resultados	6,294	144,751	6,877	158,175	7,688	161,440	5,723	125,917
Participação em reuniões	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Outros valores variáveis	1,268	21,564	1,539	29,245	2,568	48,786	3,649	76,626
Benefícios Pós-emprego	0,462	7,855	0,469	8,442	0,453	8,608	0,555	12,213
Benef. Cessação do cargo	0,946	5,679	5,952	29,761	11,909	83,361	7,061	63,552
Rem. Baseada em ações	7,210	187,469	7,063	204,816	7,768	225,282	5,967	179,004
Total da remuneração	20,962	901,346	24,910	1.071,122	27,491	1.182,113	25,648	1.102,858
Painel C - Conselho Fiscal								
REM. FIXA TOTAL	0,448	19,280	0,473	20,349	0,497	21,382	0,551	23,700
Salário ou pró-labore	0,448	16,576	0,481	17,311	0,533	18,114	0,563	20,266

Benefícios diretos e indiretos	0,042	0,251	0,040	0,439	0,033	0,267	0,038	0,265
Participações em comitês	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Outros valores fixos	0,085	2,453	0,096	2,599	0,103	3,000	0,102	3,169
REM. VARIÁVEL	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Total da remuneração	0,448	19,280	0,473	20,349	0,497	21,382	0,551	23,700

Fonte: dados da pesquisa.

Na Tabela 3 são apresentados os resultados da correlação de Pearson, no eixo inferior, e o de Spearman, no eixo superior. É possível verificar relação significativa e positiva da quantidade de conselheiros administrativos (X4) com a remuneração fixa e variável, porém não é possível identificar esta relação quando observado o pagamento baseado em ações.

Os resultados indicam que as mulheres são mais conservadoras em relação à remuneração. Este indício é verificado pela associação positiva e significativa da presença feminina (X7) com a quantidade de remuneração fixa, e pela falta de significância quando da relação com a remuneração variável, tal como pelos pagamentos baseados em ações.

Os membros eleitos pelo controlador (X8) parecem negativamente associados com os pagamentos baseados em ações. Aparentemente, esses membros, optam por remuneração mais conservadora.

Também foi possível evidenciar que conselheiros com maior grau de instrução (X10) estão positivamente associados à remuneração fixa e negativamente relacionados com o pagamento baseado em ações. Esse resultado sugere que conselheiros com maior grau de instrução são avessos aos riscos do mercado acionário.

Tabela 3 - Tabela de Correlação de Pearson/Spearman

	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10
X1	1	0,525*	0,276*	0,552*	0,400*	-0,083	0,329*	0,083	0,213*	0,192 [^]
X2	0,445*	1	0,386*	0,329*	0,160 ^P	-0,308*	0,116	0,020	0,151 [^]	-0,044
X3	0,165 [^]	0,155 [^]	1	0,012	0,072	-0,259*	0,032	-0,258*	0,071	-0,311*
X4	0,423*	0,227*	-0,063	1	0,329*	0,275*	0,430*	0,576*	0,175 [^]	0,572*
X5	0,258*	0,069	0,113	0,288*	1	0,002	0,375*	0,229*	0,330*	0,289*
X6	-0,036	-0,183 [^]	-0,110	0,345*	0,064	1	0,345*	0,356*	-0,058	0,553*
X7	0,265*	0,046	-0,063	0,524*	0,254*	0,352*	1	0,274*	-0,062	0,319*
X8	0,055	0,036	-0,166 [^]	0,608*	0,221*	0,343*	0,338*	1	0,034	0,545*
X9	0,298*	0,224*	-0,024	0,225*	0,395*	0,037	-0,104	0,071	1	0,250*
X10	0,223*	0,044	-0,203*	0,630*	0,322*	0,519*	0,332*	0,507*	0,342*	1

