

**Remuneração do Conselho de Administração, Governança Corporativa e Desempenho  
Econômico-financeiro: Uma Análise em Empresas Brasileiras**

**MARCUS VINICIUS MOREIRA ZITTEI**

*Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado*

**ITZHAK DAVID SIMÃO KAVESKI**

*Universidade Federal de Mato Grosso do Sul/Campus do Pantanal*

**ANTONIO MARIA DA SILVA CARPES**

*Universidade Federal da Fronteira Sul*

**JORGE EDUARDO SCARPIN**

*Universidade Federal do Paraná*

**Resumo**

O estudo objetiva verificar os fatores que determinam a remuneração dos membros do conselho de administração das empresas pertencentes ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX). Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de análise documental. A população do estudo compreendeu em 185 empresas do Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX), a amostra é composta por 116 organizações que apresentaram todas as variáveis necessárias para análise dos dados, em um período anual de 2010 a 2013, totalizando 464 observações. Para a análise dos dados utilizou-se a análise descritiva e a regressão de dados em painel. Os resultados indicam que o tamanho da empresa implica como um fator determinante na remuneração do conselho de administração, demonstrando uma relação positiva para a remuneração total e média e negativa para os gastos com remuneração. A rentabilidade outro fator impactante na remuneração dos conselheiros, apresentou uma relação negativa e significativa com os gastos com remuneração. Por fim, o tamanho do conselho de administração também se demonstrou um fator impactante na remuneração, apresentando uma relação positiva com a remuneração total e os gastos com remuneração e negativa com a remuneração média. As demais variáveis explicativas testadas no caso brasileiro não se mostraram relevantes para explicar o nível de remuneração dos membros do conselho de administração das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa que compõem ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX), contrariando os resultados obtidos em empresas estadunidenses, espanholas, indonésias e alemãs. Tais resultados podem estar relacionados às diferenças específicas existentes entre os mercados, o que ressalta a importância da condução de mais pesquisas que investiguem o caso brasileiro em maior profundidade.

**Palavras chave:** Remuneração do Conselho de Administração, Governança Corporativa, Desempenho Econômico-financeiro.

## 1 INTRODUÇÃO

Devido a casos de manipulação de resultados que culminaram em escândalos financeiros ocorridos nas empresas Enron, American International Group e Arthur Andersen nos Estados Unidos e a Marconi no Reino Unido, confirmam a importância dos mecanismos Governança Corporativa para as organizações e para o mercado de capitais (Khanchel, 2007). Dada a essas condições, os mecanismos de Governança Corporativa interna e externa desempenham papéis importantes na minimização dos conflitos de agente-principal (Khanchel, 2007; Darmadi, 2011). Estes mecanismos de Governança Corporativa incluem estrutura de propriedade, tamanho do conselho de administração, independência do conselho de administração, número de reuniões dos membros do conselho de administração e dos diretores, auditoria externa, entre outros, que são bem estabelecidas na literatura (Darmadi, 2011).

Outro mecanismo de Governança Corporativa que tem instigado pesquisadores a investigar, é a remuneração dos membros do conselho de administração, que também é visto como uma ferramenta importante para minimizar os problemas de agência (Ingley & Walt, 2005; Dong & Ozkan, 2008; Darmadi, 2011; Andreas, Rap & Wolff, 2012). Um dos motivos do crescimento de pesquisas a respeito da remuneração dos membros do conselho de administração é que, em alguns dos casos de escândalos financeiros, os salários recebidos pelos membros do conselho de administração e dos diretores vieram de benefícios obtidos artificialmente, ao mesmo tempo que essas empresas estavam enfrentando dificuldades financeiras e econômicas ou, pior ainda, foram à falência (Ingley & Walt, 2005).

Diante desse contexto, o presente estudo busca responder ao seguinte problema de pesquisa: Quais são os fatores determinantes da remuneração dos membros do conselho de administração das empresas pertencentes ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX) da BM&FBovespa? O objetivo da pesquisa é verificar os fatores que determinam a remuneração dos membros do conselho de administração das empresas pertencentes ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX).

A escolha pelo Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX) deu-se em virtude de ser o índice da BM&FBovespa que compõe ações de empresas negociadas no Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa. A escolha de analisar um único setor, deve-se ao fato que é comum se observar em organizações que estejam em um mesmo contexto, a identificação de diferentes atributos de Governança Corporativa (Klapper & Love, 2004; Silveira & Barros, 2008). Outro fator é a relevância deste índice no mercado brasileiro, pois tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de Governança Corporativa.

O estudo se justifica pela relevância do tema para literatura e para os investidores visto que, segundo Hsu e Petchsakulwong (2010) os conselheiros, como representantes dos acionistas, desempenham um papel importante na decisão sobre a política e a estratégia de uma organização. Além disso, o objetivo de uma empresa é aumentar sua riqueza, assim a estrutura de remuneração dos executivos deve ser determinada com base no desempenho da empresa (Jensen & Murphy, 1990).

Nessa perspectiva, a remuneração parece ser poderoso mecanismo de incentivo para melhorar o alinhamento das metas dos acionistas com os dos gestores (Darmadi, 2011; Andreas et al. 2012). Holmstrom (1979) argumenta que a estrutura de remuneração deve ser idealmente com base em medidas de desempenho econômico-financeiro e por mecanismos de Governança Corporativa conforme Fama e Jensen (1983). O estudo se justifica ainda pelos resultados deste estudo, pois fornece evidências empíricas sobre o impacto que os mecanismos de Governança Corporativa e do desempenho econômico-financeiro de empresas

brasileiras possuem na remuneração do conselho administração, em um mercado ao qual as organizações possuem mecanismos diferentes de outros países.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

Um dos problemas que ocorre nas entidades é o conflito de agência. De acordo com Jessen e Meckling (1976) o conflito de agência ocorre quando existe discordâncias de interesses entre os gestores e os acionistas. Os autores ressaltam que esse conflito decorre dos privilégios que os gerentes possuem perante as informações das empresas, de tal modo que possam colocar seus interesses pessoais a frente dos acionistas na companhia.

Uma forma de diminuir esta discordância de interesses entre os gestores e acionistas é através dos custos de agência. Jessen e Meckling (1976) referem-se aos custos de agência ao fato dos acionistas esperar uns dispêndios dos gestores com a contratação de monitoramento, cobertura de seguros e perdas residuais, provando assim que os mesmos estão agindo conforme ao objetivo principal da empresa, a obtenção de resultados econômicos.

