

---

# FILOSOFIA E MODELO DOS PROGRAMAS DE REMUNERAÇÃO DAS EMPRESAS QUE ADERIRAM AOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA

---

ARTIGO – RECURSOS HUMANOS

*Eduardo de Camargo Oliva*

Doutor e Pós-Doutorando em Administração na FEA/USP

Coordenador do Programa de Mestrado em Administração da Universidade Municipal de São Caetano do Sul – IMES

E-mail: [eduardo.oliva@imes.edu.br](mailto:eduardo.oliva@imes.edu.br)

Recebido em: 05/06/2006

Aprovado em: 20/07/2006

*Lindolfo Galvão de Albuquerque*

Livre-Docente e Professor Titular

Coordenador do Programa de Pós-Graduação do Departamento de Administração (PPGA) da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP

E-mail: [lgdalbuq@usp.br](mailto:lgdalbuq@usp.br)

## RESUMO

O objetivo deste artigo foi identificar, descrever e analisar a filosofia e os modelos do Sistema de Remuneração de administradores e verificar se estavam alinhados com as boas práticas da estrutura de Governança Corporativa. Compõem a estrutura de governança corporativa o Presidente do Conselho de Administração, os conselheiros, o Chief Executive Officer (CEO) e a diretoria executiva. Na revisão da literatura constatou-se a existência de obras que estudaram aspectos de governança e de remuneração separadamente, e não de forma conjunta e integrada. Para a realização da pesquisa<sup>1</sup> documental e do levantamento de campo foram utilizados os métodos exploratório e descritivo junto às empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (nível 1, nível 2 e novo mercado). Como principais conclusões, pôde-se verificar que a remuneração do conselheiro é módica, não contemplando o componente variável, como se viu na realidade da Diretoria Executiva. As organizações utilizam indicadores para a concepção do sistema de remuneração de curto prazo e já estão atentas para a formalização dos procedimentos; no entanto, ainda necessitam divulgá-los com mais transparência, tanto interna quanto externamente.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Níveis Diferenciados da Bovespa, Modelos de Remuneração, Conselheiros, Executivos.

## ***COMPENSATION PROGRAMS OF COMPANIES WHO ADHERED TO THE DIFFERENTIATED LEVELS OF CORPORATE GOVERNANCE OF THE SÃO PAULO STOCK EXCHANGE***

### ***ABSTRACT***

*The philosophy and models of the System of Compensation of administrators were analyzed to verify the degree of agreement with the good practice of corporate governance structure. The structure of corporate governance is made up of the Chairman of the Board of Directors, council members, CEO and the executive board. Literature reviewed disclosed only isolated aspects of governance and remuneration without any integrated format. Exploratory and descriptive methods were used for documentary research and field survey at the companies who had adhered to the differentiated levels of corporate governance of the São Paulo Stock Exchange (level 1, level 2 and new market). Conclusions showed that remuneration of the*

---

<sup>1</sup> Este artigo contou com o apoio à pesquisa da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo – FAPESP.

*council member was reasonable without considering the variable component found in executive board. The organizations used short term indicators for the remuneration system and were already formalizing procedures. However, greater internal as well as external transparency is required to make these procedures more public.*

**Key words:** *Corporate Governance, Differentiated Levels of the São Paulo Stock Exchange, Models of Compensation, Board of Directors, Executives.*



Essa complexidade se evidencia porque se trata de um grupo com alta concentração de poder e que geralmente não se submete às mesmas políticas de Recursos Humanos destinadas aos demais funcionários da organização, o que não o isenta da necessidade de comprometer-se com os interesses dos proprietários e dos demais grupos de interesse da organização, cumprindo as tarefas a ele designadas.

Conforme Silveira (2002), há um conflito considerado inevitável entre os integrantes da alta administração de uma empresa – acionistas, gestores, credores e funcionários –, denominado problema de agência. Em tese, os agentes (administradores) deveriam representar os interesses dos principais (acionistas), mas às vezes isso pode não ocorrer. Esse problema pode se tornar mais intenso quando se procura proteger os acionistas minoritários em relação ao bloco de acionistas que controlam a empresa.

O objetivo deste artigo é apresentar a filosofia e os modelos de remuneração de administradores e confirmar se há alinhamento entre eles e a estrutura de Governança Corporativa. Como definição operacional de alinhamento, recorreu-se a Becht *et al.* (2002:45), que definem esse alinhamento como “a estruturação das recompensas oferecidas à Diretoria aproximando os objetivos pessoais com os interesses dos acionistas”. Embora Steinberg (2003) e Silveira (2002) argumentem que a remuneração incentiva o bom desempenho e tende a alinhar o interesse pessoal dos administradores com o dos acionistas, reduzindo o problema de agência, nesta pesquisa focou-se exclusivamente o alinhamento do sistema de remuneração com a estrutura de governança, sem avaliar o desempenho das pessoas e o desempenho do negócio conjuntamente.

De acordo com Becht *et al.* (2002), constatou-se nos Estados Unidos, a partir da década de 70, um aumento da remuneração dos executivos, como o CEO, que no ano de 2000 era remunerado em patamares muito superiores aos praticados em países europeus, como Alemanha, Espanha, Suécia e Suíça. O que de fato cresceu foi a remuneração variável, que representa a remuneração vinculada a metas de desempenho do indivíduo, da equipe ou da organização, incluindo a participação acionária, que também pode ser classificada como variável e que pode trazer resultados significativos de longo prazo ao desempenho da organização. Esse problema se

agravou porque na realidade norte-americana o controle acionário é pulverizado, aumentando o poder de negociação do CEO com o Conselho de Administração. Por outro lado, altos níveis de remuneração somente se justificariam se o resultado das organizações acompanhasse idêntico crescimento.

A primeira contribuição desta pesquisa foi gerar um conhecimento mais detalhado sobre as práticas de remuneração de conselheiros, CEOs e Diretoria Executiva. A segunda contribuição foi verificar se elas se alinhavam às boas práticas recomendadas em uma estrutura de governança corporativa, no âmbito das empresas brasileiras.

