

COMPENSAR OU MONITORAR OS EXECUTIVOS?

Compensate or monitor executives?

.....
Alberto Granzotto

E-mail: betorg@ymail.com

Graduado em Administração pela Universidade Federal de Santa Maria; Mestrando em
Administração pela Universidade Federal de Santa Maria.

Endereço para contato: Avenida Roraima, 1000, Prédio 74C, Sala 4206, 97105-900, Camobi, Santa
Maria, Rio Grande do Sul, Brasil.

<https://orcid.org/0000-0001-6973-385X>

.....
Igor Bernardi Sonza

E-mail: igorsonza@gmail.com

Doutor em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul; Mestre em
Administração pela Universidade Federal de Santa Maria;

Professor Adjunto no Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal de Santa
Maria.

<https://orcid.org/0000-0001-5403-3279>

Artigo recebido em 10 de maio de 2019. Aceito em 1 de outubro de 2019.

Resumo

A literatura prediz duas principais formas de mitigar os conflitos de agência que surgem pela separação do controle e da propriedade, porém não aponta qual seria o mais apropriado. Assim, o presente estudo buscou identificar a eficiência dos mecanismos de governança corporativa, em se tratando de compensação aos executivos (incentivos explícitos e implícitos) e monitoramento (conselho de administração), na resolução dos conflitos de agência, entre os executivos principais e os acionistas de empresas de capital aberto brasileiras. Para isso, foram aplicados modelos dinâmicos de regressão linear múltipla, estimados pelo Método dos Momentos Generalizados Sistêmico (GMM-Sys), em um painel de dados não balanceado para 42 empresas, de 1999 a 2016. Identificou-se que o monitoramento é o meio mais eficiente para mitigar os problemas de agência, em que os conselheiros são agentes ativos no processo de verificação das ações dos executivos, gerando resultados consistentes que afetam positivamente o desempenho. Este estudo coloca à prova a prerrogativa de que o conselho de administração é “figurativo” no Brasil, tendo um desempenho significativo no monitoramento.

Palavras-chave: Teoria da Agência. Monitoramento. Compensação.

Abstract

The literature predicts two main ways to mitigate agency conflicts arising from the separation of control and ownership, but does not indicate which would be most appropriate. Thus, the present study sought to identify the efficiency of corporate governance mechanisms, when it comes to executive compensation (explicit and implicit incentives) and monitoring (board of directors, in resolving agency conflicts between the chief executives and shareholders of Brazilian publicly traded companies). Methodologically, dynamic multiple linear regression models, estimated by the Systemic Generalized Moments Method (GMM-Sys), were applied to an unbalanced data panel for 42 companies, from 1999 to 2016. It was identified that monitoring is the most appropriate method efficient to mitigate agency issues, in which directors are active agents in the process of verifying executive actions, positively affecting performance. This study puts to the test the prerogative that the board of directors is “figurative” in Brazil, performing significantly in monitoring.

Keywords: Agency’s Theory. Monitoring. Compensation.

1 INTRODUÇÃO

Qualquer debate sobre governança corporativa, no âmbito do sistema de controle, das regulamentações, seja dos incentivos, está sempre calcado em conflitos de interesses e tentativas de minimizá-los. Nesse contexto, os diferentes *stakeholders* de uma empresa buscarão a consecução de seus próprios interesses, porém, quando estes são divergentes, acarretam conflitos de agência (Berk & Demarzo, 2010). O conflito de interesses entre os gestores e proprietários é derivado da separação entre propriedade e controle de uma empresa. A seriedade desse conflito depende de o quanto os interesses dos agentes estão alinhados ao do principal (Rosetti & Andrade, 2014). Nesse sentido, com a dispersão, não se mantém a sobreposição inicial da propriedade e da gestão, ou seja, os acionistas dispersos outorgam aos executivos não proprietários a gestão da firma, confiando, assim, que os

outorgados cuidem tão bem de seus interesses quanto eles próprios o fariam. Entretanto, na prática, há inúmeros desvios de conduta, antecipados pela literatura econômica e comprovados pela atenta observação da realidade corporativa, como o empenho insuficiente, os investimentos extravagantes, o entrincheiramento e as transações em benefícios privados (*self dealing*) (Rosetti & Andrade, 2014; Tirole, 2006).