A partir da necessidade de se minimizar os conflitos de agência gerados pelo principal-agente, surge a Governança Corporativa (Eisenhardt, 1989; Silveira & Barros, 2008; Politelo & Cunha, 2013). O objetivo da Governança Corporativa é constituir uma estrutura eficiente que supere os interesses divergentes gerados pela separação entre propriedade e controle nas corporações amplamente difundidas (Berle & Means 1932; Jensen & Meckling, 1976). Uma visão comum se baseia no relacionamento agente-principal entre acionistas e gestores e descreve a Governança Corporativa como um conjunto de mecanismos para alinhar os interesses de ambas as partes (Shleifer & Vishny, 1997).

Os mecanismos de Governança Corporativa, conforme Larrate (2013, p. 60) “são os sistemas de monitoramento e incentivos delineados para a redução dos custos de agência e para evitar fraudes na gestão das organizações”. Do ponto de vista da Teoria da Agência, mecanismos como o conselho de administração e a remuneração dos mesmos, entre outros, permitem que as empresas tenham exercício do controle acionário, impedindo o comportamento oportunista dos gestores em relação aos acionistas e dos acionistas controladores contra acionistas minoritários (Gillan, 2006). Assim, ambos os mecanismos são fundamentais no contexto da Governança Corporativa e estão intimamente relacionados.

Segundo Larrate (2013), o conselho de administração das empresas é considerado um mecanismo de Governança Corporativa, visto que os seus membros são eleitos pelos acionistas e recebem poderes para que possam agir em nome desses. Além disso, conforme o autor o conselho de administração é, em princípio, responsável pelo monitoramento da gestão, aconselhamento e fiscalização dos gestores.

As remunerações dos membros do conselho de administração têm recebido cada vez mais atenção nos últimos anos (Andreas et al., 2012). Esta tendência pode ser atribuída a dois motivos, a saber: primeiramente, à luz dos escândalos corporativos e a crise financeira, sobre o papel dos administradores e da adequação dos seus sistemas de incentivos; seguido de um fluxo emergente da literatura em analisar o envolvimento do conselho de administração e seu efeito sobre o comportamento das empresas (Andreas et al., 2012).

A estrutura de Governança Corporativa das empresas, ao qual incluem características do conselho de administração, como tamanho do conselho, independência do conselho e participação nas ações, são vistos como fatores importantes na estrutura de remuneração dos conselheiros (Darmadi, 2011; Manzanque et al., 2011; Andreas et al., 2012). As boas práticas de Governança Corporativa sugerem que é fundamental para o conselho de administração ter membros independentes, com certas experiências e conhecimentos para um melhor acompanhamento da gestão e para proteger os direitos dos acionistas minoritários (Darmadi, 2011; Manzanque et al., 2011). Além disso, a posse de ações com os membros do

conselho de administração possui um efeito benéfico dentro do escopo da Governança Corporativa, quanto à melhora do desempenho da empresa, pois funciona como um incentivo para o alinhamento de interesses da gestão com dos acionistas (Shleifer & Vishny, 1997).

Uma outra forma de se determinar a remuneração dos conselheiros, é através do desempenho econômico-financeiro da empresa, pois quanto maior for a remuneração maior é o incentivo para os membros em aumentar o valor da empresa riqueza (Jensen & Murphy, 1990). Segundo Holmstrom (1979), Darmadi (2011) e Andreas et al. (2012) a remuneração com base em medidas de desempenho econômico-financeiro é esperado para alinhar os interesses dos acionistas com a gestão, entre as medidas destaca-se o tamanho da empresa, rentabilidade, endividamento e oportunidade de crescimento. Assim, estudos de diversos países tem buscado compreender a remuneração paga aos conselheiros pelas empresas, no intuito de explicar os fatores que determinem seu custo.

Destaca-se que existem outros mecanismos de governança e medidas de desempenho, além dos citados acima, entretanto, deu-se ênfase àqueles que compõem as características de Governança Corporativa e indicadores econômico-financeiros utilizados neste estudo. Assim, ocorre a necessidade de uma abordagem sobre os fatores utilizados nesta pesquisa, apresentados a seguir.

### **3 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES**

A Teoria da Agência descreve um sistema de remuneração de incentivos com base em uma abordagem econômica, que auxiliar a reduzir os conflitos de interesses entre a administração e os interessados nas empresas (Eulerich & Velte, 2014). Entretanto, existem condições específicas das respectivas empresas de determinar os problemas entre o principal-agente e os custos de agência. Os estudos empírico incluem diferentes determinantes que podem ter um impacto sobre o valor da remuneração do conselho de administração. Os determinantes apresentadas a seguir estão divididos em duas categorias, a saber: desempenho econômico-financeiro; e os mecanismos de Governança Corporativa.

O efeito do tamanho da empresa sobre a remuneração do conselho da administração é amplamente apresentado como um determinante positivo. Conforme os estudos de Farrel et al. (2008), Manzaneque et al. (2011), Darmadi (2011), Andreas et al. (2012) e Eulerich e Velte (2014) as grandes organizações são susceptíveis a possuírem mais recursos financeiros para contratar executivos qualificados para fazer parte do conselho. Além disso, as grandes empresas tendem a possuir um maior nível de riscos, assim, elas pagam uma maior remuneração aos seus conselheiros para lidar com trabalhos mais complexos (Darmadi, 2011). Para efeitos de análise, nesta pesquisa assume-se que empresas maiores pagam uma maior remuneração aos seus conselheiros. Isto posto apresenta-se a primeira hipótese da pesquisa:

H<sub>1</sub>: Há uma associação positiva entre o tamanho da empresa e a remuneração dos membros do conselho de administração.

Conforme Jensen (1986), os custos de agência são uma função da estrutura de capital de uma empresa e trabalha com a hipótese de controle da dívida. Com base neste argumento, a alavancagem tem sido apresentada como um importante fator determinante na remuneração do conselho de administração. As organizações menos endividadas e com elevado fluxo de caixa livre, são mais propensas a pagar uma maior remuneração aos seus conselheiros, visto que algumas empresas trabalham com remuneração baseada em incentivos, assim os conselheiros buscam diminuir a dívida da empresa (Andreas et al., 2012; Eulerich & Velte, 2014). Nesta pesquisa, a partir do referencial já exposto, assume-se a possível existência de relação negativa entre estas variáveis. Assim, tem-se a segunda hipótese do estudo:

H<sub>2</sub>: Há uma associação negativa entre alavancagem da empresa e a remuneração dos membros do conselho de administração.

