

DIVULGAÇÃO DA REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES E O IMPACTO NO RETORNO DA AÇÃO NAS EMPRESAS FAMILIARES

RAFAEL SIQUEIRA MINGONE¹
FERNANDO DE ALMEIDA SANTOS²
NEUSA MARIA BASTOS FERNANDES DOS SANTOS³

RESUMO

O objetivo deste artigo é identificar se houve impacto no retorno da ação das empresas familiares que divulgaram a remuneração dos administradores. O método escolhido para investigação do problema foi o estudo quantitativo de eventos. O universo para este estudo são as empresas negociadas na B3 que passaram a ser obrigadas a reapresentarem o Formulário de Referência, contendo 49 empresas. Os dados secundários foram extraídos da Comissão de Valores Mobiliários. Os retornos foram calculados a partir do preço de fechamento diário das ações extraídos da Plataforma Econômica. O método escolhido para investigação do problema foi o estudo de eventos. No Brasil, este assunto tem gerado grandes debates desde a publicação da Instrução CVM 480 (ICVM 480) que obrigou as companhias abertas a divulgarem a remuneração mínima, média e máxima dos administradores de cada órgão social (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal). Portanto, este artigo contribui com a investigação de possíveis indícios de que a divulgação da remuneração dos administradores de empresas familiares impactou de forma estatisticamente.

Palavras-chave: Governança corporativa; Teoria da agência; Remuneração dos administradores; Conflito de interesse; Empresas familiares.

¹ Mestre em Ciências Contábeis e Atuariais pela Pontifícia Universidade Católica (PUC-SP) - rafael.mingone@terra.com.br

² Doutor em Ciências Sociais pela Pontifícia Universidade Católica (PUC-SP). Coordenador do Programa de Mestrado Profissional em Ciências Contábeis, Controladoria e Finanças na Pontifícia Universidade Católica (PUC-SP). - almeidasantos@pucsp.br

³ Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP). Professora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP). admneusa@pucsp.br

MANAGERS' COMPENSATION DISCLOSURE AND THE IMPACT ON SHARE RETURN ON FAMILY BUSINESS

ABSTRACT

The purpose of this article is to identify if there was an impact on the return of family companies that disclosed the management compensation. The method chosen to investigate the problem was the quantitative study of events. The universe for this study is the companies traded on the São Paulo Stock Exchange, which are now required to resubmit the Reference Form, which contains 49 companies. Secondary data were taken from the Securities Commission. Returns were calculated from the daily closing price of shares extracted from the Economática Platform. The method chosen to investigate the problem was the study of events. In Brazil, this issue has generated great debate since the publication of CVM Instruction 480 (ICVM 480), which obliged publicly-held companies to disclose the minimum, average and maximum compensation of the directors of each corporate body (board of directors, board of executive officers and fiscal council). Therefore, this article contributes to the investigation of possible indications that the disclosure of the remuneration of family business managers has a statistically significant impact.

Keywords: Corporate governance; Agency theory; C-level compensation; Conflict of interest; Family business.

1. INTRODUÇÃO

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) conceitua que governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, administradores e órgãos de fiscalização e controle. As boas práticas se convertem em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico da organização (IBGC, 2017).

Do ponto de vista de recomendações objetivas destacam-se os temas de reconhecimento de receita, depreciação, transações com partes relacionadas, provisão para contingências, remuneração, dividendos e gestão de riscos. Boa parte das crises corporativas podem ser explicadas por um ou mais desses fatores. A remuneração dos administradores é objeto constante de preocupação por parte de investidores e entidades de regulação e autorregulação do mercado de capitais. Notadamente, em empresas com controlador definido, este tema sugere conflito de interesse nas deliberações.

No âmbito acadêmico, diversos estudos corroboram com tal relevância a partir de investigações que buscam relacionar a questão dos incentivos ao desempenho geral da organização, ao alinhamento de interesses entre proprietários e administradores, à atração e retenção de talentos etc. Outros debates se sustentam no comportamento dos investidores diante de novas notícias.

Dados de 333 empresas indicam que a relação entre remuneração e desempenho pode ocorrer tanto com desempenho financeiro, quanto com desempenho de mercado, tanto em termos de relações de curto prazo, quanto de relações de longo prazo. Incrementos na remuneração tendem a gerar melhores desempenhos futuros. Os resultados do estudo “Remuneração de Executivos e Desempenho no Mercado Brasileiro: Relações Contemporâneas e Defasadas” sugerem relação bidirecional entre remuneração e desempenho (Aguiar & Pimentel, 2017).

O estudo “Estrutura de Propriedade e Remuneração dos Executivos” chegou à conclusão de que existe uma relação negativa entre a estrutura de propriedade e a remuneração dos executivos das companhias abertas no Brasil, o que indica que

quanto mais concentrada for a propriedade, menor será a remuneração dos executivos (Theiss & Beuren, 2015).

É importante ressaltar que a matéria de propriedade e controle se dá nas formas de direito e/ou de fato a partir de estruturas societárias diversas, em que alguns casos não é possível a identificação direta do controlador, pois este pode exercer o poder de forma indireta e/ou difusa. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem atuado no sentido de inibir que controladores na função de administrador deliberem em assuntos com potencial e flagrante conflito de interesse.

Crises corporativas suscitam ainda mais o debate em torno do tema remuneração. Não por acaso, isso ocorre pelo fato de que algumas companhias entraram em sérias dificuldades ao mesmo tempo em que seus executivos receberam montantes expressivos de remuneração.

No Brasil, este assunto tem gerado grandes debates desde a publicação da Instrução CVM 480 (ICVM 480) que obrigou as companhias abertas a divulgarem a remuneração mínima, média e máxima dos administradores de cada órgão social (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal).

Diante do exposto, o objetivo deste artigo é identificar se houve impacto no retorno da ação das empresas que divulgaram a remuneração dos administradores após o Ofício Circular SEP nº 4/2018 da CVM, publicado em 13/06/2018. Deste universo, foram extraídas para a amostra as empresas com características familiares.

A justificativa para este estudo é que as companhias que aderiram à liminar do Ibef-RJ anteriormente, passaram a ficar obrigadas até o dia 25/06/2018 a rerepresentarem o formulário de referência (FR) de acordo com a ICVM 480, atualizando o item 13.11 acerca da remuneração mínima, média e máxima dos administradores de cada órgão social (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal).

O objeto, portanto, são as companhias abertas familiares que rerepresentaram o FR entre os dias 13/06/2018 e 25/06/2018. De natureza quantitativa, a partir da metodologia de estudo de eventos, o presente artigo pretende investigar se há evidências de que a divulgação da remuneração impactou de forma estatisticamente significativa o retorno das ações das empresas pesquisadas.