Conforme La Porta, Lopez-De-Sinales, e Schleifer (1999), a natureza desses conflitos está enraizada na origem legal que cada país possui, ou seja, a natureza, a magnitude dos conflitos, bem como os principais mecanismos de correção dependem das características legais de cada país. A minimização desses conflitos ocorre pelos mecanismos de governança corporativa, nos quais, para Tirole (2006), existem duas formas principais, que são por meio de incentivos (explícitos e implícitos) e monitoramento.

Conforme Tirole (2006), a compensação dos executivos explícita (i.e. pecuniária) e implícita (i.e. não pecuniária) é apontada como um dos custos de agência incorridos pelos acionistas, decorrente dos conflitos entre seus interesses e os dos gestores (Jensen & Meckling, 1976). Esse custo pode ser instrumento de alinhamento de interesses, ao incentivar os gestores a tomar decisões que maximizem o retorno para os acionistas (Murphy, 2013). Shleifer e Vishny (1997) argumentam que os incentivos contratuais (remuneração dos gestores) para os gestores constituem a melhor solução para alinhar seus interesses com os dos acionistas.

Com relação ao monitoramento, Cornelli, Kominek, e Ljungqvist (2013) atribuem ao conselho de administração um dos principais mecanismos disciplinadores de controle interno para o monitoramento do desempenho do *Chief Executive Officer* (CEO) e demais executivos. Nesse mesmo contexto, Weisbach (1988) aponta que o conselho de administração, mediante seu papel disciplinar, pode aconselhar e vetar decisões que resultam em destruição do valor da empresa, bem como tem a tarefa de assegurar que as empresas sejam administradas por gerentes competentes que atuem no interesse de seus acionistas (Cornelli et al., 2013; Tirole, 2006).

Assim, a compensação de executivos tanto por meio de incentivos quanto pelo monitoramento é um mecanismo eficiente de governança corporativa e tem como objetivo induzir a gestão a internalizar os interesses dos proprietários, pois viabiliza o alinhamento entre os interesses dos executivos e os dos acionistas. Contudo, ao revisar a literatura, não se encontram evidências de que um mecanismo seja mais eficiente do que o outro. Nesse sentido, o presente artigo visa identificar a eficiência dos mecanismos de governança corporativa, em se tratando de compensação e monitoramento, na resolução dos conflitos de agência entre os executivos principais e os acionistas de empresas de capital aberto brasileiras com ADRs.

De maneira geral, evidenciou-se que tanto o mecanismo de compensação aos executivos quanto o mecanismo de monitoramento por meio do Conselho de Administração influenciam o desempenho financeiro e de mercado das ADRs brasileiras, funcionando

como um mecanismo de alinhamento ao conflito agente principal. Além deste, o principal resultado desta pesquisa sugere que o monitoramento é o meio mais eficiente para mitigar os problemas de agência presentes nas empresas brasileiras com ADRs, pois os conselheiros funcionam como agentes ativos no processo de verificação das ações dos diretores, gerando resultados consistentes que afetam positivamente o desempenho das ADRs brasileiras.

2 INCENTIVOS E MONITORAMENTO: CONCEPÇÕES E HIPÓTESES

De acordo com Tirole (2006), existem duas formas de mitigar os conflitos de agência: por meio de incentivos e monitoramento. A seguir são debatidas essas duas formas de mitigar os conflitos de agência entre executivos e acionistas.

2.1 INCENTIVOS

Existem dois tipos principais de incentivos, os explícitos, baseados em remuneração fixa, variável e bônus; e incentivos implícitos, que se referem à preocupação dos executivos com relação ao seu futuro na empresa (ameaça de ser demitido, substituído, não ser reconhecido no mercado, entre outros) (Tirole, 2006). Essas duas questões são explanadas a seguir.