A rentabilidade é uma variável que pode exercer influência sobre os níveis de remuneração do conselho de administração. As medidas de rentabilidade podem estar relacionadas com o desempenho da empresa (retorno sobre ativos totais e o retorno sobre o patrimônio líquido), e com o desempenho do mercado de capitais (o retorno total para o acionista e o retorno do mercado ajustado). Segundo Manzaneque et al. (2011), os resultados obtidos quanto a relação entre a rentabilidade e a remuneração dos conselheiros, dependem muito de qual medida é utilizada. No contexto geral da remuneração do conselho, alguns autores demonstraram de forma positiva o retorno sobre o ativo total (Darmadi, 2011; Manzaneque et al., 2011; Andreas et al., 2012) como um fator determinante. As empresas com um maior nível de rentabilidade, podem apreciar os seus membros do conselho de administração com maior nível de remuneração (Manzaneque et al., 2011). Depreende-se, a partir dos argumentos expostos, a terceira hipótese desta pesquisa:

H<sub>3</sub>: Há uma associação positiva entre a rentabilidade e a remuneração dos membros do conselho de administração.

Os pesquisadores Holmstrom (1979) e Jensen e Murphy (1990) já argumentavam que é apropriado para as empresas a determinar o nível de remuneração dos conselheiros com base no desempenho da empresa. Isto significa que os membros do conselho devem ser melhor pagos pelo bom desempenho da empresa, como demonstrado na hipótese anterior que empresas com uma melhor rentabilidade, remuneram melhor seus conselheiros. Dessa forma, Linn e Park (2005) argumentam que a estrutura de remuneração dos conselheiros depende também das oportunidades de crescimento que empresa possui. As empresas com maiores oportunidades de crescimento, normalmente remuneram melhor seus conselheiros, visto que algumas trabalham com bônus de incentivo (Farrel, Frisen & Hersch, 2008). Uma das formas de se avaliar a oportunidade de crescimento é através da relação entre o valor de mercado e o valor contábil da empresa, esta relação gera o índice chamado de *Market to Book* (Farrel et al., 2008; Gitman, 2010; Pinheiro, 2014). Com base no que foi exposto, empresas com maiores oportunidades de investimento tendem a remunerar melhor os membros do conselho de administração. Assim, tem-se a quarta hipótese desta pesquisa,

H<sub>4</sub>: Há uma associação positiva entre a oportunidade de investimento e a remuneração dos membros do conselho de administração.

Os conselhos de administração das empresas, podem se diferir significativamente em suas capacidades de controle, nos esforços de monitoramento e nas suas independências, que por sua vez influência nos custos de agência (Fich & Shivdasani 2006; Linck, Netter & Yang, 2008). Alguns autores, como Pearce e Zahra (1992), Dalton, Daily, Johnson e Ellstrand (1999) e Lehn, Patro e Zhao (2009), coincidem apontando que um grande número de membros no conselho de administração, favorece na diversidade de critérios e no nível de informação sobre os fatores que podem afetar o valor da corporação, além de ser um determinante importante para uma governança eficaz. Darmadi (2011) sugere que empresas com um maior número de membros no conselho de administração são susceptíveis a serem maiores, o que acarreta uma maior remuneração. Assim, um determinante natural da remuneração dos conselheiros é encontrado na própria composição do conselho (Darmadi, 2011; Manzaneque et al., 2011; Eulerich & Velte, 2014). Dada essa condição, espera-se que o tamanho do conselho influencie positivamente na remuneração dos conselheiros. Assim, apresenta-se a quinta hipótese desta pesquisa:

H<sub>5</sub>: Há uma associação positiva entre tamanho do conselho de administração e a remuneração dos membros do conselho de administração.

Os conselhos de administração são compostos por *insiders* (membros internos) e os *outsiders* (membros externos ou independentes), a existência de dois tipos de membros dá valor à corporação (Manzaneque et al., 2011). Embora os membros independentes possam ter os



seus próprios interesses em relação aos objetivos da empresa (Raheja, 2005), os mesmos são uma importante fonte de informação para o conselho (Fernández & Gómez, 1999). Os membros de fora da empresa são mais independentes, garantindo maior controle, apesar do fato de que eles possam ter menos informações sobre oportunidades ou riscos que a empresa possa empresa (Linck et al., 2008). Em relação a isso, a CVM (2002) em sua cartilha de boas práticas de Governança Corporativa e diversos códigos de Governança Corporativa diversos países (Manzaneque et al., 2011), recomendam que o conselho deve possuir o maior número possível de membros independentes na administração da companhia. A partir do que foi mencionado, espera-se que conselhos com uma maior proporção de membros independentes tenha um impacto positivo sobre a remuneração do conselho de administração (Darmadi, 2011; Manzaneque et al., 2011). Do exposto, depreende-se a sexta hipótese deste estudo:

H<sub>6</sub>: Há uma associação positiva entre a proporção dos membros independentes do conselho de administração e a remuneração dos membros do conselho de administração.

A Teoria da Agência apoia a ideia de que a concentração de ações na empresa por parte de membros conselho de administração, como um importante mecanismo de Governança Corporativa, pois auxilia a exercer um maior controle dos custos da agência (Shleifer & Vishny, 1997; Holderness, 2003). No entanto, também aceita a possibilidade de que um excesso de participação na estrutura de propriedade pode ser utilizado por conselheiros para evitar seu desligamento no caso de comportamento ineficaz (Manzaneque et al., 2011). Além disso, quando a participação dos membros do conselho se agrava a ponto de que eles tornam-se os principais detentores das ações da empresa, surge novamente os conflitos de interesses (Manzaneque et al., 2011). Em relação à remuneração dos conselheiros, do ponto de vista da Teoria da Agência, empresas em que os membros do conselho de administração possuem uma maior concentração de ações, existe um maior incentivo para maximizar os retornos das ações, minimizando a importância de uma alta remuneração, visto que existe a participação nos lucros da empresa (Manzaneque et al., 2011; Andreas et al., 2012). Os aspectos destacados na literatura quanto a relação da concentração de ações dos membros do conselho de administração e a remuneração dos mesmos apoiam a sétima hipótese deste estudo:

H<sub>7</sub>: Há uma associação negativa entre a concentração de ações dos membros do conselho de administração e a remuneração dos membros do conselho de administração.

A análise teórica do impacto da propriedade familiar em custos de agência decorre da abordagem principal-agente clássica de Jensen e Meckling (1976) e leva à conclusão preliminar de que, no que diz respeito às empresas públicas com propriedade dispersa, as empresas familiares devem ser menos expostas a custos de agência, devido ao limitado grau de separação entre propriedade e controle. Além disso, em empresas familiares, caracterizada pela presença do fundador ou de seus sucessores, o compromisso da família leva a um acompanhamento mais intenso do comportamento dos gestores, minimizando assim o problema do parasitismo encontrado em empresas com estruturas de propriedade amplamente dispersa (Anderson & Reeb, 2003). Conforme DeAngelo e DeAngelo (2000), os acionistas de empresas familiares, buscam extrair rendas privadas através de dividendos especiais, regimes de compensação excessiva, e com transações com partes relacionadas. De acordo com Darmadi (2011), os membros que compõem o conselho de administração, em parte é devido às relações familiares com o fundador ou do acionista controlador. A partir dos argumentos expostos, espera-se que o controle familiar relaciona-se de forma positiva a remuneração do conselho de administração, visto que a presença do fundador (ou seus sucessores) e outros membros da família podem fazer parte do conselho. Tem-se, então, a oitava hipótese que direciona este estudo:

H<sub>8</sub>: Há uma associação positiva entre o controle familiar e a remuneração dos membros do conselho de administração.