Nesse sentido, a problematização que se apresenta é: houve impacto no retorno da ação das empresas que divulgaram a remuneração dos administradores entre as datas de 13/06/2018 e 25/06/2018? A hipótese nula (H_0) é que a divulgação da remuneração não impactou de forma estatisticamente significativa o retorno da ação das empresas pesquisadas.

As contribuições deste estudo estão no fato de que a transparência pode ser um instrumento de transformação da sociedade e, ao relacionar a divulgação da remuneração com o desempenho da ação, a academia tem mais uma contribuição relacionada ao tema. Ainda, em especial, porque se está avaliando a questão central a partir da ótica das empresas de natureza familiar.

Para tanto, este trabalho está estruturado da seguinte forma: na metodologia são apresentados o tipo de dado coletado, a amostra e os critérios de seleção, o método utilizado para a investigação do problema, o tipo de pesquisa e o período em que o estudo foi realizado. Já o referencial teórico se baseou na teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976) e na hipótese dos mercados eficientes (Fama, 1970). Foram levantados os trabalhos relacionados ao tema remuneração nas plataformas Scielo, Scopus e Google acadêmico e estes são apresentados no tópico antecedentes para o problema. A análise dos resultados aborda os achados em torno do problema formulado. Por fim, as considerações finais retomam o contexto deste artigo, as motivações para tal estudo, os antecedentes, as teorias e os resultados encontrados.

Tendo em vista as diferenças nas políticas de remuneração das companhias, as considerações extraídas da pesquisa não devem ser generalizadas para outras instituições. Ressalta-se ainda que este trabalho tem como objetivo identificar possíveis indícios de impacto no retorno das ações a partir da divulgação da remuneração, não sendo possível explicar qualquer oscilação nos volumes e preços somente por este fato isolado.

2. REFERENCIAL TEÓRICO E ANTECEDENTES PARA O PROBLEMA

2.1. Teoria da Agência

O estudo pioneiro que tratou sobre estrutura de propriedade é o de Berle e Means (1932). Silveira (2004), Silva (2006) e Okimura, Silveira e Rocha (2007) estudaram a diversidade de estruturas de propriedade, característica essa inerente do mercado brasileiro que se destaca pela alta concentração em grupos familiares. Isso se dá pela posse de ações e pelo controle na tomada de decisão. A baixa proteção dos minoritários e uma atuação passiva desses podem aumentar os conflitos de interesse.

Silveira (2004) argumenta que uma propriedade concentrada pode resultar em problemas de agência, devido a objetivos distintos entre os interesses dos acionistas da empresa, principalmente entre controladores e minoritários. No contexto brasileiro, há a predominância da estrutura de concentração do poder político e econômico.

Já Silva (2006) traz luz às formas com que o controlador exerce o seu poder sobre a propriedade, podendo-se destacar as diversas classes de ações como ordinárias, preferenciais ou superpreferenciais, cada uma com características distintas de direitos e deveres. O autor cita ainda as participações cruzadas, piramidais e os acordos de acionistas como instrumentos que são utilizados pelos controladores.

Dessa forma o proprietário garante benefícios, além de maior possibilidade de influenciar em temas de interesse como remuneração, por exemplo (Silva, 2004). Okimura, Silveira e Rocha (2007) destacam a garantia de direitos sobre o fluxo de caixa da entidade, com a possibilidade de distribuição de dividendos.

Jensen e Meckling (1976) trabalharam com a ideia de que o acionista controlador expropria riqueza de outros acionistas pelo pagamento de honorários excessivos para si mesmo, pelas posições no conselho de administração para si ou familiares e parentes e pelo pagamento ou recebimento de preços de transferências para empresas das quais são proprietários.

No contexto brasileiro, de acordo com Bortolon (2010), a utilização de ações sem direito a voto, ou seja, ações preferenciais, garante o exercício do controle sem que seja necessário um alto investimento. Isso gera desvios de direitos sobre voto e propriedade, além de incentivos aos benefícios privados. Esse mecanismo pode ser representado pelo direito de controle em excesso. Para Silveira, Barros e Famá (2004) quanto maior o excesso de direito de controle em relação ao direito sobre o fluxo de caixa do controlador, pior será o nível de governança e maior a possibilidade de benefícios privados pelos controladores.

Este estudo considera a possibilidade do controlador, na função de administrador, influenciar na sua própria remuneração por meio de alternativas atreladas à estrutura de propriedade, de acordo com estudos estrangeiros como os de Yurtoglu e Haid (2006), Jiang (2008), Masulis, Wang e Xie (2009), Barontini e Bozzi (2010), Cao, Pan e Tian (2011) e de estudos nacionais como os de Okimura, Silveira e Rocha (2007), Aldrighi e Postali (2011) e Souza (2012).

A separação de propriedade e gestão é um dos temas centrais da governança corporativa. Essa segregação de papéis é o estágio inicial de um processo de aprimoramento do processo decisório relacionado, na maioria das vezes, com o estágio de evolução das organizações e com a necessidade de capital.

Desta evolução, no entanto, surgiram os problemas de agência que, de acordo com Segatto-Mendes (2001), ocorre quando o principal (acionista) delega poderes e autoridade ao agente (administrador) para tomar decisões. Eisenhardt (1989) enfatiza que os seres humanos agem por interesses próprios com a intenção de oportunismo. Para que haja um alinhamento de interesses são estabelecidos mecanismos de incentivo entre proprietários e administrador. Destes mecanismos surgem os custos de agência.

Para Jensen e Murphy (1990) é possível exemplificar a teoria da agência quando o acionista, ao apresentar informações sobre as atividades da empresa, concebe contratos com a imposição e especificação de metas a serem cumpridas. A resultante, a partir do momento em que há outros interessados, é que ocorra algum efeito de assimetria da informação. Para diminuir possíveis problemas de agência, as empresas adotam as boas práticas de governança corporativa (Arruda, Madruga & Júnior, 2008).

A governança corporativa, neste contexto, nasce para alinhar interesses e proteger o empreendimento. Jensen e Meckling (1976) esclarecem temas relativos à teoria dos direitos de propriedade, teoria da agência e teoria de finanças. Alinhado a este referencial teórico e de acordo com o interesse do gestor e de mecanismos internos e externos de controle da propriedade, é estabelecida a estrutura acionária da companhia, assim como os incentivos dos executivos. Os mecanismos de incentivo podem surgir por meio da remuneração fixa, remuneração variável como bônus pelo atingimento de determinados resultados, ações, opções de ações, dentre outros.