2.1.1 Incentivos Explícitos

Conforme Berk e Demarzo (2010), o pagamento dos executivos pode ser atrelado ao desempenho da empresa de várias maneiras, sendo a abordagem mais simples mediante bônus baseados no crescimento dos lucros. Tirole (2006) identificam três maneiras principais de incentivos explícitos: ações, opções e remuneração (fixa, variável e bônus).

Em termos de incentivos explícitos, Jensen e Murphy (1990) e Kaplan (1994) examinam a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho das empresas. Segundo os autores, a compensação dos executivos pela remuneração pode impactar positivamente o desempenho da empresa e o bem-estar do acionista, pois gera incentivos para os executivos diminuírem seus benefícios privados.

Durante a década de 1990 a maioria das empresas norte-americanas adotou políticas de remuneração que davam aos executivos uma participação proprietária (ações e opções) (Berk & Demarzo, 2010). Grande parte desse aumento ocorreu sob a forma de opções de compra de ações, que se tornou o maior componente de remuneração dos executivos

nesse período, representando aproximadamente 50% da remuneração total dos executivos principais da *Standard & Poor's 500 (S&P 500)*. Após as mudanças no tratamento contábil das opções em 2005, o uso de opções diminuiu, porém, ainda assim, as opções continuaram a ser um dos principais componentes do pagamento dos executivos principais, representando mais de 20% do salário total (Murphy, 2013).

Alternativamente a esse contexto, Berk e Demarzo (2010) e Shue Townsend (2017) ressaltam que a compensação por ações ou opções depende do nível de aversão ao risco dos executivos. No entanto, remunerações baseadas em salários e bônus podem incentivar os executivos a priorizarem ganhos de curto prazo, sendo que as remunerações baseadas em ações e opções podem dar margem para manipulações, fazendo que as más notícias cheguem antes de as opções serem concedidas e que as boas notícias cheguem após as opções serem concedidas (Berk & Demarzo, 2010; Taylor, 1994).

Além dessas, as remunerações baseadas em opções de ações possuem efeitos de longo prazo na motivação e remuneração dos executivos e costumam gerar impactos significativos no nível de incentivos (Taylor, 1994). Conforme Anjos (2016), as remunerações baseadas em opções de ações têm como pano de fundo o objetivo de alinhar a expectativa de longo prazo dos executivos com a dos acionistas, no momento em que as opções de ações protegem os executivos de perdas e se tornam mais valiosas, à medida que a volatilidade do fluxo de caixa e o preço da ação aumentam.

Trabalhos recentes avançam na estimação de questões temporais da compensação. Gopalan, Milbourn, Song, e Thakor (2014) e Aguiar e Pimentel (2017) afirmam que muitos modelos clássicos de compensação de executivos consideram apenas um único período, ou períodos múltiplos, entretanto, o contrato estático (sempre o mesmo) pode ser ineficaz em um mundo dinâmico.

Em específico, Aguiar e Pimentel (2017) apontam que a maioria dos estudos examina a relação entre remuneração de executivos e desempenho com dados contemporâneos, sem enfatizar o momento de adoção de tais planos. Assim, os autores buscam identificar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho, porém, considerando não somente a relação contemporânea, mas também a relação defasada entre essas duas variáveis.

Como resultados, Aguiar e Pimentel (2017) identificam que existe relação positiva e contemporânea entre nível de remuneração e desempenho financeiro e de mercado para empresas atuantes no mercado brasileiro, ou seja, as empresas que tendem a pagar maiores remunerações tendem a ter melhores desempenhos. Além da relação contemporânea, os autores identificam que as empresas em posições mais altas no ranking da remuneração média no período anterior são também as que obtêm desempenho superior no período corrente, isto é, as empresas que tendem a pagar maiores remunerações no ano corrente tendem a ter melhores desempenhos no ano posterior.