A Tabela 1 demonstra um resumo dos fatores determinantes da remuneração do conselho de administração, demonstrando o sinal esperado por estes fatores, além de estudos empíricos já realizados anteriormente que verificaram os determinantes da remuneração do conselho de administração. Não foram encontrados estudos que analisaram a relação do desempenho econômico-financeiro, os mecanismos de Governança Corporativa com a remuneração do conselho de administração no âmbito brasileiro, apenas internacionais.

**Tabela 1 Resumo dos fatores determinantes da estrutura de capital**

<b>Categoria</b>	<b>Fatores específicos</b>	<b>Sinal esperado</b>	<b>Estudos empíricos</b>
Desempenho Econômico-financeiro	Tamanho	+	Manzaneque, et al. (2011); Andreas et al. (2012); Eulerich e Velte (2014).
	Alavancagem	-	Andreas et al. (2012); Eulerich e Velte (2014).
	Rentabilidade	+	Darmadi (2011); Andreas et al. (2012).
	Oportunidade de Investimento	+	Farrel et al. (2008).
Governança Corporativa	Tamanho do Conselho de Administração	+	Darmadi (2011); Manzaneque, et al. (2011); Eulerich e Velte (2014).
	Independência do Conselho de Administração	+	Darmadi (2011); Manzaneque, et al. (2011).
	Participação acionária dos membros do Conselho de Administração	-	Manzaneque et al. (2011); Andreas et al.(2012).
	Empresa Familiar	+	Darmadi (2011).

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os fatores determinantes da remuneração do conselho de administração, já foi objeto de estudo de diferentes ambientes e abordados por diversos autores em todo o mundo. Conforme observado pela Tabela 1, vários estudos empíricos utilizaram os fatores específicos supracitados, que determinam a remuneração do conselho de administração.

Farrel et al. (2008) buscaram analisar a remuneração dos conselheiros da administração, de uma amostra de 237 empresas pertencentes ao *ranking Fortune 500* dos Estados Unidos, no período de 1998 a 2004. Os autores utilizaram como fatores determinantes da remuneração dos conselheiros, o tamanho da empresa (medido pela receita total), oportunidade de investimento (*market to book*), rentabilidade (retorno do ativo total) e endividamento. Através de uma regressão linear múltipla feita ano por ano, os autores verificaram que o tamanho da empresa e a oportunidade de investimento foram positivamente significativas em todos os anos de análise. Já a rentabilidade e o endividamento, demonstraram uma relação negativa e positiva respectivamente, no ano de 1998.

O estudo de Darmadi (2011), analisou os determinantes da remuneração do conselho de administração, compreendendo 255 empresas listadas na *Indonesia Stock Exchange (IDX)*, no período de 2006 a 2007. Foi utilizado no estudo como variáveis de desempenho econômico-financeiro a rentabilidade, Q de Tobin, tamanho da empresa, alavancagem, segmento empresarial e a quantidade de subsidiárias. Já para os mecanismos de Governança Corporativa, o tamanho do conselho de administração, a independência do conselho de administração, participação acionária dos *blockholders*, participação acionária dos membros do conselho de administração e o controle familiar. Utilizando a análise de dados em painel, os resultados revelam que a rentabilidade, o tamanho da empresa, o controle familiar, bem como o número de membros do conselho e a independência do conselho estão associados positivamente com nível de compensação do conselho de administração.

A investigação de Manzaneque et al. (2011) verificou empiricamente a relação dos mecanismos de Governança Corporativa, do desempenho econômico-financeiro na remuneração do conselho de administração de 76 empresas de capital aberto da Espanha, no período de 2004 a 2009, através da regressão de dados em painel. Utilizando como mecanismos de Governança Corporativa a participação acionária dos membros do conselho de administração, tamanho do conselho de administração, independência do conselho de administração e a dualidade do CEO, bem como os indicadores econômico-financeiros o tamanho da empresa e a rentabilidade. Os resultados sugerem que o tamanho do conselho e o tamanho da firma, estão positivamente relacionados com a remuneração. Além disso, a independência e a participação acionária dos membros do conselho de administração, apresentaram uma relação negativa.

A pesquisa desenvolvida por Andreas et al. (2012), objetivou em analisar os fatores determinantes da remuneração do conselho de administração de empresas alemãs listadas em bolsa, pertencentes ao segmento *Prime Standard*, no período de 2005 a 2008. Os autores utilizaram dez indicadores econômico-financeiros e nove mecanismos de Governança Corporativa. Os achados da pesquisa com base na regressão de dados em painel, demonstram que o tamanho da firma, o fluxo de caixa livre e a rentabilidade, influenciam positivamente na remuneração dos conselheiros. Já a alavancagem, o tamanho do conselho de administração e a participação acionária dos conselheiros, impactaram de forma negativa.

O objetivo do estudo de Eulerich e Velte (2014) foi identificar os fatores que determinam a remuneração do conselho de administração de 128 empresas cotadas na bolsa alemã no exercício de 2011. Os autores utilizaram como fatores determinantes um conjunto de variáveis divididas em duas categorias, as de desempenho econômico-financeiro e as de Governança Corporativa. Foram utilizadas como variáveis de desempenho econômico-financeiro, tamanho da empresa, rotatividade dos empregados, número de empregados, alavancagem e rentabilidade. Quanto as de Governança Corporativa, o número de ações em circulação e o tamanho do conselho de administração. A análise realizada através de uma regressão linear múltipla, indicou que o tamanho da empresa e a rentabilidade (retorno sobre o patrimônio líquido e retorno sobre o capital investido) possuem um impacto positivo e a alavancagem um impacto negativo sobre a remuneração do conselho de administração. No entanto, os mecanismos de Governança Corporativa não apresentaram um impacto significativo sobre a remuneração conselho de administração.

#### **4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

O presente estudo possui característica descritiva que decorre do fato de que o estudo tem como finalidade descrever a situação identificada referente aos fatores determinantes da remuneração dos membros do conselho de administração das empresas pertencentes ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX) da BM&FBovespa. No tocante à abordagem do problema, esta pesquisa é classificada como quantitativa, que após a quantificação e mensuração dos dados, foi aplicado nos mesmos um tratamento estatístico de regressão em dados em painel.