2.2. Hipótese da Eficiência de Mercado

A Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM), de Fama (1970), baseia-se no modelo clássico de finanças e seus pressupostos estão relacionados ao comportamento humano racional, que maximiza utilidades e é apto a processar de maneira ótima todas as informações disponíveis (Famá, Cioffi & Coelho, 2008).

O estudo de Fama (1970) parte da alegação de que o mercado eficiente é aquele em que os preços refletem plenamente as informações disponíveis.

Sendo assim, o mercado financeiro e de capitais considera essas informações pelas mudanças instantâneas nos preços das ações, refletindo no valor presente de todos os lucros atuais e futuros esperados por meio de um comportamento aleatório que tende a impactar os retornos (Campbell, 1990; Landsman & Maydew, 2001; Konchitchki & O'leary, 2011; Martin, Borah & Palmatier, 2017).

Segundo a HEM, os retornos refletem a nova informação disponível e o quão confiável é o preço da ação no mercado ao conjecturar a situação da empresa.

Para Fama (1970), no mercado eficiente, não existem custos de transação, ou seja, toda informação existente está disponível a custo zero para todos os participantes do mercado que possuem o mesmo conhecimento sobre o impacto da informação para o preço corrente e para a distribuição de preços futuros.

De acordo com Ruiz, Aké e Martínez (2014), o mercado é eficiente se novas informações relevantes causarem variação no retorno das ações.

Fama (1970) definiu três tipos de classificações, considerando o subconjunto de informações disponíveis, diferenciando-as quanto à relevância no processo de precificação dos ativos. São elas: fraca (preços refletem completamente as informações sobre o histórico do comportamento dos preços dos títulos); semiforte (preços refletem, além do histórico do comportamento dos preços, todas as informações publicamente disponíveis); e forte (preços refletem todas as informações disponíveis: históricas, públicas e privadas).

2.3. Antecedentes para o Problema

Diversos estudos corroboram com a relevância do tema remuneração a partir de investigações que buscam relacionar a questão dos incentivos ao desempenho geral da organização, ao alinhamento de interesses entre proprietários e administradores, à atração e retenção de talentos etc.

Em “Interferência do poder judiciário na regulação do mercado de valores mobiliários: caso da transparência da remuneração dos administradores no Brasil”, Viviane Muller Prado (2016) aborda elementos para reflexão de como o poder judiciário participa da regulação do mercado de capitais em conjunto com a CVM. Este achado possui relação direta com a temática do presente artigo.

As principais conclusões da pesquisa de 2016 são: (i) apesar de o Judiciário não ser chamado constantemente a se posicionar sobre as novas regras administrativas editadas pela CVM, há grande potencial da sua interferência tendendo à proteção de interesses individuais em contraposição a políticas regulatórias para desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, especialmente em sede liminar; (ii) a decisão judicial de proteção dos direitos individuais em prejuízo às políticas regulatórias da CVM pode ser mitigada por iniciativas dos participantes do mercado, sejam eles os investidores ou as próprias companhias listadas; e, por fim, (iii) no processo de internalização de padrões regulatórios internacionais, o Judiciário pode ser a instituição local que faz a ponderação e analisa a adequação da regra ao sistema jurídico brasileiro (Prado, 2016).

Destaca-se ainda o trabalho de Laís de Avila Gasparly (2017), em “Análise econômica do non-compliance de divulgação de remuneração de executivos no

Brasil: uma análise a partir da Instrução CVM nº 480/2009”, que analisou a obrigatoriedade de divulgação de informações de remuneração máxima, mínima e média dos órgãos da administração. A partir da metodologia de estudo de casos a autora concluiu que o que deveria servir para alinhar os interesses dos executivos com aqueles eleitos pelos acionistas como prioritários, em verdade, tem sido utilizado como forma de expropriação dos minoritários, por meio da maximização da riqueza dos próprios executivos (Gaspary, 2017).

Este artigo se soma aos demais, contribuindo com a investigação de possíveis indícios de que a divulgação da remuneração dos administradores de empresas familiares impactou de forma estatisticamente significativa o retorno das ações em sua forma fraca, semiforte ou forte.

Foram levantados os trabalhos relacionados com o termo remuneração nas plataformas Scielo, Scopus e Google acadêmico. A Figura 1 apresenta os artigos encontrados na plataforma Scielo entre o período de 2018 a 2001, publicados no Brasil e no exterior.

Estudo	Autores	Periódico
Remuneração variável, um estudo da relação com indicadores financeiros das companhias abertas brasileiras	Konraht, J. M.; Lunkes, R. J.; Gasparetto, V.; e Schnorrenberger, D.	Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión
Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias	De Souza, P. V. S.; Cardoso, R. L.; e Vieira, S. S. C.	REAd. Revista Eletrônica de Administração
Estrutura de capital e remuneração dos funcionários: evidência empírica no Brasil	Choi, D. Y.; Saito, R; e Silva, V. A B.	Revista de Administração Contemporânea
<i>Performance-based compensation vs. guaranteed compensation: contractual incentives and performance in the Brazilian banking industry</i>	Barbosa, K.; Bucione, A.; e Souza, A. P.	Economia Aplicada
Remuneração dos gestores, público-alvo e conflitos de interesse em	Sanematsu, F. C.	Economia Aplicada

fundos de ações no Brasil		
<i>Ownership concentration, top management and board compensation</i>	Pinto, M. B.; e Leal, R. P. C.	Revista de Administração Contemporânea
Uma análise das formas de remuneração dos sócios por meio do planejamento tributário	Gouveia, F. H. C.; e Afonso, L. E.	RAM. Revista de Administração Mackenzie
Modelos de remuneração e rendibilidade nas empresas familiares portuguesas	Pereira, I.; e Esperança, J. P.	Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa
Determinantes da remuneração nas empresas portuguesas	Duarte, C.; Esperança, J. P.; e Curto, J. D.	Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa
Remuneração e competências: retórica ou realidade?	Rodrigues, J. M.	Revista de Administração de Empresas
Remuneração em opções de ações: o SFAS 123 revisado	Galdi, F. C.; e Carvalho, L. N.	Revista Contabilidade & Finanças
Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC	Nunes, A. A.; e Marques, J. A. V. C.	Revista Contabilidade & Finanças
Sistemas de recompensa: uma análise empírica de antecedentes e consequências	Honrado, G.; Cunha, M. P.; e Cesário, F. J.	Análise Psicológica

Figura 1 – Artigos sobre o tema remuneração na plataforma *scielo*.

Fonte: elaborado pelos autores.

A partir do termo remuneração, na Figura 2 apresenta-se os artigos encontrados na plataforma *Scopus*, referentes ao ano de 2018 e que foram publicados no exterior.