Para verificar se este trabalho de pesquisa continha originalidade, importância e viabilidade na sua execução, revisamos os últimos cinco anos das revistas RAE, RAUSP e RAC, e não se encontraram estudos exploratórios, descritivos ou explicativos sobre o tema Remuneração do Conselho de Administração, do CEO e da diretoria executiva, vinculando-o à governança corporativa. Assim, supõe-se, a partir dessas fontes, tratar-se de uma pesquisa original e relevante para o avanço do conhecimento da Administração. Do ponto de vista da viabilidade, a pesquisa mostrou-se factível, conforme indicado na metodologia deste trabalho.

Foi muito relevante para esta pesquisa não apenas descobrir os aspectos formais envolvendo as práticas adotadas pelas empresas para determinar a remuneração dos administradores, mas principalmente entender quem autoriza e quem auxilia as empresas na concepção e na implantação dos modelos vigentes.

## 2. A ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Compete ao conselho, ainda de acordo com o IBGC (2004), zelar pela estratégia, a eleição e a destituição do principal executivo, a aprovação ou dispensa dos demais executivos por proposta do executivo principal (CEO), o acompanhamento da gestão, o monitoramento dos riscos e a indicação e substituição dos auditores independentes.

A remuneração adotada para conselheiros deve respeitar as bases estabelecidas pelos sócios. De acordo com Muritiba (2005), o nível de envolvimento do conselho nessas decisões é

elevado. A remuneração dos diretores deve ser estruturada de forma a vincular-se a resultados, por meio de incentivos inteligentes que contribuam com a geração de valor no longo prazo. Além dessas condições, espera-se que o próprio interessado não tenha poder decisório para deliberar sobre a própria remuneração e que a fiscalização seja feita por outrem. Por ocasião da divulgação do relatório anual, a empresa fará constar a remuneração individual ou agregada dos administradores, destacando as mudanças havidas nessa participação ao longo do ano e explicitando os mecanismos de remuneração variável, quando for o caso, e seu impacto no resultado.

Um dos aspectos que influencia a remuneração é a avaliação de desempenho. De acordo com Steinberg (2003) e Santos (2002), a avaliação de CEO's e de Conselhos no Brasil não tem ocorrido na prática; quando ocorre, não é formalizada. Em pesquisa desenvolvida nos Estados Unidos por Muschewske (2001), concluiu-se que, embora 71% dos respondentes tenham entendido ser importante tal prática, apenas 50% dos conselhos avaliam os seus resultados e 19% deles avaliam individualmente os seus membros.

A forma adequada de avaliar os CEO's e os conselhos, entre outras ações, é ouvir os *stakeholders*, promover auditoria do patrimônio pessoal e familiar, fazer a verificação do histórico das votações, verificar as atas das reuniões para checar as decisões favoráveis e contrárias e as ações previstas para melhorar a *performance* e ampliar a transparência. A atribuição de um bônus maior ou menor já é um sinal de satisfação ou não com o desempenho do CEO. Em razão dos motivos apresentados, tem sido recomendado recorrer à ajuda externa, até mesmo de consultorias. Esta questão merece ser mais bem estudada em futuras pesquisas.

O que mais tem preocupado as organizações, no entanto, de acordo com Archer (2003), principalmente na realidade norte-americana, é que após os escândalos da Enron e da World as obrigações e responsabilidades dos conselheiros e diretores têm crescido em importância, consumindo mais tempo para contornar as pressões internas e externas. Além disso, as organizações estão interessadas em rever os programas de ações e de benefícios que impliquem aposentadorias milionárias, para evitar uma imagem negativa e a

fragilidade dos mecanismos de governança. Outros aspectos também têm sido debatidos, como a ampliação da participação dos conselheiros independentes nos conselhos, o que tem provocado aumento de sua remuneração mediante uma política de valorização das diferentes contribuições individuais.

### **3. O SISTEMA DE REMUNERAÇÃO**

O assunto governança está transformando a maneira pela qual as empresas conduzirão no futuro os seus negócios, e o assunto remuneração dos administradores é crítico nesse processo (ARCHER, 2003).

Wood Jr. e Picarelli (2004) elencam como elementos centrais do sistema de remuneração: a remuneração fixa (funcional, por habilidades, competências, e os benefícios, incluindo a previdência complementar); a remuneração por desempenho (variável, incluindo a participação acionária) e as formas especiais (criadas em função do alcance de resultados excepcionais). Segundo Becht *et al.* (2002) e Meyer (2003), as organizações com alta concentração de ações tendem a remunerar com base no desempenho e pela média de mercado os membros da alta administração.

#### **3.1. A Remuneração Variável**

Apesar de as organizações conviverem com diferentes formas de remuneração, a forma variável tomou impulso a partir dos processos de reestruturação, dos programas de qualidade e do trabalho em células. A participação nos lucros vincula-se ao desempenho macro da organização, enquanto a remuneração por resultados representa um sistema de bônus, voltado às equipes e aos indivíduos. De acordo com Brisolla Jr. (1994), as principais formas de remuneração variável são:

- a) *Gain Sharing* – São programas que procuram remunerar grupos em função da redução de custos e dos ganhos em produtividade proporcionados à organização.
- b) *Profit Sharing* – Compreende a distribuição dos lucros que uma organização auferiu num determinado período.
- c) *Pay-for-Performance* – Vincula-se ao atingimento de metas/resultados individuais, traduzindo-se em bônus ou gratificações em

dinheiro que um funcionário recebe, geralmente ao final de um ano.

- d) *Stock Options* – São incentivos de longo prazo que possibilitam aos empregados a aquisição de ações com preço subsidiado, embora o IBGC declare que a opção de compra de ações a preços descontados deve ser evitada.
- e) *Skill-based-Pay* – Procura remunerar os indivíduos com base nas habilidades ou conhecimentos que possuam. Trata-se de um incentivo à aquisição de novas competências e à polivalência.