Em relação aos procedimentos adotados neste estudo, tem-se uma pesquisa documental, visto que foram extraídos das demonstrações financeiras relativas ao de 2010 a 2013, retirados do banco de dados da *Thomson One Banker* e do formulário de referência. Optou-se pelo período inicial de 2010, pois foi o ano que começou a divulgação em formulário de referência a remuneração do conselho de administração e os mecanismos de Governança Corporativa.



#### 4.1 População e amostra

A população de pesquisa compreende empresas de capital aberto pertencentes ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX) da BM&FBovespa, perfazendo um total de 185 companhias. A amostra da pesquisa compreendeu em 116 empresas, que apresentavam todas as variáveis necessárias para análise, totalizando 464 observações. Não foi levada em consideração uma possível republicação dos relatórios financeiros após o mês de janeiro de 2015, data em que se efetuou a coleta dos dados.

#### 4.2 Procedimentos de coleta e análise dos dados

Neste estudo, como variável dependente, foram utilizadas três *proxys* para medir a remuneração dos membros do conselho de administração. A primeira foi medida pela remuneração total dos membros do conselho de administração (Darmadi, 2011; Andreas et al., 2012). A segunda foi medida pelo nível médio da remuneração dos membros do conselho de administração (Darmadi, 2011; Andreas et al., 2012). Por fim, a terceira foi medida pelos gastos com remuneração dos membros do conselho de administração (BYRD et al., 2010; DARMADI, 2011). Na Tabela 2 são apresentados as *proxys* para medir a remuneração.

**Tabela 2 Proxys da remuneração dos membros do conselho de administração**

Variável	Mensuração	Fonte
Remuneração Total	Log da remuneração total	Formulário de referência / item 13.2
Remuneração Média	$\frac{\text{Log da remuneração total}}{\text{n}^\circ \text{ de membros}}$	Formulário de referência / item 13.2
Gastos com Remuneração	$\frac{\text{Remuneração total}}{\text{Ativo Total}}$	Formulário de referência / item 13.2 <i>Thomson One Banker</i>

Fonte: Dados da pesquisa.

Foram utilizados quatro mecanismos de Governança Corporativa e quatro indicadores de desempenho econômico-financeiro, abordados pela literatura e apresentados na seção de formulação das hipóteses. Os mecanismos de Governança Corporativa utilizados neste estudo estão dispostos na Tabela 3.

**Tabela 3 Mecanismos de Governança Corporativa**

Variável	Mensuração	Fonte
Empresa Familiar	<i>Dummy</i> . Atribui-se 1 a empresa Familiar e 0 caso ao contrário.	Formulário de referência / item 15.1/2, 12.6/8 e 12.9
Tamanho do Conselho de Administração	Número total de membros no conselho de administração.	Formulário de referência / item 13.2
Independência do Conselho de Administração	$\frac{\text{n}^\circ \text{ de membros independentes}}{\text{n}^\circ \text{ de membros no conselho}}$	Formulário de referência / item 12.6/8
Participação acionária dos membros do Conselho de Administração (%)	Percentual de ações com os membros do conselho de administração.	Formulário de referência / item 13.5 e 15.1/2

Fonte: Elaborado pelos autores.

Neste estudo, os mecanismos observadas para definir uma empresa como familiar foram a concentração de propriedade com uma família e/ou a participação dos membros da família no conselho de administração (ao menos dois integrantes), visto que estas características são as mais utilizadas pelos pesquisadores (Shyu, 2011; Politelo, et al. 2014). Para determinar a empresa como familiar, foi utilizado um percentual de concentração mínimo de ações de 10%, pois este percentual é o mais utilizado pela literatura (Shyu, 2011; Politelo, et al. 2014).

Os indicadores de desempenho econômico-financeiro utilizados neste estudo estão dispostos na Tabela 4.

**Tabela 4 Indicadores de desempenho econômico-financeiros**

Variável	Mensuração	Fonte
Tamanho	Log do ativo total da empresa.	Thomson One Banker
Alavancagem	$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$	Thomson One Banker
Rentabilidade	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Thomson One Banker
Oportunidade de Investimento	$\frac{\text{Preço de Mercado} - \text{Fim do ano}}{\text{Valor Contábil por Ação}}$	Thomson One Banker

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para consecução do objetivo da pesquisa, procedeu-se a análise de quais variáveis são significativas para explicar o comportamento da remuneração dos membros do conselho de administração, valendo-se do *software* STATA e aplicando-se a técnica de regressão de dados em painel, uma vez que foi analisado um período de 2010 a 2013. Conforme Fávero et al. (2009, p. 388), “os modelos de dados em painel são utilizados para os casos em que diversas observações são monitoradas não em apenas um único instante de tempo, como dia, mês ou ano (*cross-section*), mas ao longo de vários períodos de tempo”.

De acordo com Fávero et al. (2009), os dados em painel possuem três abordagens: efeitos fixos que considera as alterações nas *cross-sections* ao longo do tempo; efeitos aleatórios que considera a possibilidade de que os termos de erros não estejam correlacionados com as variáveis explicativas; e *pooling* (*pooled ordinary least squares*) que representa a regressão em sua forma convencional, não levando em consideração a natureza de cada *cross-section* analisada.

Foram realizados os testes estatísticos de *Chow*, *LM* de *Breusch-Pagan* e *Hausman* para atender aos pressupostos da regressão de dados em painel, que são os testes que definem se deve ser utilizado o método *pooling*, efeitos fixos ou efeitos aleatórios, conforme preconiza Fávero et al. (2009). Primeiramente, foi aplicado o teste de *Chow* para verificar se o intercepto é igual (*pooling*) ou diferente (efeitos fixos) para todas as *cross-sections*. Posteriormente foi aplicado o teste *LM* de *Breusch-Pagan* para averiguar se a variância dos resíduos que refletem as diferenças individuais é igual (*pooling*) ou diferente (efeitos aleatórios) de zero. Por fim, foi aplicado o teste de *Hausman* para comparar os resultados do modelo de efeitos fixos com o de efeitos aleatórios. Os achados da pesquisa, são demonstrados na seção a seguir.

## 5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente, para análise dos dados, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa. O resultado da estatística descritiva é apresentado na Tabela 5.