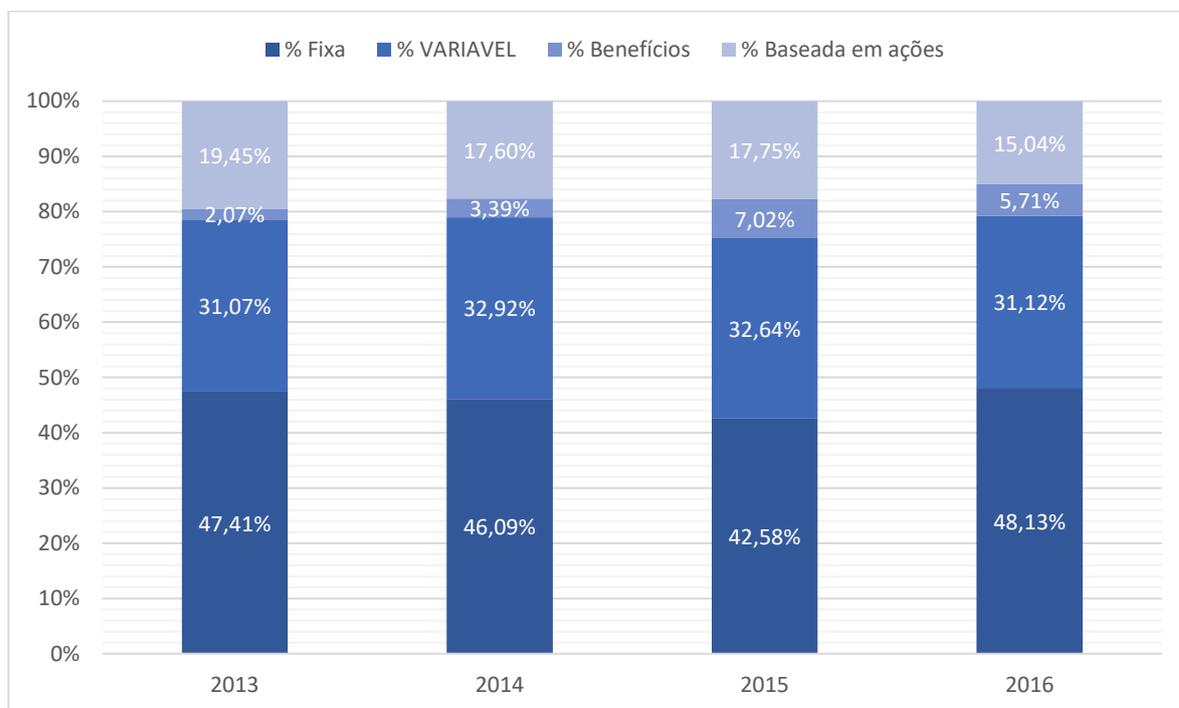
Nota: *,[^], ^Pestatisticamente significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente. No eixo inferior se encontra a correlação de pearson, no eixo superior a de spearman. Em que: X1 = remuneração fixa da empresa i; X2 = remuneração variável da empresa i; X3 = pagamento baseado em ações da empresa i; X4 = soma da quantidade de conselheiros no conselho de administração (CA) na empresa i; X5 = soma da quantidade de membros da diretoria estatutária (DE) na empresa i; X6 = soma da quantidade de membros do conselho fiscal (CF) da empresa i; X7 = soma da quantidade de mulheres dos conselhos (CA, DE ou CF) da empresa i; X8 = soma da quantidade de membros eleitos pelo controlador da empresa i; X9 = soma da quantidade de membros que possuem mais de um cargo administrativo na empresa i; X10 = é a média aritmética simples do grau de instrução dos executivos segundo a seguinte escala: 0 = sem graduação; 1 = graduação; 2 = *Master of Business Administration* (MBA) e/ou pós-graduação; 3 = mestrado; 4 = doutorado; 5 = pós-doutorado para empresa i.

Fonte: elaborada pelos autores.

Pela Figura 1, totais das remunerações (CA, DE e CF), os dados levantados mostram, entre os anos de 2013 a 2016, que as remunerações variáveis permaneceram praticamente

estáveis na faixa dos 32%, enquanto a remuneração fixa passou de 47,41% em 2013 para 42,58% em 2015. Já em 2016 retornou para 48,13%, maior percentual para remuneração fixa no período analisado. Em relação aos pagamentos baseados em ações notou-se uma redução de 19,45% em 2013 para 15,04% em 2016.

Figura1 - Totais das Remunerações



Fonte: dados da pesquisa.