De acordo com Marcondes e Hanashiro (2002), a maioria dos executivos concorda que as metas da organização são necessárias e que a remuneração variável está associada à melhoria dos resultados da organização. Complementam dizendo ainda que, quando a empresa adota uma política de *stock options*, por exemplo, ela deve oferecer informações claras aos executivos para que eles possam acompanhar a negociação das ações e tomar decisões. Os programas de *stock options* em oito empresas de capital aberto estudadas por Marcon e Godoi (2003) demonstraram que a maioria apresentou um desempenho superior ao de seu setor e um retorno no mercado de ações superior ao dos principais índices de mercado. No entanto, segundo pesquisa realizada pela consultoria PWC (2003), constatou-se que as *stock options* estão sendo trocadas por uma outra modalidade, denominada *restricted stocks* ou ações restritas, na qual os empregados permanecem com número significativo de ações da empresa enquanto mantiverem vínculo empregatício.

O jornalista David Cohen (2003), da revista *Exame*, constatou a adoção pelas empresas da remuneração variável em larga escala; porém, a novidade é que as empresas estão aumentando o rigor na mensuração dos resultados. Nos Estados Unidos, por exemplo, a fórmula considerada adequada envolvia: salário fixo para pagar as contas do dia-a-dia, bônus pelos resultados de curto prazo e *stock options* para garantir a preocupação com o longo prazo. No entanto, há aproximadamente três anos ocorreu o estouro da bolha da Nova Economia, a recessão tornou-se global e eclodiram os escândalos de contabilidade fraudulenta. O que se testemunhou foram executivos que embolsaram milhões de dólares com o exercício de *stock options*

pouco antes que suas companhias entrassem em regime de concordata ou falência.

### 3.2. Definição da Remuneração da Diretoria Executiva e dos conselheiros

É estratégica para a empresa a definição da remuneração do Presidente da Diretoria Executiva, do Gerente Geral, do Executivo Financeiro e dos conselheiros. A prática recomendada pelo IBGC (2004) é a constituição de um comitê de remuneração oriundo do Conselho de Administração, para responsabilizar-se pelo assunto.

Esses comitês, segundo George (2002), terão a liberdade de contratar uma consultoria externa exclusiva para o conselho e não para a companhia. Para Short *et al.* (1999) e Mônaco (2000), os comitês de remuneração revelam ser integrados por conselheiros independentes. O resultado do trabalho indicará um *mix* de remuneração que respeitará o curto, o médio e o longo prazo.

Nas palavras de Steinberg (2003), a remuneração fixa, a variável e a posse de ações são mecanismos internos que contribuem para minimizar o problema de agência. Recomenda-se que os executivos não formulem a sua própria remuneração; porém, nos Estados Unidos os salários foram para a estratosfera, mesmo daqueles executivos que não apresentaram bom desempenho e que estavam em final de carreira.

O Conselho de Administração, que também foi alvo dos benefícios provenientes do diretor executivo, acabou por não efetuar os devidos controles, deixando que os exageros fossem denunciados somente a partir de pressões externas. Segundo Sunoo (1999), aos acionistas e investidores cabe monitorar o comportamento do Conselho diante dessas questões.

Ainda para Steinberg (2003), às vezes a contratação de outros executivos com remuneração acima da média acabava justificando a remuneração exagerada do CEO. Existem inúmeros aspectos que interferem na definição do composto da remuneração, dentre os quais: a origem do capital, cultura, tipo de setor econômico e estágio de desenvolvimento da empresa. É recomendável que a empresa diferencie a remuneração em função da atividade e do padrão de agressividade tecnológica, produtiva e mercadológica que deseje ter.

A empresa deve se preocupar em definir um componente fixo da remuneração que garanta aos executivos uma capacidade de poupança, e uma parte variável, voltada para o longo prazo, dependendo dos resultados do desempenho da organização em relação a endividamento, volume de receita gerada com novos produtos, relacionamento com *stakeholders* relevantes e redução contínua de custos.

Apesar de a lei das S.As. expor a necessidade de todo conselheiro possuir ações da companhia — nem que seja uma —, Santos (2002) constatou em sua pesquisa que apenas 5,4% são remunerados com dinheiro e ações, embora 51,4% dos entrevistados achem que deveriam ser remunerados com as duas modalidades. Ele ainda constatou que a remuneração de conselheiros e de CEOs passa pela aprovação dos acionistas.

Zong (2004) aponta duas tendências centrais para a remuneração de administradores: a) o aumento da remuneração dos conselheiros, reconhecendo-se com taxa adicional o trabalho desempenhado em comitês, por representar um aumento da carga de trabalho; b) a busca de equilíbrio entre remuneração com dinheiro e ações, o que aponta para a troca do modelo de opções de ações pelo de propriedade de ações, atrelando os ganhos ao desempenho da organização. Portanto, segundo Rebelli (2004), além da concepção e aprovação do plano, recomenda-se a sua integral divulgação aos acionistas e ao mercado, bem como a definição de uma metodologia de contabilização dos planos oferecidos aos executivos.

Dessa forma, verifica-se que existem diversas práticas de remuneração que podem interferir na estrutura de Governança Corporativa ou serem por ela influenciadas. Por isso, na presente pesquisa pretendeu-se estudar cada uma isoladamente e o alinhamento existente entre elas.

#### **4. METODOLOGIA DA PESQUISA**

Para o fenômeno que se pretendeu estudar existem, de acordo com Boyd e Westfall (1987), três categorias de estudo: exploratório, descritivo e experimento. O exploratório aplica-se quando o pesquisador procura descobrir novas relações ou quando o estudo possa ser encarado como o primeiro passo da pesquisa na definição de um problema que poderá ser utilizado em outros

projetos. O descritivo tenta aprofundar de forma completa e precisa a situação, exigindo a interpretação do investigador. O experimento permite conclusões a respeito de uma hipótese que envolve relações de causa e efeito.

Este estudo objetivou descrever e analisar como os modelos de remuneração dos administradores são formados e como eles se alinham à estrutura de Governança Corporativa nas organizações, sendo apropriada, portanto, a adoção do método exploratório e descritivo (SELLTIZ, 1987).

Para a execução da análise descritiva foram criadas 128 hipóteses de pesquisa, visando-se confirmar a existência de alinhamento entre a Estrutura de Governança Corporativa e o Sistema de Remuneração de Administradores.