**Tabela 5 Estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo – 2010 a 2013**

Variáveis	Ano	N. Familiar	N. Não Familiar	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
<b>Painel A – Remuneração do Conselho de Administração</b>							
Remuneração Total	2010	39	77	7,85	2,74	5,94	0,65
	2011	39	77	8,02	4,45	6,02	0,53
	2012	39	77	8,01	4,49	6,11	0,52
	2013	39	77	8,01	4,49	6,15	0,52
Remuneração Média	2010	39	77	2,09	0,27	0,86	0,28
	2011	39	77	1,57	0,30	0,87	0,25
	2012	39	77	1,58	0,29	0,85	0,26
	2013	39	77	1,66	0,30	0,86	0,26
Gastos com Remuneração	2010	39	77	0,42	0,00	0,05	0,07
	2011	39	77	0,39	0,00	0,05	0,07
	2012	39	77	0,40	0,00	0,06	0,08
	2013	39	77	0,47	0,00	0,06	0,08

## Contabilidade e Controladoria no Século XXI

**Painel B – Indicadores Econômico-financeiros**

Tamanho	2010	39	77	5,90	1,84	3,65	0,73
	2011	39	77	5,98	2,10	3,72	0,72
	2012	39	77	6,05	1,90	3,78	0,73
	2013	39	77	6,12	1,96	3,80	0,70
Alavancagem	2010	39	77	67,34	0,01	28,40	16,55
	2011	39	77	62,12	0,01	30,68	16,36
	2012	39	77	64,35	0,01	31,97	16,72
	2013	39	77	75,67	0,01	32,08	17,55
Rentabilidade	2010	39	77	289,95	-28,08	10,92	26,96
	2011	39	77	111,50	-8,57	8,01	11,43
	2012	39	77	39,64	-11,02	6,71	6,54
	2013	39	77	86,72	-70,86	6,31	11,71
Oportunidade de Investimento	2010	39	77	39,63	0,36	2,87	4,18
	2011	39	77	20,08	0,28	2,14	2,60
	2012	39	77	51,79	0,13	2,91	5,61
	2013	39	77	26,08	0,13	2,34	3,12

**Painel C – Mecanismos de Governança Corporativa**

Tamanho do Conselho de Administração	2010	39	77	22	3	7,70	3,03
	2011	39	77	20	4	7,59	2,74
	2012	39	77	21	4	7,94	2,91
	2013	39	77	21	4	7,92	2,94
Independência do Conselho de Administração	2010	39	77	0,75	0,00	0,22	0,22
	2011	39	77	0,80	0,00	0,25	0,22
	2012	39	77	0,80	0,00	0,25	0,21
	2013	39	77	0,75	0,00	0,27	0,21
Participação acionária dos membros do Conselho de Administração (%)	2010	39	77	87,58	0,00	8,68	17,81
	2011	39	77	77,76	0,00	7,62	16,92
	2012	39	77	89,67	0,00	8,18	17,55
	2013	39	77	89,67	0,00	8,96	18,12

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme se observa na Tabela 5, permite inferir que as empresas pertencentes ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX) da BM&FBovespa é composto por um grupo homogêneo de empresas na questão dos índices de remuneração total e média. Entretanto, o grupo de empresas apresenta uma grande variabilidade quando avaliado a remuneração pelo ativo total da empresa. Além disso, as empresas da amostra, em média, gastam 0,05 a 0,06 por cento do valor contábil de seus ativos para remunerar seus conselheiros.

Verifica-se ainda uma proximidade das empresas quanto ao seu tamanho em todos os anos analisados. Para a variável alavancagem, é perceptível que existem companhias com baixo endividamento (próximo a zero) bem como empresas com alto grau de endividamento, contudo o desvio-padrão foi menor que a média em todos os anos analisados, apresentando uma homogeneidade entre as empresas.

A rentabilidade revela que as empresas evidenciaram significativos prejuízos, ao passo que empresas evidenciaram significativos lucros demonstrando que as empresas pertencentes a amostra, possuem uma heterogeneidade no seu desempenho cujos motivos podem ser os mais variados. Para a oportunidade de investimento, os achados demonstram uma disparidade do indicador entre as empresas, ou seja, algumas empresas apresentaram um valor contábil maior que o valor de mercado, pois seu indicador foi menor que 1, isso indica que algumas empresas estão desvalorizadas perante ao mercado, ao passo que existem empresas que estão valorizadas.

Por fim, quanto aos mecanismos de Governança Corporativa, verifica-se uma similaridade entre as organizações pertencentes ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX), como o tamanho e a independência do conselho de administração. Em contraponto, averigua-se uma dissimilaridade quanto a participação acionária dos conselheiros, visto que o desvio-padrão foi maior que a média em todos os anos analisados, pois existem empresas as quais os conselheiros não possuem ações.

Os resultados dos testes estatísticos de *F* de *Chow*, *LM* de *Breusch-Pagan* e *Hausman* demonstraram que para a Remuneração Total e Remuneração Média deve ser utilizado o modelo de efeitos aleatórios. Quanto aos Gastos com Remuneração, o modelo de efeitos fixos é o mais adequado. Na Tabela 6 apresenta-se os resultados da regressão em dados em painel.

**Tabela 6 Regressão de dados em painel na compensação do conselho sobre o desempenho econômico-financeiro e Governança Corporativa**

Variáveis	Efeitos Aleatórios	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos
	Remuneração Total	Remuneração Média	Gastos com Remuneração
Tamanho	0,266*	0,046*	-719,101*
Alavancagem	0,001	0,000	-3,654
Rentabilidade	-0,002	0,000	-6,771*
Oportunidade de Investimento	0,002	-0,001	9,200
Tamanho do Conselho de Administração	0,051*	-0,085*	63,566*
Independência do Conselho de Administração	-0,094	-0,008	29,239
Participação acionária dos membros do Conselho de Administração	0,001	0,000	-1,355
Empresa Familiar	0,154	0,005	Omitido
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,145</b>	<b>0,680</b>	<b>0,885</b>
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	<b>0,130</b>	<b>0,675</b>	<b>0,843</b>
<b>Teste F/Wald</b>	<i>W</i> = 77,00	<i>W</i> = 971,11	<i>F</i> = 7,86
	Sig. <i>W</i> = 0,000	Sig. <i>W</i> = 0,000	Sig. <i>W</i> = 0,000
<b>Durbin-Watson</b>	<i>D-W</i> = 1,601	<i>D-W</i> = 1,744	<i>D-W</i> = 1,929
	<i>X</i> <sup>2</sup> = 377,33	<i>X</i> <sup>2</sup> = 429,96	<i>X</i> <sup>2</sup> = 377,89
<b>LM de Breusch-Pagan</b>	Sig. <i>X</i> <sup>2</sup> = 0,000	Sig. <i>X</i> <sup>2</sup> = 0,000	Sig. <i>X</i> <sup>2</sup> = 0,000
	<i>F</i> = 13,25	<i>F</i> = 17,12	<i>F</i> = 14,57
<b>F de Chow</b>	Sig. <i>F</i> = 0,000	Sig. <i>F</i> = 0,000	Sig. <i>F</i> = 0,000
	<i>X</i> <sup>2</sup> = 8,71	<i>X</i> <sup>2</sup> = 9,29	<i>X</i> <sup>2</sup> = 22,47
<b>Teste Hausman</b>	Sig. <i>X</i> <sup>2</sup> = 0,274	Sig. <i>X</i> <sup>2</sup> = 0,232	Sig. <i>X</i> <sup>2</sup> = 0,002

\* Significante ao nível de 1%  
Fonte: Dados da pesquisa.