2.1.2 Incentivos Implícitos

Já em termos de incentivos implícitos, Sonza e Kloeckner (2014) afirmam que os executivos são naturalmente preocupados com a manutenção de seus cargos. O conselho de administração, por meio de seu papel disciplinar, pode aconselhar e vetar decisões que resultam em destruição do valor da empresa, e ainda, em casos de desempenho insatisfatório, tem o poder de influenciar a substituição dos *Chief Financial Officer* (CEOs) (Weisbach, 1988). Tirole (2006) também afirma que os conselheiros podem, voluntariamente, demitir ou fazer pressão implícita ou explícita caso os *shareholders* observem que o preço das ações ou o resultado da empresa está abaixo do esperado.

Jensen e Murphy (1990), Sonza e Kloeckner (2014) e Weisbach (1988) identificam uma relação negativa entre o desempenho da empresa e a probabilidade de *turnover* do agente principal. Alternativamente, Chen, Goldstein, e Jiang (2008) evidenciam uma relação positiva entre o *turnover* do CEO e o desempenho, no qual o *turnover* representa uma boa *proxy* para determinar a eficiência do monitoramento por parte dos conselheiros em relação aos executivos.

Além do *turnover*, há outros fatores que podem influenciar o desempenho, como a *tenure* dos executivos, a idade, o grau de instrução e também o número de executivos na empresa. Para os dois primeiros fatores, a literatura estabelece que, quanto maior for o tempo que os executivos estiverem na empresa, menor será o desempenho da firma, já que podem ser estabelecidas bases de poder e formas de entrenchamento (estratégias em prol de sua manutenção no cargo), sendo essa lógica estendida ao fator idade (Goyal & Park, 2002; Jensen & Murphy, 1990).

Por fim, no tocante ao grau de instrução e à quantidade de executivos na empresa, o primeiro relaciona-se positivamente com o desempenho, pois, segundo Silva, Camargos, Pinto e Melo (2009), o nível de escolaridade dos executivos é um instrumento minimizador para os problemas de agência. Já o tamanho do grupo de executivos se relaciona negativamente com o desempenho, pois, como evidenciado por Goyal e Park (2002), quanto mais executivos compoem o quadro, maiores serão os custos de monitoramento por parte dos conselheiros. Em razão dessas questões, a seguinte hipótese foi formulada:

H1: Os incentivos aos executivos impactam o desempenho das firmas brasileiras minimizando os conflitos de interesses entre o agente e o principal.

2.2 MONITORAMENTO

O monitoramento das empresas é feito por vários agentes externos, como conselheiros, auditores, grandes acionistas, credores, bancos de investimento, agências de *rating* e investidores institucionais (Tirole, 2006). Segundo Berk e Demarzo (2010), quando a propriedade de uma empresa é pulverizada, nenhum acionista possui incentivos para arcar sozinho com os custos do monitoramento, já que os benefícios dessas ações seriam divididos futuramente entre os demais acionistas. Em vez disso, os *shareholders* elegem um conselho de administração, incumbindo-o de monitorar os agentes outorgados. Cornelli et al. (2013) e Vieira e Silva (2018) atribuem ao conselho de administração um dos principais mecanismos de Governança Corporativa para monitoramento do desempenho dos executivos.

Segundo Tirole (2006), os conselheiros, em princípio, monitoram a gestão da empresa em nome dos acionistas, participando da aprovação das decisões e também das estratégias da empresa, como fusões e aquisições, supervisão de risco, auditoria, entre outros. Conforme Berk e Demarzo (2010) e Faleye, Hoitash, e Hoitash (2011), os conselheiros podem ser afiliados à firma (diretores internos ou intermediários) ou independentes. Esses últimos são externos à empresa, não possuindo vínculos com os *stakeholders*; são vistos como valiosos monitores e seu envolvimento com o conselho é normalmente relacionado a melhorias no sistema contábil da empresa e à maior proteção aos acionistas.

Segundo Weisbach (1988), conselhos de administração que contemplem em seu quadro uma maioria independente fazem com que exista uma maior probabilidade de demissão do CEO por mau desempenho, tornando a participação do conselho mais efetiva. Conforme Vieira e Silva (2018), os conselheiros independentes são valorizados pelo mercado por sua autonomia e reputação, uma vez que ampliam a capacidade de monitoramento da empresa. Brick e Chindambran (2010) encontraram uma relação positiva entre número de conselheiros independentes e desempenho da empresa após o aumento da pressão externa por parte das bolsas de valores em ter conselheiros independentes no conselho. Alternativamente, Adams (2009) sugere que os conselheiros que primeiramente monitoram os executivos são menos comprometidos que os conselheiros que somente orientam, sugerindo que monitoramento isolado não é suficiente para uma boa governança.