Para a realização desta investigação optou-se pela utilização de um levantamento de campo junto às 40 empresas que integravam os níveis diferenciados de governança corporativa em outubro de 2004. Essas empresas representavam à época a totalidade classificada nos níveis 1, 2 e Novo Mercado pela Bovespa, caracterizando esta pesquisa como um censo. A pesquisa contou com a adesão de 32 empresas, das quais 12 de fora do Estado de São Paulo. Os Estados onde se situam essas empresas são o Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Paraná, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Distrito Federal. Conseguiu-se validar 26 empresas para a tabulação final, pois, em alguns casos, um mesmo grupo econômico possuía duas empresas registradas na Bovespa, sendo uma delas caracterizada como *holding* sem atividade operacional e funcionários, exceto os seus representantes legais, e a outra a empresa operacional propriamente dita. Portanto, a coleta de dados focou essas empresas que tinham atividades operacionais, uma vez que, para efeito de práticas de governança e remuneração, elas pouco diferiam. O período de coleta de dados durou oito meses e encerrou-se em junho de 2005.

Segundo Freitas *et al.* (2000), a pesquisa teve caráter corte-transversal, pois mediante roteiro predefinido procurou captar um único momento, pretendendo descrever e analisar o estado de uma ou várias variáveis em um dado momento. As entrevistas não foram gravadas, em razão das características de confidencialidade das informações prestadas pelos respondentes, mas isso não gerou vieses na coleta de dados, já que o instrumento de pesquisa foi preparado para que as respostas fossem

anotadas convenientemente, evitando-se que se perdessem informações relevantes. Entre os respondentes da pesquisa, foram contatados Presidentes do Conselho de Administração, conselheiros, Diretores-Executivos, Vice-Presidentes, Assessores da Presidência da Diretoria Executiva e da área Jurídica; mas os que nos atenderam com maior frequência foram os Diretores e Gerentes de Relações com Investidores, os Diretores Financeiros e Administrativos e os Diretores e Gerentes de Recursos Humanos.

Para garantir que o roteiro estivesse adequado aos interesses da pesquisa, foram realizados dois testes-piloto: o primeiro, realizado em abril/04, em uma importante indústria classificada no nível 1; o segundo teste foi realizado no IBGC, para adequar o roteiro a diferenciações entre os conselheiros externos e os conselheiros independentes.

A tabulação e a análise dos dados foram realizadas com base nos preceitos qualitativos e quantitativos previstos na análise de conteúdo de Bardin (2004). Inicialmente, na modalidade qualitativa foram codificadas as questões que apresentavam dados em forma de texto, onde foram criadas categorias e quadros que demonstrassem a incidência das respostas; em seguida, na modalidade quantitativa criaram-se variáveis numéricas (respostas que exigiam percentuais e valores) que foram imputadas no *software* Excel e posteriormente transferidas para o Social Package for Social Sciences (SPSS). O teste final consistiu na utilização do Qui-quadrado, representado pela letra grega  $\chi^2$ , para a confirmação das hipóteses. De acordo com Siegel (1979), os valores encontrados abaixo de 5% foram considerados significantes e os valores situados entre 5,1% e 10% significativos, permitindo-nos aceitar as hipóteses; valores

superiores a 10%, porém, nos levaram a rejeitar as hipóteses.

As categorias de incidência e as variáveis quantitativas foram analisadas com base nos elementos constitutivos do sistema de remuneração e de governança expostos por Wood Jr. e Picarelli (1996), Becht *et al.* (2002), IBGC (2004) e Steinberg (2003).

## 5. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A tabulação das respostas de caráter qualitativo sobre as políticas e práticas de remuneração de administradores atingiu os objetivos propostos; registra-se, no entanto, que as respostas não foram tão fluídas e fáceis de obter quanto as de governança corporativa, a respeito da qual as empresas, em sua maioria, faziam questão de mostrar uma imagem positiva. Algumas até se furtaram a responder o todo ou parte da pesquisa sobre remuneração, alegando ora desconhecimento de alguns detalhes, ora motivos de ordem estratégica e de confidencialidade. Portanto, nas tabelas de registro de incidências apresentadas a seguir algumas empresas podem aparecer sem informação.

### 5.1. Aspectos Qualitativos

A primeira tabela evidencia que os programas de remuneração ainda necessitam de evolução e que as políticas ainda são trabalhadas de forma muito fechada, a exemplo de empresas que declaram possuir políticas formais mas não as tornam públicas, políticas que são estabelecidas entre o Conselho e o CEO e não estão formalizadas ou que tratam exclusivamente dos Diretores e deixam os conselheiros de fora.

Tabela 1: Filosofia do programa de remuneração para a Alta Administração

Categorias	Empresas																											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	T	
Filosofia atém-se a parâmetros técnicos de limites de remuneração		X			X																					X		3
Utilizam indicadores de curto prazo e adotam políticas formais		X		X		X				X										X	X	X					X	8
Utilizam indicadores de longo prazo e adotam políticas formais										X				X	X										X			4
O programa de remuneração ainda requer evoluções											X	X	X			X	X	X	X					X				8
Não respondeu			X																									1
Outras	X						X	X	X														X					5

Fonte: Dados da pesquisa.

Naquelas empresas em que se trabalha com indicadores de curto prazo encontrou-se a utilização do valor adicionado para avaliar o desempenho dos executivos, e naquelas que valorizam o longo prazo a principal estratégia é a adoção do plano de outorga de opções. As empresas públicas seguem as

diretrizes do Conselho de Defesa dos Capitais do Estado (CODEC) quanto a dividendos, bonificação ou acordo sindical. De acordo com Becht *et al.* (2002:48), “a ligação mais importante entre os programas de compensação de executivos e a Governança Corporativa, como também a

determinação do processo de remuneração, nos lembra que estes problemas ainda estão em aberto e merecem ser explorados em um nível mais formal”.