O poder explicativo individual de cada variável independente testada indica que o “tamanho” é significativo. Apesar de significativa, a relação desta variável com a remuneração dos conselheiros apresentou dois resultados, uma relação positiva (remuneração total e média) e uma negativa (gastos com remuneração). O primeiro resultado implica que as grandes organizações são susceptíveis remunerarem melhor seus conselheiros, visto que tendem a possuir um maior nível de riscos. Já a segunda implica que empresas menores, mesmo com poucos ativos, gastam maior porcentagem de seus recursos financeiros para compensar os membros do conselho de administração. A relação entre as variáveis (remuneração total e média) permite aceitar a Hipótese 1 de que há uma associação positiva entre o tamanho da empresa e a remuneração dos membros do conselho de administração índice de governança corporativa, corroborando com as pesquisas de Manzanque, et al. (2011), Andreas et al. (2012) e Eulerich e Velte (2014).

A variável “alavancagem” apresentou relação positiva com a remuneração total e média e negativa com os gastos com remuneração, porém não significativa em todos os índices de remuneração. Isso posto, depreende que a pesquisa proporciona indicativos para apoiar os achados de Darmadi (2011) que analisou as empresas das Indonésia, ou seja as empresas brasileiras mesmo possuindo altos níveis de endividamento, pagam altas remuneração aos seus conselheiros. Já as empresas menos endividadas, gastam uma maior porcentagem de seus recursos financeiros para compensar os membros do conselho de administração. Porém, os resultados de Andreas et al. (2012) e Eulerich e Velte (2014) apontam para uma relação negativa entre a alavancagem e a remuneração total e média, de que organizações menos endividadas e com elevado fluxo de caixa livre, são mais propensas a pagar uma maior remuneração aos seus conselheiros, assim esta variável denota que o tema necessita de maiores estudos. O resultado para a variável alavancagem não permite aceitar a Hipótese 2 de

que há uma associação negativa entre alavancagem da empresa e a remuneração dos membros do conselho de administração.

A rentabilidade, medida por meio do retorno do ativo total, apesar de apontar relação positiva para a remuneração média, tal relação não é significativa, assim pode-se rejeitar a hipótese 3 de que há uma associação positiva entre a rentabilidade e a remuneração dos membros do conselho de administração. As relações negativas encontradas para a remuneração total e gastos com remuneração, foi significativa apenas com os gastos, isso demonstra que as empresas brasileiras, igualmente com as empresas da Indonésia (DARMADI, 2011), que possuem uma menor rentabilidade, gastam uma maior porcentagem de seus recursos financeiros para compensar os membros do conselho de administração.

A oportunidade de investimento também não se mostrou significativa para os índices de remuneração do conselho administração. Apesar de não significativos, os resultados apontam que com maiores oportunidades de crescimento, normalmente remuneram melhor seus conselheiros (Farrel et al., 2008), contudo quando analisado a remuneração média, as empresas com menores oportunidades remuneram melhor. Tais resultados precisam ser melhor explorados tendo em vista que a relação não foi significativa, assim, não se aceita a Hipótese 4 da pesquisa.

Darmadi (2011), Manzanque, et al. (2011) e Eulerich e Velte (2014) apontam em suas pesquisas que um maior número de membros no conselho de administração implica em uma maior remuneração. Estes resultados são respaldados nesta pesquisa, visto que a variável mostrou-se positivamente significativa para a remuneração total e para os gastos com remuneração. A relação positiva entre as variáveis permite aceitar a Hipótese 5 de que há uma associação positiva entre tamanho do conselho de administração e a remuneração dos membros do conselho de administração. Apesar de ter demonstrado uma relação negativa e significativa com a remuneração média, tal achado também foi demonstrado em empresas alemãs no estudo de Andreas et al. (2012). Dessa forma, verifica-se as empresas brasileiras não pagam efetivamente uma alta remuneração para cada conselheiro quando a mesma possui muitos membros, ou seja empresas com baixo número de membros pagam uma remuneração maior quando analisada a remuneração pelo número de conselheiros.

A Hipótese 6 afirma que há uma associação positiva entre a proporção dos membros independentes do conselho de administração e a remuneração dos membros do conselho de administração. A variável independência do conselho não foi significativa, mas demonstrou uma relação negativa com a remuneração total e média, contrariando os estudos de Darmadi (2011) e Manzanque, et al. (2011). Tal achado deve-se ao fato que as empresas brasileiras com uma maior concentração de membros independentes, com base nos dados coletados, pagaram uma menor remuneração aos seus conselheiros, quando comparado com aquelas que possui uma menor concentração, contudo este aspecto precisa ser melhor explorado tendo em vista que a relação não foi significativa. Diante destes resultados não se aceita a Hipótese 6.

A participação acionária dos membros do conselho de administração, também não se demonstrou significativa para os três níveis de remuneração. Apesar de não significativos, os resultados apontam que empresas brasileiras ao qual os conselheiros possuam uma grande proporção de ações, também recebem uma maior remuneração, tanto no total como na média, rejeitando a Hipótese 7 de que há uma associação negativa entre a concentração de ações dos membros do conselho de administração e a remuneração dos membros do conselho de administração. Além disso, quanto menor for a concentração de ações pelos conselheiros, maior é a porcentagem de uso pelas empresas de seus recursos financeiros para compensar os membros do conselho de administração. Contudo, tais achados precisam ser melhor explorados tendo em vista que as relações não foram significativas.



Por fim, a variável “Empresa Familiar” apresentou relação positiva, porém não significativa com a remuneração dos conselheiros (total e média). Estes resultados apresentam indicativos de que a empresa estar em controle familiar implica em uma maior remuneração aos membros do conselho de administração. Visto que a variável é *dummy*, quando relacionada com os gastos com remuneração, ficou com o coeficiente omitido, pelo pressuposto de que os efeitos fixos não rodar uma variável categórica em que todos os anos são iguais. Estes resultados apresentam indicativos para apoio a concepção de Darmadi (2011), isso pode indicar que, em parte, a desapropriação de ativos pelo acionista controlador, que pode ser visto a partir da compensação relativamente excessiva para os membros do conselho em empresas de controle familiar. Entretanto, este aspecto precisa ser melhor explorado tendo em vista que as relações não foram significativas. Os resultados expostos implicam na rejeição da Hipótese 8.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou os fatores determinantes da remuneração dos membros do conselho de administração das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa que compõem ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX), no período de 2010 a 2013. Para consecução do objetivo proposto procedeu-se uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa por meio de análise documental. Da população de 185 empresas do Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX), 116 compuseram a amostra, totalizando 464 observações.