Estudo	Autores	Periódico
<i>Identifying lobbying strategies: an analysis of public responses to the productivity commission inquiry into executive</i>	Beaumont, S.; Clarkson, P.; e Tutticci, I.	Journal of Contemporary Accounting and Economics

<i>remuneration in Australia</i>		
<i>Remuneration committees, shareholder dissent on CEO pay and the CEO pay-performance link</i>	Kent, P.; Kercher, K.; e Routledge, J.	Accounting and Finance
<i>Determinants and consequences of executive compensation-related shareholder activism and say-on-pay votes: a literature review and research agenda</i>	Obermann, J.; e Velte, P.	Journal of Accounting Literature
<i>Involuntary excess reserve and bankers' remuneration: evidence from Chinese banks</i>	Nguyen, T.V.H.; Boateng, A.; e Nguyen, T.C.	Applied Economics Letters
<i>On relative performance, remuneration and risk taking of asset managers</i>	Barucci, E.; La Bua, G.; e Marazzina, D.	Annals of Finance
<i>Executive's compensation, good corporate governance, ownership structure, and firm performance: A study of listed banks in Indonesia</i>	Chou, T. K.; E Buchdadi, A.D.	Journal of Business and Retail Management Research
<i>European banks' executive remuneration under the new European Union regulation</i>	De Andrés, P.; Reig, R.; e Vallelado, E.	Journal of Economic Policy Reform
<i>Do corporate social performance targets in executive compensation contribute to corporate social performance?</i>	Maas, K.	Journal of Business Ethics
<i>Executive compensation and employee remuneration: the flexible principles of justice in pay</i>	Magnan, M.; e Martin D.	Journal of Business Ethics
<i>Can management-sponsored non-binding remuneration votes shape the executive compensation structure? Evidence from say-on-pay votes in Germany</i>	Obermann, J.	European Journal of Finance

Figura 2 – Artigos sobre o tema remuneração na plataforma Scopus.

Fonte: elaborado pelos autores.

Na Figura 3, foram encontrados na plataforma *Google acadêmico* os seguintes artigos com o mesmo termo.

Estudo	Autores	Periódico
Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas	Beuren, I. M.; Da Silva, M. Z.; e Mazzioni S.	Revista de Administração FACES Journal
O sistema de remuneração e recompensas: um estudo bibliométrico	Gonçalves, W. A.; Corrêa, D. A.; Dos Santos, N. C.; e Machado, R. R.	Revista de Carreira e Pessoas
Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras	Krauter, E.	Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)
Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas	Da Silva, A. L. C.; e Yi Chien, A. C.	Redalyc
Remuneração estratégica e pacote de benefícios: um estudo de caso aplicado ao nível operacional de uma multinacional	Gheno, R.; e Berlitz, J.	Revista de Administração da UFSM
Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico	Do Nascimento, C.; Franco, L. M. G.; e Cherobim, A. P. M. S.	Revista Universo Contábil
A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro	Mazzioni, S.	Contabilidade Vista e Revista
Evidenciação da remuneração variável nas melhores empresas para se trabalhar listadas na BM&FBovespa: um estudo à luz dos cpcs 10 e 33	Miranda, K. F.; Tomé, W. C.; e Gallon, A. V.	Pensar Contábil
Teoria da agência e remuneração de executivos: influência do uso de <i>stock options</i> no desempenho das	Nascimento, E. M.; Neto, J. E. B.; Da Cunha, J. V. A.; e Dias, W. O.	RIGC

empresas brasileiras		
Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas	Machado, D. G; e Beuren, I. M.	RI FURG
A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras	De Vasconcelos, A. F.; e Do Monte, P. A.	Registro Contábil - Recont

Figura 3 – Artigos sobre o tema remuneração na plataforma Google acadêmico.

Fonte: elaborado pelos autores.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O universo para este estudo são as empresas negociadas na B3 que, a partir do Ofício Circular SEP nº 4/2018 da CVM, publicado em 13/06/2018, passaram a ficar obrigadas até o dia 25/06/2018 a reapresentarem o FR de acordo com a ICVM 480. Essa divulgação deveria ser feita por meio da atualização do item 13.11 acerca da remuneração mínima, média e máxima dos administradores de cada órgão social (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal). Deste conjunto de empresas que reapresentaram o FR, foi extraída a amostra daquelas que possuíam características familiares.

Os dados secundários foram extraídos da CVM, sendo possível identificar as empresas que reapresentaram o FR no período indicado entre a publicação do ofício e o prazo estabelecido pelo órgão regulador para cumprimento da exigência. Os retornos foram calculados a partir do preço de fechamento diário das ações extraídos da Plataforma Economática.

O método escolhido para investigação do problema foi o estudo de eventos. Essa metodologia permite mensurar o efeito de um evento em uma determinada variável ou conjunto de variáveis. Segundo Mackinlay, a primeira pesquisa do gênero foi a de Dolley em 1933, entretanto, Mackinlay (1977) é considerado o precursor do referido método. Por meio de uma ferramenta adequada de mensuração, que tem como base a hipótese da eficiência de mercado (HEM), se observa os impactos no preço das ações (Odendaal, 2014 & Ding et al., 2018). Os

procedimentos para a determinação de um estudo de eventos são destacados a seguir.

Na primeira etapa de definição dos eventos, o dia da ocorrência é considerado como a data zero, neste artigo de 13/06/2018. Ao redor da data zero é utilizada uma janela de eventos para observar alguns dias dos períodos ex-ante e ex-post. A janela de estimação é composta pelos dias anteriores ao início da janela do evento e a janela de comparação é composta pelas datas posteriores ao dia do evento (Mackinlay, 1977 e Camargos & Barbosa, 2006).

Na segunda etapa de critérios de seleção são feitos os cálculos dos retornos das ações juntamente com um índice da bolsa de valores para servir de proxy para o mercado. Nessa fase, a quantidade da amostra pode ser ajustada a fim de evitar sobreposição de eventos (Camargos & Barbosa, 2006, p. 50).

Em Mackinlay (1977), Camargos e Barbosa (2006), Santos et al. (2011) e Camargos e Barbosa (2015) o cálculo é realizado com base no retorno esperado e no retorno observado, após o acontecimento do evento para verificar a existência de retornos anormais (RA), estatisticamente significativos nos dias anteriores, na data do anúncio e nos dias posteriores ao evento. Esse RA é conhecido como um “desvio no resultado esperado” e pode ser calculado na terceira etapa pela seguinte fórmula (Santos et al., 2011, p. 6; Camargos & Barbosa, 2006):

$$RA = Rit - E(Rit)$$

em que Rit é o retorno esperado; E(Rit) é o retorno calculado pelo modelo; e t é o tempo do evento.

