

3 DADOS E METODOLOGIA

3.1.Dados

Nossa amostra abrange todas as empresas que tiveram capital aberto na BM&FBovespa em algum momento entre os anos de 2002 a 2009, o que totalizou 420 empresas. Esta é a mais ampla base de dados (em relação ao número de empresas e ao período) pública disponível sobre remuneração de executivos de empresas abertas brasileiras.

Para as variáveis de remuneração, consideramos a informação disponível nas atas das assembleias de acionistas arquivadas no site da CVM, que trata da remuneração máxima anual autorizada aos administradores. Apenas em alguns poucos casos, as empresas discriminavam a remuneração fixa e variável e entre conselho e diretoria. Assim, consideramos o valor agregado como a variável remuneração total. Já a remuneração individual média foi formada pela divisão da remuneração total pelo número de executivos da companhia. A variável de número de executivos é dada pelo somatório do número de diretores e conselheiros, ambos fornecidos pelos formulários de Informações Anuais (IAN) das companhias. É válido mencionar que, nos casos de acumulação de cargos na diretoria e conselho (ou seja, um membro da diretoria ser também membro do conselho) foi considerado como um total de dois executivos.

Foram utilizadas duas *proxies* para governança corporativa. A primeira é a listagem nos níveis diferenciados da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). A segunda é o índice de governança corporativa (CGI) desenvolvido por Leal e Carvalhal (2007). O CGI é um questionário composto de perguntas que mede a qualidade da governança em quatro dimensões: transparência, conselho de administração, estrutura de controle e direitos dos acionistas. A grande vantagem do CGI é que ele pode ser respondido objetivamente, por meio de dados públicos, o que permite avaliar as práticas de governança de um número maior de empresas, sem os vieses de entrevistas ou questionários qualitativos. Por fim, as informações

econômico-financeiras e societárias das empresas foram obtidas do banco de dados do Economática.

3.2. Metodologia

Nossa metodologia consiste em estimar regressões em painel da remuneração de executivos em função de variáveis que mensurem a governança corporativa, estrutura de capital e situação econômico-financeira das companhias. A técnica de painel permite analisar a relação entre remuneração de executivos e práticas de governança corporativa na dimensão das variáveis (entre as 420 empresas) e temporal (2002 a 2009).

Estimamos o seguinte modelo para analisar a relação entre governança corporativa e remuneração de executivos:

$$REMUN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{i,t} + \beta_2 ALAV_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 P/B_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 NUMEXE_{i,t} + \beta_7 VOT_{i,t} + \beta_8 TOT_{i,t} + \beta_9 FAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

onde REMUN é a remuneração da diretoria e do conselho de administração (total e individual média, dependendo da variável dependente utilizada) da empresa i no ano t ; CGI é o índice de governança corporativa desenvolvido por Leal e Carvalho (2007); ALAV é o indicador de alavancagem medido como passível exigível/ativo total; TAM é o tamanho da empresa, medido pelo logaritmo do ativo total da empresa; P/B é o *price-to-book*, medido como a razão entre o valor de mercado e o valor contábil das ações da empresa; ROA é uma medida de rentabilidade, definida como EBITDA/ativo total; NUMEXE é o número total de diretores e conselheiros de administração; VOT é o percentual de capital votante do controlador; TOT é o percentual do capital direto total do controlador; FAM é uma *dummy* que indica se a empresa é familiar (com base no fato do maior acionista ser ou não uma pessoa física).

Exercitamos diferentes especificações, alterando não somente a variável dependente (remuneração total e individual média) como também usando medidas alternativas de boas práticas de governança corporativa: NGC (*dummy* que indica se a empresa está listada nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa); TRANSP (sub-índice do CGI relacionado à transparência);

CONS (sub-índice do CGI relacionado ao conselho de administração), ECP (sub-índice do CGI relacionado à estrutura de controle da empresa) e DIR (sub-índice do CGI relacionado aos direitos dos acionistas).