5 Discussão dos resultados

Os resultados das pesquisas são comparáveis com as pesquisas internacionais. Estudos como Yermack (1995) evidenciaram um aumento na remuneração dos executivos, principalmente, as opções de ações que passaram de 20% em 1984 para 35% em 1990 e 30% em 1991, tendo como amostra as 792 maiores empresas americanas. Murphy (2002) mostrou que na década de 1990 a compensação média quase que triplicou, mostrando um aumento expressivo na remuneração baseada em opções de ações que passou de 27% (1992) para 51% (2000), enquanto o salário fixo mostrou uma redução de 35% (1992) para 18% (2000), tendo como amostra das indústrias da S&P500. Corroborando, Balsam (2002), mostrou que a média da remuneração total, entre os anos de 1992-2000, teve aumento de 401% (1992-2000), opção de ações obtiveram um aumento significativo de 21% (1992) para 42% (2000), salário fixo passou de 47% (1992) para 20% (2000), a base de dados utilizada inclui aproximadamente 1500 empresas, contemplando os dados da S&P500, S&P MidCap400, e S&P SmallCap600.

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

Na pesquisa realizada por Frydman e Jenter (2010) com os CEOs da S&P 500 de 1992 a 2008, mostrou que as compensações por opções representavam 20% da remuneração em

1992, aumentando para 49% em 1999, e reduzindo para 25% em 2008. Enquanto a remuneração em ações restritas que passaram a ser mais popular em 2006 passando as opções de ações e chegando a 32% em 2008. Em contrapartida a remuneração fixa (slários) passou de 42% em 1992 para 17% em 2008.

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

Para a presente pesquisa, evidenciou-se que o pagamento baseado em ação possui algumas modalidades, na análise de dados observou-se que das 43 empresas que compõem a amostra, 29 remuneraram os executivos com ações em 2016, 28 em 2015 e 2014 e 25 em 2013. Dessas empresas que possuíam algum tipo de remuneração baseada em ação e que divulgaram no FR em 2016, 23 empresas informaram que remuneravam através de SO, seguido por 6 empresas que disseram utilizar RS. Para 2015, 22 empresas informaram utilizar SO, enquanto 6 utilizaram RS. Em 2014, 22 informaram utilizar SO, enquanto 3 utilizaram RS. Em 2013, 18 informaram utilizar SO, enquanto 2 utilizaram RS.

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

6 Conclusão

O presente trabalho buscou responder a seguinte questão: quais são os tipos de remuneração baseadas em ações e como estas se relacionam com as características dos gestores?

Em relação às características dos executivos, pode-se observar que houve aumento de figuras femininas na composição dos conselhos. Este resultado sugere que as empresas estão buscando ser cautelosas, conservadoras, pois as mulheres podem ser mais avessas ao risco. Enquanto no que se refere à remuneração dos conselhos, existe indícios de que os CA e CF são compostos por mais mulheres que a DE, uma vez que os CA fazem jus em maior parcela da remuneração fixa e devido à falta de significância quando da relação com a remuneração variável. Assim, a presença de mulheres nos conselhos aparenta tornar as decisões sobre remuneração conservadoras.

Pode-se observar aumento no número de executivos mais qualificados, assim infere-se que quanto maior o grau de instrução mais conservadores se tornam, devido à associação positiva com a remuneração fixa, e conseqüentemente, maior conservadorismo.

A remuneração baseada em ação vem reduzindo no período analisado. Este declínio pode estar relacionada à atual situação econômica, com isso as metas estipuladas pelas empresas não estavam sendo alcançadas, e por outro lado, observou-se que a remuneração fixa reverteu a tendência de queda em 2016 sugerindo conservadorismo por parte dos gestores.

Nas modalidades de pagamento baseado em ações utilizadas pelas empresas, pode-se observar que existe demanda para as SO ao contrário das empresas norte americanas que passaram a remunerar em maior parcela com RS. Este resultado pode contradizer o aumento do conservadorismo, pois para Kolb (2012) as ações restritas acabam por encorajar o

conservadorismo.

Assim, com o aumento da participação das mulheres, executivos mais qualificados, remuneração fixa conseqüente redução da remuneração variável, infere-se que as empresas estão sendo mais cautelosas no que diz respeito às remunerações.