O fato da variância dos retornos aumentar próximo à data de divulgação do evento sinaliza que este contém informações relevantes (Camargos & Barbosa, 2006) e isso pode servir para detectar se houve a eficiência de mercado no que tange a reação imediata à divulgação do evento. O retorno normal pode ser calculado com a utilização da fórmula logarítmica (Camargos & Barbosa, 2006):

$$R_{i,nt} = \text{Ln} \left[\frac{P_{i,nt}}{P_{i,n}(t-nt)} \right]$$

em que $P_{i,t}$ é o preço da ação da empresa i , no dia t posterior ao intervalo i ocorrido desde a negociação anterior; $P_{i,n}(t - nt)$ é o preço da ação da empresa i , no dia t anterior ao intervalo i ocorrido desde a negociação anterior; e nt = intervalo de tempo decorrido desde a negociação anterior.

Para tratar os *outliers*, na quarta etapa, procedimento de estimação, deve-se utilizar testes de linearidade dos retornos de cada ação com os retornos de um índice da bolsa de valores, adotando-se um critério de exclusão de um nível de significância de uma determinada porcentagem. Na quinta etapa, procedimento de teste, o retorno anormal poderia ser acumulado dentro da janela de evento. A significância estatística dos retornos anormais do período do evento pode ser calculada para teste das hipóteses, análise da probabilidade de o evento afetar a distribuição normal e para identificar se o mercado reagiu à informação. Após essas etapas, podem ser realizadas as interpretações e conclusões (Camargos & Barbosa, 2006).

Do tipo hipotético-dedutivo este estudo foi realizado entre os meses de setembro e outubro de 2018 e, com os dados coletados e agrupados no excel, foram realizados os seguintes procedimentos estatísticos: (i) logaritmos naturais para forçar a distribuição normal; (ii) cálculo dos retornos anormais; e (iii) acumulação de retornos. O teste de significância estatística *p-value* verificou a probabilidade de o evento afetar a distribuição normal. A partir de um beta (β) menor que 5%, podem existir indícios de que o evento de divulgação da remuneração impactou de forma estatisticamente significativa os retornos das ações.

Retomando a hipótese nula apresentada na introdução deste artigo, H_0 é = a divulgação da remuneração não impactou de forma estatisticamente significativa o retorno da ação das empresas pesquisadas. Já a hipótese contrária, portanto, H_1 , resulta de que podem existir indícios de que o evento de divulgação da remuneração impactou de forma estatisticamente significativa os retornos das ações.

Na Figura 4, a janela de estimação representa o período de dias para o cálculo do β .

Janela de estimação	Janela de evento	Janela de comparação
←50 pregões	→ 10 pregões ←	8 pregões →

Figura 4 – Esquema geral das janelas de estimação, evento e comparação.

Fonte: Elaborado pelos autores.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Apresentação dos Resultados

O universo para este estudo são as 49 empresas negociadas na B3 que, a partir do Ofício Circular SEP nº 4/2018 da CVM, publicado em 13/06/2018, passaram a ficar obrigadas até o dia 25/06/2018 a rerepresentarem o FR de acordo com a ICVM 480. Essa divulgação deveria ser feita por meio da atualização do item 13.11 acerca da remuneração mínima, média e máxima dos administradores de cada órgão social (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal). Deste conjunto de empresas que rerepresentaram o FR foi extraída a amostra daquelas que possuíam características familiares.

As premissas para o enquadramento como empresas familiares foram: existência e evidências nos acordos de acionistas; existência e evidências de relação societária direta; existência e evidências de relação societária indireta; existência e evidências de controle direto; existência e evidências de controle indireto; existência e evidências de controle de fato; existência e evidências de controle de direito; avaliação sobre a composição dos órgãos da administração: existência de relação conjugal, união estável ou parentesco até o 2º grau relacionadas a administradores do emissor, controladas e controladores (item 12.9 do FR); e existência de relações de subordinação, prestação de serviço ou controle entre administradores e controladas, controladores e outros (item 12.10 do FR).

Diante desses quesitos, 35 empresas foram selecionadas para amostra. São elas: Alpargatas S.A., B2W – Companhia Digital, Banco Bradesco S.A., Banco Santander (Brasil) S.A., Bradespar S.A., Braskem S.A., CCR S.A., Cia Brasileira de Distribuição, Cia Gás de São Paulo – Comgás, Cia Siderúrgica Nacional, Cosan

Logística S.A., Cosan S.A. Indústria e Comércio, Duratex S.A., Elekeiroz S.A., Gerdau S.A., Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A., Itaú Unibanco Holding S.A., Itaúsa Investimentos Itaú S.A., Itautec S.A. – Grupo Itautec, Jereissati Participações S.A., JPSP Investimentos e Participações S.A., Kroton Educacional S.A., Lojas Americanas S.A., LPS Brasil – Consultoria de Imóveis S.A., Mangels Industrial S.A., Metalúrgica Gerdau S.A., Minerva S.A., Multiplus S.A., Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A., Rumo S.A., Suzano Holding S.A., Suzano Papel e Celulose S.A., Tegma Gestão Logística S.A. e Via Varejo S.A.

Para a determinação do dia t_0 foi considerada a data de reapresentação do formulário de referência, sendo que para as reapresentações realizadas após o encerramento do mercado o t_0 foi considerado o dia posterior. Na Tabela 1 observa-se as datas e horários das reapresentações.

Tabela 1 – Data de reapresentação do formulário de referência.

EMPRESAS	DATA
ALPARGATAS S.A	25/06/18 19:41
B2W – COMPANHIA DIGITAL	25/06/18 22:55
BANCO BRADESCO S.A	25/06/18 18:55
BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A	26/06/18 08:51
BRADSPAR S.A	25/06/18 18:32
BRASKEM S.A	26/06/18 09:00
CCR S.A	27/06/18 20:18
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO - CBD	08/08/18 19:23
CIA GÁS DE SÃO PAULO – COMGÁS	25/06/18 22:49
CIA SIDERÚRGICA NACIONAL	25/06/18 22:23
COSAN LOGÍSTICA S.A	25/06/18 23:57
COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	Não reapresentou
DURATEX S.A	25/06/18 19:31
ELEKEIROZ S.A	25/06/18 18:09
GERDAU S.A	25/06/18 18:28
GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A	25/05/18 23:10
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	25/06/18 18:19
ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A	25/06/18 20:10
ITAÚSA INVESTIMENTOS ITAÚ S.A	25/06/18 18:23
ITAUTEC S.A. – GRUPO ITAUTEC	25/06/18 18:54
JEREISSATI PARTICIPAÇÕES S.A	25/06/18 18:00
JPSP INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A	sem dados
KROTON EDUCACIONAL S.A	25/06/18 18:41
LOJAS AMERICANAS S.A	25/06/18 22:17
LPS BRASIL – CONSULTORIA DE IMÓVEIS S.A	07/11/18 12:26
MANGELS INDUSTRIAL S.A	25/06/18 18:55
METALÚRGICA GERDAU S.A	23/10/18 17:51
MINERVA S.A	25/06/18 19:15
MULTIPLUS S.A	25/06/18 22:19
PROFARMA DISTRIBUIDORA DE PRODUTOS FARMACÊUTICOS S.A	13/06/18 17:08
RUMO S.A	Não reapresentou
SUZANO HOLDING S.A	25/06/18 19:30
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A	25/06/18 19:33
TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S.A	25/06/18 18:13
VIA VAREJO S.A	25/06/18 23:04

Fonte: Elaborado pelos autores.