Os sistemas identificados de remuneração variam em função da estratégia vigente em cada empresa ante o seu negócio de atuação, da cultura organizacional predominante e do momento econômico e financeiro atual. Esses modelos são muito particulares de cada organização e a aplicação da técnica de análise de conteúdo seria impraticável, razão pela qual optamos por descrever os quatro mais característicos e que representam de forma muito próxima o que ocorre nas demais realidades empresariais pesquisadas:

- 1º Modelo de Remuneração. Nas empresas públicas a remuneração é exclusivamente fixa e às vezes variável, dependendo da política de bônus estabelecida pelo governo em função dos resultados obtidos. Esta política pode não se aplicar a todos os administradores, restringindo-se ao Presidente e à Diretoria Estatutária. Nestes casos, o valor da distribuição anual pode variar de um a seis salários-base, além dos treze salários anuais legais. Nas entrevistas, os administradores frisaram que em termos de remuneração não se pode comparar a realidade vivida por eles com a das empresas privadas.
- 2º Modelo de Remuneração. A remuneração fixa varia de 40% a 50%. O restante é complementado com a remuneração variável, que integra um contrato de gestão no qual é fixado que uma parte da remuneração depende do atendimento de: metas operacionais de mercado para as Unidades Estratégicas de Negócios (UEN's) e Diretorias; metas financeiras com base no Economic Value Add (EVA), que se propõe a medir o ganho para o acionista ante o custo do capital investido, no EBITDA, que se traduz na apuração dos resultados operacionais antes da aplicação dos impostos, depreciação e amortização, ou no Lucro Líquido; e metas individuais de desempenho, que podem ser avaliadas uma ou duas vezes ao ano. Os valores pagos a título de remuneração variável variam de 2 a 12 salários anuais, havendo um caso em que se contemplou o executivo com 15 salários, mas com diferimento de três anos.
- 3º Modelo de Remuneração. Este modelo é mais completo e se propõe a remunerar os administradores de forma fixa e variável, mas considera na estratégia de longo prazo a concessão de ações. Foram dois os modelos basicamente identificados: a) um denominado *Phantom Share*, no qual as ações são repassadas com descontos e os executivos as pagam com bônus e em cinco anos adquirem o direito de revendê-las para a própria companhia; b) o outro, denominado Outorga de Opções, é mais complexo e define um tempo mínimo para o exercício da opção. As empresas facultam aos administradores exercerem parte das opções a partir de 2 anos, com a devida correção pelo IGPM ou IPCA. A média foi de 5 anos e o limite mais elevado para o exercício das opções foi de 10 anos. Para definir o preço de mercado das ações a empresa se baseia na média ponderada dos últimos 20 ou 60 pregões da Bovespa. Os administradores receberão a diferença entre o preço da ação na época da outorga, com a devida correção, e o valor de mercado na data do referido exercício. Em duas das empresas pesquisadas essa valorização representou 100% de ganho ao executivo e em outra o cálculo do pagamento vinculou a pontuação obtida no *Balanced Scorecard* (BSC) ao desempenho obtido para liberar de um lote de ações no ano. Uma das empresas estende a prática do *tag along* às opções dos executivos.
- 4º Modelo de Remuneração. Além da parte fixa e variável e da outorga de opções, complementa a remuneração total a concessão de benefícios. Os dados da pesquisa indicam que os benefícios dos conselheiros não são representativos e que para os executivos as práticas são as comumente adotadas no mercado: automóvel para o principal executivo com ou sem motorista, além do pagamento das despesas referentes ao seu uso. Quando a empresa tem previdência privada esta é estendida a todos os funcionários, inclusive aos conselheiros, tal como ocorre com linha de crédito. Duas práticas chamaram a atenção dos pesquisadores: uma em que a empresa não oferece nenhum tipo de benefício ao executivo, “nem estacionamento para o carro particular”, como comentou um entrevistado, mas em contrapartida assegura o pagamento do seguro *Directors and Officers* (D&O) contra responsabilidade civil; e a outra em que a empresa, além do depósito legal do FGTS, deposita mais um salário e o mantém bloqueado, permitindo a sua retirada pelo executivo apenas

em caso de um eventual desligamento seu da empresa.

Esses modelos que compõem a remuneração total, que contempla salários fixos, bônus, opções de ações e benefícios, incluem, segundo Wood Jr. e Picarelli (1996), a parte variável, que pode focar resultados ou lucros. Em geral, a empresa garante

uma parcela dos valores no curto prazo e se assegura de que o executivo também se empenhe com o longo prazo.

De forma resumida, a distribuição do composto de remuneração apresentou-se conforme a tabela a seguir:

**Tabela 2: Composto da remuneração para a Alta Administração**

Categorias	Empresas																										T
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	
Fixa – Chairman		X							X	X			X	X		X	X		X	X	X	X	X	X		X	14
Lucros, Resultados – Chairman									X										X	X	X						4
Ações – Chairman	X												X								X						3
Fixa – Conselheiros	X	X				X			X		X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	19
Lucros e Resultados – Conselheiros						X			X	X					X					X	X	X				X	8
Ações – Conselheiros														X								X					2
Fixa – CEO	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	25
Lucros e Resultados – CEO	X	X		X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	23

Categorias	Empresas																											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	T	
Ações – CEO	X					X					X		X	X	X	X					X		X	X			10	
Fixa – Diretores	X	X		X		X			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	22
Lucros e Resultados – Diretores	X	X		X		X			X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	21	
Ações – Diretores	X					X					X		X	X	X	X					X		X	X			10	
Não respondeu			X																								1	

Fonte: Dados da pesquisa.

Observou-se que a remuneração variável já faz parte do composto de remuneração dos executivos, porém o mesmo ainda não ocorre com os conselheiros. As situações mais comuns que a pesquisa detectou foram: a) alguns CEOs recebem pró-labore, que é a remuneração do capital, na qualidade de diretores estatutários; b) constatou-se que recebem ações apenas os diretores mais antigos; c) em outro caso, recebem lucros e não resultados; d) em outro, os conselheiros, além do fixo, recebem um extra por reunião de que participam; e) também se observou que os conselheiros não são obrigados a possuir um número de ações preestabelecido, além de uma ação no mínimo, conforme determina a lei das S.As. e atualizações – apenas uma empresa exige que o conselheiro possua 100 ações no mínimo; f) em outro caso, a empresa pratica períodos de *black out* para compra ou venda das ações, antes e após fatos relevantes ao mercado.