Por fim, os achados são úteis para os participantes do mercado, que podem relacionar seus investimentos em perspectivas de curto ou longo prazo, devido o perfil dos executivos e seus tipos de remunerações, além de auxiliá-los na tomada de decisão de investimentos, pois com as características dos tomadores de decisão em mãos, pode-se ter noção de como a empresa será administrada, baseando-se em riscos com mais homens ou conservadoras com mulheres e pessoas mais qualificadas.

Recomenda-se para futuras pesquisas analisar as características e remuneração dos executivos com o desempenho das empresas, podendo assim analisar seus impactos no resultado e observar a evolução do desempenho de acordo com a composição dos conselhos.

Realizar pesquisas relacionadas ao aumento dos números de doutorados/phd e se são em decorrência do período de crise, onde as empresas reduzem a composição dos funcionários e procuram por pessoas mais qualificadas.

Outros estudos relacionados aos pagamentos baseados em ação se fazem necessário para melhor entendimento desses mecanismos utilizados pelas empresas na tentativa de alinhamento de interesses dos executivos e acionistas, e conseqüentemente, redução dos conflitos de interesses, assim como o impacto de cada tipo desse instrumento no desempenho das empresas.

Referências

BAJTELSMIT, V. L.; BERNASEK, A. Why do women invest differently than men?. **Financial Counseling and Planning**, v. 7. 1996.

BALSAM, S. **An introduction to executive compensation**. Academic Press, 2002.

BEBCHUK, L.; FRIED, J. **Pay without performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation**. Harvard University Press, 2004.

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

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

CORTEZ, C.. **Bônus para quem fica mais tempo na empresa**. **Valor Econômico**, 03 outubro 2012. Disponível em: <<http://www2.valor.com.br/carreira/2852770/bonus-para-quem-fica-mais-tempo-na-empresa>>. Acesso em: 14 jul. 2017.

DAVIS, S. M. Developments, trends & useful proposals for the attention of managers: No connection between executive age and corporate performance. **Harvard Business Review**, v. 23, n. 2, p.6-8, 1979.

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

FERNANDES, N. EC: Board compensation and firm performance: The role of “independent” board members. **Journal of multinational financial management**, v. 18, n. 1, p. 30-44, 2008.

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

FUNCHAL, J. D. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Governança Corporativa: um Estudo Empírico em Empresas Latino - Americanas. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 30, 2006, Bahia. **Anais...EnANPAD**, 2006, 1 CD-ROM.

FRYDMAN, C.; JENTER, D. CEO compensation. **Annual Review of Financial Economics**, v. 2, n. 1, p. 75-102, 2010.

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

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.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. CEO incentives: It's not how much you pay, but how. **Harvard Business Review**, n. 3, p. 138-153, 1990.

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

KIEL, G. C.; NICHOLSON, G. J. Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 11, n. 3, p. 189-205, 2003.

KOLB, R. W. **Too much is not enough: Incentives in executive compensation**. Oxford University Press, 2012.

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

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

MURPHY, K. J. Executive compensation. **Handbook of labor economics**, v. 3, p. 2485-2563, 1999.

MURPHY, K. J. Explaining executive compensation: Managerial power versus the perceived cost of stock options. **The University of Chicago Law Review**, v.69, n. 3, p. 847-869, 2002.

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

OLIVA, E. D. C.; ALBUQUERQUE, L. G. D. Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 4, n. 1, p. 61-73, 2007.

SILVEIRA, A. D. M. D.; BARROS, L. A. B. D. C. Concentration of Power and Corporate Performance Variability. **Working paper**. 2013.

SIGOLLO, R. **Crise afeta salário e remuneração variável em todos os setores. Valor Econômico, São Paulo, 21 outubro** 2015. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/carreira/4278722/crise-afeta-salario-e-remuneracao-variavel-em-todos-os-setores>>. Acesso em: 14 jul. 2017

SOUZA, J. A. S. de. **Transações com partes relacionadas: determinantes e impactos no desempenho das empresas**. 2014. 131 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2014.

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

YERMACK, D. Do corporations award CEO stock options effectively?. **Journal of financial economics**, v. 39, n. 2, p. 237-269, 1995.