4.2. Discussão dos Resultados

Os resultados obtidos apontam para três grupos distintos. O primeiro deles é composto pelas empresas em que se demonstrou a hipótese de um mercado eficiente.

Tabela 2 – Apuração do *p-value* do primeiro grupo.

Dia	Alpargatas	Braskem	Comgas	Iguatemi	ItauUnibanco	Jereissati	Lojas Americanas	Profarma
8	0%	76%	0%	1%	0%	1%	2%	0%
7	0%	64%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
6	0%	41%	0%	0%	0%	1%	1%	0%
5	0%	13%	0%	2%	0%	1%	0%	0%
4	0%	6%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
3	0%	2%	0%	4%	0%	2%	0%	0%
2	0%	3%	0%	4%	0%	0%	0%	0%
1	0%	0%	0%	0%	6%	0%	0%	0%
0	0%	0%	0%	0%	3%	0%	0%	0%

Fonte: elaborado pelos autores.

Já o segundo grupo é composto pelas empresas em que se verificou a ineficiência de mercado, que retornos anormais significantes não foram detectados em dias posteriores ao evento.

Tabela 3 – Apuração do *p-value* do segundo grupo.

Dia	B2W	Santander	Bradespar	CBD	CSN	CosanLog	Gol	LPS	Mangels	Gerdau	Minerva	Multipius	SuzanoPapel	Tegma	ViaWarejo
8	86%	98%	47%	5%	100%	100%	78%	5%	96%	45%	100%	87%	93%	91%	100%
7	73%	95%	85%	6%	100%	100%	99%	94%	96%	24%	100%	72%	76%	97%	100%
6	47%	90%	90%	25%	100%	100%	100%	99%	100%	55%	100%	58%	90%	97%	100%
5	67%	98%	96%	30%	100%	99%	100%	100%	100%	97%	100%	47%	95%	99%	100%
4	75%	99%	70%	79%	100%	96%	100%	95%	100%	100%	100%	22%	97%	99%	100%
3	66%	98%	77%	90%	100%	83%	100%	26%	100%	98%	100%	15%	94%	98%	99%
2	72%	92%	45%	94%	100%	88%	96%	6%	100%	100%	99%	8%	98%	72%	97%
1	67%	76%	79%	91%	100%	89%	100%	9%	56%	100%	97%	5%	92%	21%	84%
0	70%	90%	88%	89%	100%	53%	100%	1%	62%	97%	96%	9%	95%	58%	69%

Fonte: elaborado pelos autores.

Por Kahneman e Tversky (1979) e Sewell (2007) entende-se que finanças comportamentais são estudos sobre o comportamento dos indivíduos, de acordo com as informações que esses recebem para a tomada de decisão de investimento. Em teoria de finanças é a racionalidade do homem no processo de tomada de decisões (Fama, 1970). A ideia é de que os movimentos de preços nas bolsas dependem de um grau muito considerável sobre a atitude mental dos agentes de mercado (Sewell, 2007).

Essas abordagens auxiliam na explicação das ineficiências de mercado. Kahneman e Tversky (1974) desenvolveram conceitos como representatividade, disponibilidade e ancoragem e devem ser levados em consideração ao se analisar a reação do mercado em relação à divulgação de informações relevantes.

Por fim, no último grupo de empresas identificou-se efeitos retardados nos retornos anormais estatisticamente significantes, mostrando uma reação atrasada do mercado. Retornos anormais em dias posteriores ao evento apontam para uma provável reação atrasada do mercado à divulgação das informações, o que indica que o mercado necessita de alguns dias para assimilar os novos fatos.

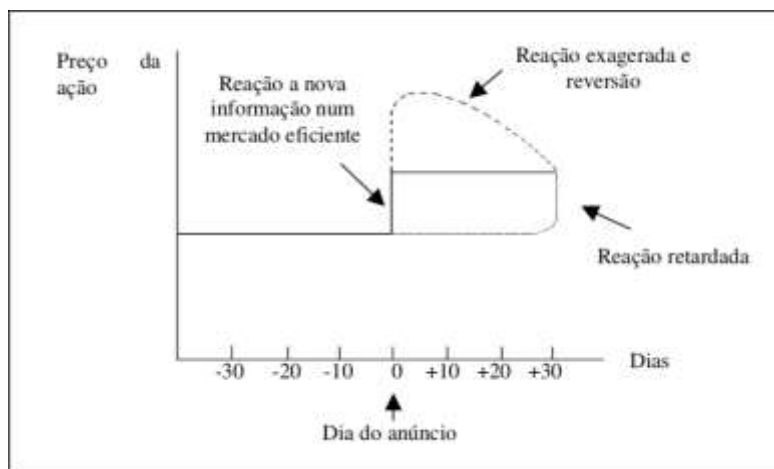
Tabela 4 – Apuração do *p-value* do terceiro grupo.

Dia	Bradesco	CCR	Duratex	Eleikeroz	Gerdau	Itausa	Itautec	Kroton
8	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%
7	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%
6	0%	0%	0%	0%	0%	3%	1%	2%
5	0%	1%	1%	0%	0%	2%	1%	0%
4	2%	3%	13%	0%	4%	11%	2%	38%
3	0%	14%	3%	0%	19%	22%	3%	86%
2	2%	55%	4%	35%	25%	12%	4%	73%
1	16%	12%	23%	50%	37%	15%	5%	87%
0	16%	37%	42%	64%	29%	30%	7%	74%

Fonte: elaborado pelos autores.

Na Figura 5 pode-se observar duas das reações apresentadas como resultado deste estudo: a reação à nova informação em um mercado eficiente e a reação retardada.

Figura 5 – Reação dos preços das ações.



Fonte: adaptado de Ross et al. (2015).