Em geral, o conselheiro não recebe por hora. As empresas fazem uma estimativa e definem a remuneração em bases mensais. O Presidente do Conselho, na maioria dos casos, recebe de 20% acima até duas vezes mais que o conselheiro. Em relação ao CEO, os conselheiros recebem em média

o equivalente a 10% e são muito poucas as empresas que equivalem o valor hora recebido pelo conselheiro com o do CEO, conforme o IBGC (2004) aconselha.

Entre si, os conselheiros recebem de forma equivalente, a não ser quando possuem maior dedicação, a exemplo dos conselheiros externos indicados pelos controladores, que, em função do regime integral que possuem, recebem valores de remuneração diferentes dos independentes. O mesmo princípio também se aplica quando o conselheiro participa de comitês, não havendo neste caso qualquer diferenciação salarial. Apenas numa minoria de empresas ele ganha proporcionalmente ao número de horas dedicadas. Observou-se ainda a figura do conselheiro suplente – apesar de o IBGC (2004:32) declarar que “não é uma boa prática a eleição de conselheiros suplentes, exceto para casos de impedimento definitivo” –, que pode receber 50% do valor do titular ou até o mesmo valor do titular quando o substituir. A aprovação da remuneração dos conselheiros divide-se entre a aprovação no próprio Conselho, na Assembléia de Acionistas ou em órgão da Secretaria de Governo no caso das empresas públicas.

A dinâmica se inicia com a definição de um valor global agregado de remuneração para os Administradores, que, depois de ser aprovado pela Assembléia Geral, é encaminhado para o Conselho, que cuida da distribuição aos seus membros e às Diretorias. Quanto aos benefícios citados, em geral os conselheiros não os possuem como vimos, mas em algumas empresas constatou-se que os conselheiros independentes quiseram D&O.

Uma das preocupações da pesquisa foi verificar se as empresas tiveram de contratar Diretores com remuneração acima da média e se em função desse fato houve necessidade de alterar internamente a remuneração de outros executivos para acomodar a situação. Constatou-se que as práticas mais utilizadas pelas empresas foram a compra de bônus, ou da outorga de opções, ou da remuneração variável, garantindo-se um piso e/ou o pagamento

de luvas em dinheiro na hora da contratação. Todas essas medidas evitaram que fossem alterados valores pagos aos demais executivos; no entanto, uma das empresas declarou ter tido a necessidade de admitir pessoas de fora com remuneração acima da média, o que implicou a compensação de outros executivos com um valor extra.

O IBGC (2004:36) evidencia que “o sistema de remuneração deve ser suficientemente atrativo, sem excessos, sempre considerando o potencial de geração de valor ao acionista”. Esse é o objetivo de um sistema que deve privilegiar não somente a Diretoria, mas todos os funcionários. Para Steinberg (2003), a empresa deve ficar atenta para verificar se essas contratações de executivos com remuneração acima da média acabam servindo para justificar o aumento da remuneração do CEO.

**Tabela 3: Auditoria periódica no sistema de remuneração dos Administradores**

Categorias	Empresas																											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	T	
Realizada por órgão de auditoria interna	X	X								X			X		X	X	X	X	X	X		X	X			X		13
Realizada por auditoria independente	X	X					X			X	X		X		X		X	X		X	X					X		12
Realizada por consultoria					X								X															2
Os comitês do conselho são os que realizam esta tarefa						X																					X	2
Não há auditoria formal												X																1
Não respondeu		X	X						X					X											X			5

Categorias	Empresas																											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	T	
Outras								x							x													2

Fonte: Dados da pesquisa.

A auditoria realizada no sistema de remuneração segue os mesmos procedimentos realizados para os outros subsistemas da organização. Nas empresas públicas é o governo que realiza essa tarefa através da secretaria de Estado. Nas empresas privadas existem diversas possibilidades para a execução da auditoria, entre elas: analisam-se os valores globais destinados ao pagamento dos Administradores, não se observando pessoa a pessoa; nomes são sorteados e se realizam varreduras no sistema de folha de pagamento. Em termos de abrangência, existem casos cuja auditoria se concentra nos Diretores e não nos conselheiros. Em outros casos, a auditoria ocorre a partir da ação dos sócios controladores de maneira informal ou através do órgão interno responsável por apurar fraudes.

## 5.2. Aspectos Quantitativos

Um dos resultados dos testes de hipóteses efetuados, cruzando variáveis da pesquisa, demonstrou um valor expressivo de 0,5%, que confirma ser verdadeira a hipótese que diz “quando o programa de remuneração objetiva gerar valor para a empresa no longo prazo, também é tendência prática do seguro D&O – Directors and Officers”.

Essa hipótese trata da filosofia do programa de remuneração para a organização. O seguro Directors and Officers ou, como é conhecido, D&O é um produto que foi lançado no Brasil em meados da segunda metade da década de 90 e, nesta pesquisa, estava sendo praticado por 30% das empresas. Esse seguro que protege os executivos tem a sua apólice acionada por reclamação, cobrindo os custos de defesa e de indenização de processos trabalhistas, ambientais, por quebra de contratos e atrasos no pagamento de dividendos, entre outros.

Por suas características, o D&O pode cobrir os prejuízos ao patrimônio pessoal dos Administradores, até mesmo daqueles que vierem a

exercer a gestão em períodos posteriores. Esse seguro custa caro, em geral de 0,8% a 5% do valor segurado, podendo chegar a 10% desse valor para as empresas de capital aberto porque aumenta a sua visibilidade. Infere-se, portanto, que por sua característica de ser por reclamação, cobrindo os administradores que não diretamente causaram o fato, ele se enquadra muito bem no conceito de longo prazo e se alinha à filosofia do programa de remuneração que tenha o mesmo propósito.

Além disso, foram testadas outras oito hipóteses, para verificar até que ponto o tempo de mandato do conselheiro, delimitado a um ano, tornava maior a remuneração variável e total paga à Diretoria. A princípio acreditávamos que, sendo adotado o mandato de um ano, não haveria tempo para um envolvimento pessoal maior do conselheiro com a Diretoria, a ponto de haver algum favorecimento não desejável; mas os dados indicaram que essas hipóteses não puderam ser aceitas, evidenciando-se que ganhos fixos e variáveis pelos Administradores ou maiores benefícios a eles não dependem do fato de o tempo de mandato do conselheiro ser de um ano, embora o IBGC (2004:27) recomende que “o prazo do mandato do conselheiro deva ser preferencialmente de um ano”, vinculando a reeleição à avaliação formal de seu desempenho.