Para a análise dos resultados foram utilizados diferentes testes estatísticos, como segue: (i) a caracterização da amostra por meio de estatística descritiva; (ii) os testes de *Chow*, *LM* de *Breusch-Pagan* e *Hausman* para definir se deve ser utilizado o método *pooling*, efeitos fixos ou aleatórios na regressão de dados em painel; (iii) regressão por meio de dados em painel de efeitos aleatórios para verificar quais fatores determinam a remuneração total e média dos conselheiros, e efeitos fixos para os gastos com remuneração.

Os resultados apontam que, o tamanho da empresa implica como um fator determinante na remuneração do conselho de administração. Com base nos achados, o tamanho da empresa da empresa apresentou uma relação positiva para a remuneração total e média, demonstrando que as grandes organizações são susceptíveis remunerarem melhor seus conselheiros, visto que tendem a possuir um maior nível de risco. Já para os gastos com remuneração, apresentou uma relação negativa, ou seja empresas menores, mesmo com poucos ativos, gastam maior porcentagem de seus recursos financeiros para compensar os membros do conselho de administração.

A rentabilidade outro fator impactante na remuneração dos conselheiros, apresentou uma relação negativa e significativa com os gastos com remuneração. Desse modo, organizações que possuem uma menor rentabilidade, gastam uma maior porcentagem de seus recursos financeiros para compensar os membros do conselho de administração.

Por fim, o tamanho do conselho de administração também se demonstrou um fator impactante na remuneração. A relação positiva entre o tamanho do conselho e a remuneração total e os gastos com remuneração, permite aceitar que um maior número de membros no conselho de administração implica em uma maior remuneração. Por sua vez, a relação negativa e significativa com a remuneração média, demonstra que as empresas brasileiras pertencentes a amostra, não pagam efetivamente uma alta remuneração para cada conselheiro quando a mesma possui muitos membros, ou seja empresas com baixo número de membros pagam uma remuneração maior quando analisada a remuneração pelo número de conselheiros.

As demais variáveis explicativas testadas no caso brasileiro não se mostraram relevantes para explicar o nível de remuneração dos membros do conselho de administração das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa que compõem ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCX), contrariando os resultados obtidos em empresas estadunidenses, espanholas, indonésias e alemãs. Tais resultados podem estar relacionados às diferenças específicas existentes entre os mercados, o que ressalta a importância da condução de mais pesquisas que investiguem o caso brasileiro em maior profundidade.

Este estudo, apesar de suas contribuições no que tange a verificação dos fatores que determinam a remuneração dos membros do conselho de administração, possui limitações. Destaca-se como limitação a utilização apenas de um índice de Governança Corporativa da BM&FBovespa, que impossibilita a generalização para todas as empresas de capital aberto. Outra limitação encontra-se nas variáveis determinantes utilizadas, visto que pode haver outras variáveis que não foram abordadas neste estudo.

Recomenda-se, para pesquisas futuras, a replicação desta pesquisa em outro índice de governança, setor ou outro país para comparabilidade dos achados. Recomenda-se também a utilização de outras variáveis de Governança Corporativa e indicadores econômico-financeiros como determinantes da remuneração dos membros do conselho de administração. Recomenda-se ainda, analisar por tipo de remuneração (fixa, variável ou outros) para expandir os conhecimentos a respeito da remuneração dos conselheiros das empresas brasileiras.

## REFERÊNCIAS

- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1327.
- Andreas, J. M., Rapp, M. S., & Wolff, M. (2012). Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data. *Review of Managerial Science*, 6(1), 33-79.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation & private property*. Harcourt: Brace & World Inc.
- Byrd J., Cooperman, E. S., & Wolfe, G. A. (2010). Director tenure and the compensation of bank CEOs. *Managerial Finance*, 36(2), 86-102.
- Dalton, D., Daily, C., Johnson, J., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674-686.
- Darmadi, S. (2011). *Board Compensation, Corporate Governance, and Firm Performance in Indonesia*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1907103>.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2000). Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: a study of the Times Mirror Company. *Journal of Financial Economics*, 56(2), 153-207.
- Dong, M., & Ozkan, A. (2008). Institutional investors and director pay: an empirical study of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 16-29.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: an assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Eulerich, M., & Velte, P. (2014). Determinants of executive board remuneration. *Corporate Ownership & Control*, 11(4), 96-113.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Farrel, K. A., Friesen, G. C., & Hersch, P. L. (2008). How do firms adjust director compensation? *Journal of Corporate Finance*, 14(2), 153-162.

- Fernández, A. I., & Gómez, S. (1999). El gobierno de la empresa: mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivos. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 100, 355-380.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors? *The Journal of Finance*, 61(2), 689-724.
- Holderness, C. G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. *Economic Policy Review*, 9(1), 51-64.
- Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74-91.
- Hsu, W.-Y., & Petchsakulwong, P. (2010). The impact of corporate governance on the efficiency performance of the Thai Non-Life insurance industry. *Genoveva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice*, 35(1), 28-49.
- Ingle, C., & Walt, N. (2005). Do board processes influence director and board performance? Statutory and performance implications. *Corporate Governance*, 13(5), 632-653.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Khanchel, I. (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis. *Managerial Auditing Journal*, 22(8), 740-760.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate Governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Lattate, M. (2013). *Governança Corporativa e a remuneração dos gestores*. São Paulo: Atlas.
- Lehn, K. M., Patro, S., & Zhao, M. (2009). Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000. *Financial Management*, 38(4), 747-780.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308-328.
- Linn, S., & Park D. (2005). Outside director compensation and the investment opportunity set. *Journal of Corporate Finance*, 11(4), 680-715.
- Manzaneque, M., Merino, E., & Banegas, R. (2011). Corporate Governance issues and director compensation structure in Spanish companies. *Journal of Business Management*, 5(22), 9164-9179.
- Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411-438.
- Politelo, L., & Cunha, P. R. da. (2013). Determinantes do nível de Governança Corporativa das empresas brasileiras de capital aberto do setor de consumo cíclico da BM&FBovespa. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 6(2), 211-235.
- Raheja, C. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283-305.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1977). A survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silveira, A. D. M. da, & Barros, L. A. B. de C. (2008). Determinantes da qualidade da Governança Corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração*, 14(3), 1-29.