Segundo o IBGC, no estudo “Remuneração dos Administradores” (2018), quanto à postura diante de liminar para a não divulgação do item 13.11 do FR, as empresas que usam deste recurso apresentam maior média de remuneração dos conselheiros, quase o dobro da amostra total.

Em relação à postura diante da liminar para a não divulgação do item 13.11 do FR, as empresas que se apoiam em liminar apresentam maior média de remuneração média dos diretores estatutários, cerca de 1,9 vezes maior que a média da amostra total (IBGC, 2018).

Quanto à postura diante da liminar para a não divulgação do item 13.11 do FR, as empresas que se apoiam na liminar apresentam a maior média de remuneração dos conselheiros fiscais, que é aproximadamente 1,4 maior que o valor médio total (IBGC, 2018).

O acompanhamento percentual de empresas que se apoiaram na liminar do Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças – Rio de Janeiro (IBEF/RJ) para a não divulgação das informações do item 13.11 do FR, referentes ao período de 2010 a 2013 e 2016, aponta que houve aumento discreto de adesão de empresas no período de 2016, em todos os órgãos da administração da empresa. O maior aumento encontra-se no conselho fiscal e os outros órgãos (conselho de administração e diretoria) apresentaram um aumento menor (IBGC, 2018).

Empresas do índice Ibovespa fazem uso de liminar para não divulgação de remuneração aproximadamente 3 vezes mais do que aquelas que não fazem parte do indicador. Na análise de amostra classificada por segmento de listagem, a menor adesão à liminar está entre as empresas do Nível 2, seguido pelo segmento Tradicional. As empresas do Nível 1 apresentam o maior percentual de adesão à liminar, seguido pelas empresas do Novo Mercado (IBGC, 2018).

Na análise da amostra classificada por tipo de controle acionário, o mais alto percentual de empresas que se valeram da liminar em 2016 está entre as empresas de controle privado, seguida pelas empresas de controle estrangeiro. O percentual é nulo entre empresas de controle estatal, sujeitas a leis de transparência e acesso à informação (IBGC, 2018).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em “O acionista controlador e a remuneração dos executivos nas empresas listadas na BM&FBovespa”, Viviane Theiss e Ilse Maria Beuren (2014) abordam a possibilidade de o acionista controlador influenciar na remuneração dos executivos. A partir de uma amostra de 172 companhias abertas os resultados da pesquisa apontam que nas empresas em que o controle é formado por acordos de acionistas, a remuneração é maior do que em empresas de controle familiar.

Esse estudo procurou elucidar uma preocupação constante de investidores e entidades de regulação e autorregulação do mercado de capitais. Notadamente, em empresas com controlador definido, o tema remuneração sugere conflito de interesse nas deliberações.

O debate em torno desse tema se intensifica com as crises corporativas. Isso porque companhias entraram em sérias dificuldades ao mesmo tempo em que seus executivos receberam montantes expressivos de remuneração.

Ling Jong e Poh Ling Ho (2018) produziram um artigo sobre o impacto da propriedade familiar e institucional na remuneração dos executivos. Os autores pesquisaram 279 empresas da Malásia listadas entre 2010 e 2014 e chegaram à conclusão de que os investidores institucionais não poderiam representar o interesse dos acionistas minoritários ao restringir a expropriação via remuneração dos executivos dos acionistas controladores da família.

Quando os *CEOs* dessas empresas são diretores não familiares, tanto investidores institucionais nacionais quanto estrangeiros podem exercer um impacto negativo significativo na remuneração dos executivos. Assim, o estudo forneceu uma contribuição teórica ao afirmar que o conflito de agência entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários nas empresas familiares é minimizado quando os *CEOs* das empresas não têm nenhum relacionamento familiar com os acionistas controladores (Jong & Ling Ho, 2018).

O estudo de Ling Jong e Poh Ling Ho (2018) revelou ainda que os investidores institucionais nacionais e estrangeiros têm um impacto diferente na remuneração dos executivos, em que o papel da governança dos primeiros prevalece sobre os segundos.

No Brasil, o assunto tem gerado grandes debates desde a publicação da Instrução CVM 480 (ICVM 480) que obrigou as companhias abertas a divulgarem a remuneração mínima, média e máxima dos administradores de cada órgão social (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal).

Mais recentemente, em 24 de abril de 2019, o TRF-2 atendeu ao pedido de “efeito suspensivo ativo aos recursos especial e extraordinário interpostos”. O desembargador responsável pela nova medida ressaltou que a ICVM 480 ultrapassou o status de regulamento e inovou no campo jurídico ao legislar sobre matérias que não possui autorização. Sendo assim, concedeu a liminar suspendendo novamente a obrigatoriedade da divulgação da remuneração até o julgamento definitivo. Esse fato surge às vésperas da divulgação do formulário de referência das empresas cujo prazo se encerra em 31 de maio.

O objetivo deste artigo foi identificar se houve impacto no retorno da ação das empresas que divulgaram a remuneração dos administradores após o Ofício Circular SEP nº 4/2018 da CVM, publicado em 13/06/2018. Deste universo, foram extraídas para a amostra as empresas com características familiares.

A problematização que se apresentou foi: houve impacto no retorno da ação das empresas que divulgaram a remuneração dos administradores entre as datas de 13/06/2018 e 25/06/2018?

A hipótese nula (H_0), de que a divulgação da remuneração não impactou de forma estatisticamente significativa o retorno da ação das empresas pesquisadas, foi confirmada somente no segundo grupo de empresas. No primeiro e terceiro grupos, podem existir indícios de que o evento de divulgação da remuneração impactou de forma estatisticamente significativa os retornos das ações.