Testaram-se ainda outras quatro hipóteses, procurando-se descobrir se um número maior de conselheiros no conselho traria como consequência maior remuneração variável paga aos Administradores, mas todas foram rejeitadas. A pesquisa demonstrou que o número total de conselheiros varia de 5 a 16 e que para praticar uma remuneração maior não é necessário ter no conselho um número maior de conselheiros.

A tabela a seguir apresenta as hipóteses que tratam da remuneração dos conselheiros. Puderam-se confirmar 6, de um total de 21 testadas.

**Tabela 4: Remuneração do conselheiro**

Hipóteses (h1)	P $\chi^2$
Quando há relação entre o valor hora recebido pelo conselheiro e o valor hora recebido pelo CEO, a remuneração do CEO tende a ser mais fixa.	0,072
Onde o valor hora pago ao conselheiro se equivale ao valor hora pago ao CEO, a remuneração em reais do CEO é menor.	0,011
Quando o valor hora pago ao conselheiro não equivale ao valor hora pago ao CEO, a remuneração variável dos Diretores é maior.	0,082
Onde o valor hora do conselheiro equivale ao valor hora do CEO, o bônus pago aos diretores é menor.	0,051
Onde o valor hora pago ao conselheiro equivale ao do CEO, o valor em reais pago aos diretores é menor.	0,026
Quando o conselheiro recebe acima de R\$ 25.000,00 e nesta faixa ocorreram as maiores contratações de diretores com remuneração acima da média.	0,013

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados indicaram existirem 3 hipóteses estatisticamente significantes e 3 hipóteses estatisticamente significativas, demonstrando que o risco de elas não serem verdadeiras é baixo, o que nos permitiu aceitá-las. Elas evidenciaram que quando o valor hora recebido pelo conselheiro se equivale ao valor hora do CEO, duas possibilidades ocorrem: ou se pratica mais a remuneração fixa ao CEO ou o valor da remuneração variável e total em reais paga à Diretoria é menor.

A pesquisa evidenciou também que quando ocorre o contrário, isto é, quando o valor hora recebido pelo conselheiro não equivale ao recebido pelo CEO, a remuneração deste último tende a ser maior. Outra questão evidenciada pela pesquisa é a de que, quando o conselheiro recebe valores acima de R\$ 25.000,00 ao mês, ocorrem as maiores contratações de Diretores com a remuneração acima da média. Essa situação, já exposta na parte qualitativa, indica que mesmo os conselheiros melhor remunerados não estão conseguindo impedir que essa prática ocorra, e tampouco podem propor uma estratégia de formação de executivos na própria organização, para não inflacionar as contratações.

A hipótese de que “quando o Conselho possui um número elevado de reuniões a remuneração variável da Diretoria é maior, principalmente em relação ao CEO” foi negada. Nas entrevistas, verificou-se que em geral as empresas praticam de 4 a 12 reuniões regulares por ano, e que além destas também existem as chamadas reuniões extras, que podem ser físicas ou virtuais, onde o conselheiro se informa dos problemas e delibera sobre eles à distância. Portanto, pode-se inferir que o número de reuniões

em si não é determinante da elevação da remuneração variável dos Administradores.

Da mesma forma, não se encontraram valores estatísticos significantes quando o conselheiro possui um tempo de dedicação elevado à organização (em reuniões, comitês e lendo documentos) e nem se confirmou que a sua presença acabará resultando na elevação da remuneração variável para o CEO. A partir da negação desta hipótese pode-se inferir que as decisões sobre a elevação da remuneração variável do CEO não dependem do tempo de dedicação do conselheiro à organização. Os acionistas tomam contato com as decisões sobre remuneração variável dos administradores, segundo o IBGC (2004), no relatório anual, que especifica a remuneração individual ou agregada dos administradores, os mecanismos de remuneração variável, quando for o caso, e seu impacto no resultado.

Quanto à formação acadêmica do conselheiro, foram testadas duas hipóteses: uma enfatiza que quando o número de advogados no Conselho for menor haverá uma tendência ao aumento da remuneração variável do CEO; a outra, que quando o número de economistas no conselho for maior haverá uma tendência para maior prática da remuneração fixa; mas ambas não se confirmaram estatisticamente, tendo sido negadas. Pode-se inferir que ter no Conselho profissionais como Engenheiros, Administradores, Sociólogos com ou sem pós-graduação não influencia na determinação do equilíbrio entre remuneração fixa e variável.

Quanto à origem profissional do conselheiro, testou-se a hipótese que diz “a presença de ex-

integrantes do governo no Conselho é motivo para a adoção de uma prática maior de remuneração fixa”, porém ela não foi confirmada estatisticamente. Portanto, a lógica de que a cultura das organizações públicas pode ser transferida para as práticas de gestão de pessoas nas organizações privadas não se comprovou. Pode-se, assim, inferir que a origem profissional do conselheiro não é determinante para uma maior ou menor remuneração fixa.

## 6. CONCLUSÃO

O objetivo deste artigo foi identificar, descrever e analisar a filosofia e os modelos do Sistema de Remuneração de administradores e verificar seu alinhamento com as boas práticas da estrutura de Governança Corporativa.

Constatou-se que em muitas empresas a remuneração do conselheiro é módica, não contemplando o componente variável, como se viu na realidade da Diretoria Executiva. Naquelas que remuneram melhor os conselheiros, a mesma prática se estende à Diretoria. Pelas regras da boa governança, o conselheiro que aceitar prestar seus serviços a uma organização não pode depender, para a sua sobrevivência, da remuneração recebida para participar das reuniões de Conselho.

As empresas destinam um percentual do lucro líquido à remuneração dos administradores e outro aos empregados em geral, que são distribuídos em unidade de negócios, departamento e indivíduo. Elas utilizam indicadores para a concepção do sistema de remuneração de curto prazo e já estão atentas à formalização dos procedimentos. No entanto, ainda necessitam divulgá-los com mais transparência, tanto interna quanto externamente.