REFERÊNCIAS

- Aldrighi, D. M. & Postali, F. A. S. (2011) Propriedade piramidal das empresas no Brasil. *Revista Economia*, v. 12, n. 1, p. 27-48.
- Aguiar, A. B. & Pimentel, R. C. (2017) Remuneração de Executivos e Desempenho no Mercado Brasileiro: Relações Contemporâneas e Defasadas. *Revista de Administração Contemporânea (RAC)*. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>.
- Arruda, G. S., Madruga, S. R. & Freitas Junior, N. I. (2008) A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração da UFSM*, v. 1, n. 1, p. 71-84. DOI: <http://dx.doi.org/10.5902/19834659570>.
- Barontini, R. & Bozzi, S. (2010) *CEO compensation and performance in family firms*. Social Science Research Network, Working Paper. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1557321>.
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932) *The modern corporation & private property*. Hartcourt: Brace & World.
- Bortolon, P. M. 2010. Determinantes e consequências das decisões de estrutura de propriedade: estrutura piramidal e unificação de ações. Tese de Doutorado em Administração – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- Camargos, M. A. de & Barbosa, F. V. (2006) Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. *Revista de Administração*, v. 41, n. 1, p. 43-58. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/0103-6513.0148T6>.
- Campbell, John Y. (1990) *A variance decomposition for stock returns*. National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 3246, Available at SSRN 249503. DOI: 10.2307/2233809.
- Cao, J., Pan, X. & Tian, G. (2011) *Disproportional ownership structure and pay-performance relationship: Evidence from China's listed firms*. *Journal of Corporate Finance*, v. 17, p. 541-554. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.02.006>.
- Comissão de Valores Mobiliários. Ofício circular SEP nº 4/2018. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-sep-0418.html>>. Acesso em: 28 set. 2018.
- Ding, L. et al. (2018) *A review of short-term event studies in operations and supply chain management*. *International Journal of Production Economics*, v. 200, p. 329-342. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2018.04.006>.
- Eisenhardt, K. M. (1989) *Agency theory: an assessment and review*. *Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 57 - 74. DOI: 10.2307/258191.
- Fama, E. F. (1970) *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*. DOI: 10.2307/2325486.
- Famá, R., Cioffi, P. L. de M. & Coelho, P. A. R. (2008) Contexto das finanças comportamentais: anomalias e eficiência do mercado de capitais brasileiro. *Revista de Gestão USP*, v. 15, n. 2, p. 65-78.

Gasparly, L. A. (2017) Análise econômica do *non-compliance* de divulgação de remuneração de executivos no Brasil: uma análise a partir da Instrução CVM nº 480/2009. Unisinos.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 2017. Definição de Governança Corporativa. Disponível em: <<http://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>>. Acesso em: 28 set. 2018.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 2018. Remuneração dos Administradores (6a edição). Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/publicacoes/Publicacao-IBGCPesquisa-Remuneracao-6aEdicao.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2018.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976) *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (1990) *Performance pay and top-management incentives*. Journal of Political Economy, v. 98, n. 2, p. 225-264.

Jiang, H. (2008) *Ownership concentration and CEO compensation pay-for-performance sensitivity in New Zealand*. Queensland University of Technology.

Jong, L. & E Ho, P. L. (2018) *Inside the family firms: The impact of family and institutional ownership on executive remuneration*. Cogent Economics and Finance. DOI: <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1432095>.

Kahneman, D. & Tversky, A. (1974) *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*. Science, v.185, n. 4157, p.1124-1131. DOI: 10.1126/science.185.4157.1124.

Kahneman, D. & Tversky, A. (1979) *Prospect theory: an analysis of decision under risk*. Econometrica, v. 47, n. 2, p. 263-291. DOI: 10.2307/1914185.

Kent, P., Kercher, K. & Routledge, J. (2016) *Remuneration committees, shareholder dissent on CEO pay and the CEO pay-performance link*. Accounting & Finance, [s.l.], v. 58, n. 2, p.445-475. DOI: <https://doi.org/10.1111/acfi.12222>.

Konchitchki, Y. & O'leary, D. E. (2011) *Event study methodologies in information systems research*. International Journal of Accounting Information Systems, v. 12, n. 2, p. 99-115. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.accinf.2011.01.002>.

Landsman, W. R., Maydew, E. L. (2001) *Beaver (1968) revisited: has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades?* University of North Carolina, Available at SSRN 204068. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.204068>.

Mackinlay, A. C. (1977) *Event Studies in Economics and Finance*. Journal of Economic Literature.

Martin, K. D., Borah, A. & Palmatier, R. W. (2017) *Data privacy: effects on customer and firm performance*. Journal of Marketing, v. 81, n. 1, p. 36-58. DOI: 10.1509/jm.15.0497.

Masulis, R. W., Wang, C. & Xie, F. (2009) *Agency problems at dual-class companies*. The Journal of Finance, v. 64, n. 4, p. 1697-1727. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01477.x>.

- Odendaal, G. R. (2014) *The impact of earnings announcements on stock prices: an event study for the London Stock Exchange*. European Business School London, Available at SSRN 2674594.
- Okimura, R. T., Silveira, A. D. & Rocha, K. C. (2007) Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. RAC-Eletrônica, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135.
- Prado, V. M. (2016) Interferência do poder judiciário na regulação do mercado de valores mobiliários: caso da transparência da remuneração dos administradores no Brasil. Revista da Faculdade de Direito UFPR. DOI: 10.5380/rfdufpr.v61i1.43133.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. & Lamb, R. (2015) Administração financeira. AMGH Editora.
- Ruiz, R. S. G., Aké, S. C. & Martínez, F. V. (2014) *Una medida de eficiencia de mercado*. Contaduría y Administración, v. 59, n. 4, p. 137-166. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)70158-5](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(14)70158-5).
- Sanematsu, F.C. (2013). Remuneração dos gestores, público alvo e conflitos de interesse em fundos de ações no Brasil. Economia Aplicada, 17(3), 267-298. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S1413-80502013000300003>.
- Santos, J. O. dos et. al. (2011) Análise do impacto de eventos sistêmicos inesperados sobre o preço das ações ordinárias de empresas automotivas japonesas e americanas – Um estudo de caso considerando o recente terremoto no Japão. In: Seminários em Administração PPGA/FEA/USP: SEMEAD – Ensino e Pesquisa em Administração, São Paulo.
- Segatto-Mendes, A. P. (2001) Teoria de agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade–empresa. Tese de Doutorado em Administração – Universidade de São Paulo. DOI: 10.11606/T.12.2001.tde-24012002-114443.
- Sewell, M. (2007) *Behavioural finance*. University of Cambridge.
- Silva, A. L. C. (2006) Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma. Saraiva, São Paulo.
- Silveira, A. D., Barros, L. A. B. C. & Famá, R. (2004) Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 7., 2004, São Paulo. Anais... São Paulo: FEA-USP.
- Silveira, A. D. (2004) Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese de Doutorado em Administração – Universidade de São Paulo. DOI: 10.11606/T.12.2004.tde-23012005-200501.
- Souza, I. B. (2012) Eficiência em estruturas de propriedade concentradas e compensação de executivos: novas evidências para o Brasil. Tese de Doutorado em Administração – Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
- Theiss, V. & Beuren, I. M. (2015) Estrutura de Propriedade e Remuneração dos Executivos. Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). DOI: 10.5902/19834659 13062.
- Theiss, V. & Beuren, I. M. (2014) O acionista controlador e a remuneração dos executivos nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa.

Yurtoglu, B. B. & Haid, A. (2006) *Ownership structure and executive compensation in Germany*. FEP – Universidade do Porto, Portugal. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.948926>.