No sistema de remuneração de longo prazo identificou-se a outorga de opções com maior frequência. Nessa modalidade, não se encontrou nenhuma distorção em sua aplicação. Há o cuidado em determinar o preço da ação na época da compra com base nos 60 últimos pregões da bolsa, corrigindo-se a opção pelo IGPM ou IPCA.

Constatou-se que, quando a empresa teve interesse na contratação de executivos, ela comprou a remuneração variável dos mesmos. Para não haver influência na remuneração fixa dos demais executivos, esta operação foi realizada em dinheiro.

A auditoria no sistema de remuneração é realizada nas organizações pesquisadas por auditorias independentes. Quando a empresa se dispõe a pensar no sistema de remuneração com vistas no longo prazo, ela adota o seguro *Directors and Officers*. Isso significa que em sua cultura ela já incorporou valores de permanência no mercado e de retenção de talentos.

Por outro lado, constatou-se que o tempo de mandato do conselheiro não influi na remuneração variável da diretoria. Também se confirmou que um maior número de conselheiros no Conselho não afeta a remuneração variável dos administradores. Caso o conselheiro receba remuneração equivalente ao do CEO, a remuneração fixa deste último é maior. Outra constatação é de que o número de reuniões dos conselheiros, bem como a sua formação e origem, não é relevante para uma prática de remuneração fixa ou variável maior.

Como principal conclusão, pode-se afirmar que houve alinhamento entre a Estrutura de Governança Corporativa e o Sistema de Remuneração de Executivos e Conselheiros para algumas das hipóteses testadas e confirmadas na realidade brasileira, porém não é tão expressiva a preocupação com eventuais excessos na prática da remuneração variável, a exemplo dos problemas citados na realidade norte-americana. O que de fato se observou aqui foi o contínuo acompanhamento dos resultados operacionais e financeiros, uma preocupação em mostrar aos investidores que uma empresa pode possuir controles confiáveis e que a remuneração é um dos elementos periodicamente auditados e cuidados.

## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARCHER, E. C. *How Governance Concerns are Reshaping Executive and Director Compensation*. New York: Investor Institutional, 2003. Disponível em: [www.pearlmeier.com](http://www.pearlmeier.com). Acesso em: 3 set. 2004.

BARDIN, L. *Análise de Conteúdo*. Lisboa: Edições 70, 2004.

BECHT, M *et al.* *Corporate Governance and Control*. NBER working paper, 9371. Cambridge, UK, Dec. 2002.

- BOYD, H.; WESTFALL, R. *Pesquisa Mercadológica*. Rio de Janeiro: Ed. FGV, 1987.
- BRISOLLA JUNIOR, C. B. *A remuneração variável mudando paradigmas na Administração Salarial: um estudo no setor bancário brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1994.
- COHEN, D. Quanto vale um executivo. *Exame*, edição 797, a. 37, n. 15, p. 38-47, 23 jul. 2003.
- FREITAS, H. *et al.* O método de pesquisa survey. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 35, n. 3, jul./set. 2000.
- GEORGE, W. G. *Restoring governance to our corporations: crisis in the corporate world*. *Vital Speeches of the Day*, New York, v. 68, 1 Oct. 2002.
- IBGC. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 3. ed. São Paulo, 2004.
- \_\_\_\_\_. Palestra de Roberto Faldini sobre Governança Corporativa. 29 maio 2003.
- MARCON, R.; GODOI, C. K. Remuneração por Stock Options e Desempenho das Empresas: um estudo preliminar com empresas brasileiras. ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27., Atibaia. *Anais...* Atibaia: ANPAD, 2003.
- MARCONDES, R. C.; HANASHIRO, D. M. A Perspectiva de um Sistema Estratégico de Recompensas para Executivos: Desafios e Oportunidades. ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 26., Salvador. *Anais...* Salvador: ANPAD, 2002.
- MEYER, P. From halos to horns: demonizing the American CEO. *Directorship*, Westport, Jan. 2003. Newsletter.
- MÔNACO, D. C. *Estudo da composição dos conselhos de administração e instrumentos de controle das sociedades por ações no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2000.
- MURITIBA, S. N. *Participação dos Conselhos de Administração em decisões de estratégia no âmbito da governança corporativa*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2005.
- MUSCHEWSKE, R. C. Peer review: Directors want it, so why aren't more boards doing it? *Directorship*, Westport, April 2001. Newsletter.
- PWC PricewaterhouseCoopers. *Human Resources Services Global Equity Survey*. Executive Summary, 2003. Disponível em: [www.pwc.com](http://www.pwc.com). Acesso em 13 out. 2004.
- REBELLI, F. Remuneração de Executivos, a última fronteira. *HSM Management*, São Paulo, v. 8, n. 47, nov./dez. 2004.
- SANTOS, H. M. *Conselhos de Administração: um estudo do funcionamento da governança corporativa no contexto brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2002.
- SELLTIZ, C. *Métodos de Pesquisa nas Relações Sociais*. São Paulo: EPU, 1987.
- SHORT, H. *et al.* Corporate Governance: from accountability to enterprise. *Accounting and Business Research*, London, v. 29, n. 4, p. 337, Autumn 1999.
- SIEGEL, S. *Estatística Não-Paramétrica: para as Ciências do Comportamento*. São Paulo: McGraw-Hill, 1979.
- SILVEIRA, A. Di M. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2002.

STEINBERG, H. A *Dimensão Humana da Governança Corporativa*: pessoas criam as melhores e as piores práticas. São Paulo: Editora Gente, 2003.

SUNOO, B. P. Shareholders revolt: is your CEO worth \$39 million ? *Workforce*, Costa Mesa, v. 78, n. 1, p. 38, Jan. 1999.

ZONG, L. Emerging Trends in Board Total Compensation. *Compensation and Benefits Review*, Saranac Lake, v. 36, n. 2, Mar./Apr. 2004.

WOOD JR., T.; PICARELLI FILHO, V. *Remuneração Estratégica*. São Paulo: Atlas, 1996.

\_\_\_\_\_. *Remuneração e Carreira por Habilidades e Competências*. São Paulo: Atlas, 2004.