Além da independência dos conselheiros, outras questões estão relacionadas ao monitoramento, como o tempo de serviço (*tenure*) dos conselheiros, a mudança do presidente do conselho (*turnover*), a dualidade entre CEO e presidente do Conselho, o tamanho do conselho e o grau de instrução dos conselheiros. Nesse sentido, no que se refere ao tempo médio que os conselheiros permanecem atuantes, há evidências de uma relação positiva com o desempenho, pois, conforme apontam Adams (2009) e Chen et al. (2008), quanto maior a *tenure* do conselheiro, maior é o desempenho nas tomadas de decisão, pois este já alavancou

sua curva de integração, possuindo subsídios para buscar as melhores alternativas por meio da experiência e influência no conselho, facilitando a interação com os executivos principais da empresa.

Nesse contexto, se, por algum motivo, a atuação do presidente do conselho for interrompida, haverá impactos negativos sobre o desempenho, pois, conforme Franks e Mayer (2001), a rotatividade do presidente do conselho acarreta perdas de eficiência, justificadas pela não continuidade nas tomadas de decisões por parte do mesmo presidente do conselho. Alternativamente, Souza e Kloeckner (2014) encontram uma relação positiva entre as variáveis referidas, justificadas pelo fato de que a rotatividade é uma resposta a casos de corrupção e fraudes.

Adicionalmente, em algumas companhias é comum observar que o Presidente do Conselho de Administração também ocupa o cargo de CEO, o que diminui o *turnover* e aumenta a probabilidade de uma maior remuneração que não está atrelada ao desempenho (Vieira & Silva, 2018). Goyal e Park (2002) justificam essa relação pela influência que o Presidente do Conselho/CEO pode exercer sobre os demais membros do Conselho de Administração para a sua permanência. Ainda conforme os autores, a falta de independência entre esses cargos torna difícil a substituição do CEO em caso de fraco desempenho, pois ele tende a permanecer no posto apesar dos resultados ruins. Ademais, essa lógica estende-se a executivos que participam do conselho exercendo outras funções, a não ser o cargo de presidência (Bebchuk & Fried, 2003; Jensen, 1993).

Como apontado anteriormente, o tamanho do conselho também afeta o desempenho financeiro das firmas, pois, conforme afirmam Jensen (1993) e Yermack (1996), manter um conselho enxuto pode ajudar a aumentar o desempenho da empresa. Atrelado a este último, o nível de escolaridade dos membros do conselho pode afetar positivamente o desempenho e valor de mercado das companhias, pois, conforme afirmam Akpan and Amran (2014) e Gaur, Bathula, & Singh (2015), conselheiros com maior nível de educação formal tendem a tomar decisões com maior qualidade, o que afetaria positivamente o resultado das companhias. De acordo com os pressupostos anteriores construídos, a seguinte hipótese foi formulada:

H1A: O monitoramento aos executivos impacta o desempenho das firmas brasileiras minimizando os conflitos de interesses entre o agente e o principal.

Por fim, com o intuito de identificar a eficiência desses mecanismos sobre a resolução do problema de agência, formulou-se a hipótese a seguir:

H2: A compensação aos executivos é mais eficiente ao alinhar o conflito de agência que o monitoramento, pois impacta substancialmente o desempenho das firmas. É baseada

nos apontamentos de Shleifer e Vishny (1997), que argumentam que os incentivos para os gestores constituem a melhor solução para alinhar seus interesses com os dos acionistas, e também no estudo de Aldrighi e Mazzer (2007), os quais ressaltam que os conselhos de administração são de baixa efetividade no Brasil, dado seu caráter “figurativo”.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para identificar a eficiência dos mecanismos de governança corporativa, em se tratando de compensação e monitoramento, na resolução dos conflitos de agência entre os executivos principais e os acionistas de empresas de capital aberto brasileiras, foi utilizada uma pesquisa exploratório-descritiva baseada em métodos quantitativos. Os dados básicos relacionados às variáveis de governança corporativa foram extraídos manualmente dos relatórios 20-F disponibilizados no sítio da *Securities Exchange Commission (SEC)*, em razão da indisponibilidade dos dados no Brasil para o período analisado neste trabalho, que foi entre 1999 e 2016 (17 anos). As empresas brasileiras que contemplam a amostra são as de capital aberto que possuem ações ordinárias negociadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) e também em alguma bolsa de valores dos Estados Unidos, isto é, que possuem programas de *American Depositary Receipts (ADRs)*. Assim, a amostra final foi constituída por 42 empresas ou 966 observações.

A justificativa para limitar a amostra a empresas brasileiras com ADR ocorre por dois principais motivos:

- a) comparar a eficiência dos mecanismos de governança corporativa para resolução do conflito clássico de agência entre agente e principal (executivos e acionistas). A utilização de ADRs possibilita captar essa comparação, pois caso a amostra fosse composta por empresas que negociam suas ações somente no Brasil, o principal conflito de agência em questão seria entre os acionistas, inviabilizando a referida comparação. Assim, as ADRs permitem melhor adequação à proposição do objetivo deste estudo;
- b) disponibilidade de dados para o período de 1999 a 2016, por meio da coleta manual em relatórios 20-F da SEC.

Nesse sentido, são aplicados modelos dinâmicos de regressão linear múltipla, estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistêmico (GMM-Sys), em um painel não balanceado. Com o intuito de tornar a análise robusta, foram aplicados alguns testes no estudo, como: Arellano e Bond (1991); Correlação e Fator de Inflacionamento da Variância

(VIF); Qui-quadrado (χ^2); Hansen (1982); Teste t para comparação dos Independentes: verificação da eficiência dos dois mecanismos de governança; e Teste de Vuong (1989): visa comparar modelos não aninhados, isto é, modelos com a mesma variável resposta (desempenho interno ou de mercado), porém com variáveis independentes diferentes (mecanismo de monitoramento ou mecanismos de incentivos). Assim, o teste aponta qual modelo é menos/mais favorável na explicação do fenômeno escolhido. Ainda, por existir *outliers* (anormalidades), as variáveis foram *winsorizadas* a 1%. As variáveis foram corrigidas pelo IGP-DI e o software utilizado foi o STATA SE®. A seguir, são apresentadas as Fórmulas 1 e 2 usadas no estudo:

$$D_{it} = \beta_1 + \beta_2 CE_{it} + \beta_3 CONT_{it} + \sum_i^n EFind_i + \sum_t^n EFtemp_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$D_{it} = \beta_1 + \beta_3 MON_{it} + \beta_4 CONT_{it} + \sum_i^n EFind_i + \sum_t^n EFtemp_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Tabela 1
Descrição das variáveis

Variáveis Dependentes			
Variáveis internas	Fórmula		
ROA–Retorno Sobre o Ativo	$ROA = \frac{\text{Res. Operacional}}{\text{Ativo Total}}$	Gaur et al. (2015), Silva et al. (2009), Souza e Kloeckner (2014) e Yermack (1996).	ROA–Retorno Sobre o Ativo
ROE–Retorno sobre o Patrimônio	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Gaur et al. (2015), Silva et al. (2009) e Souza e Kloeckner (2014).	ROE–Retorno sobre o Patrimônio
Variáveis de mercado	Fórmula	Autores	
Q de Tobin*	$Q = \frac{(\text{MVE} + \text{PS} + \text{D})}{\text{Ativo Total}}$	Yermack (1996).	Q de Tobin*
MB–Market-to-Book*	$MB = \frac{(\text{AT} - \text{PL} + \text{VMPL})}{\text{Ativo Total}}$	Silva et al. (2009).	MB–Market-to-Book*
Variáveis Independentes principais			
Incentivos Explícitos			
Variável	Fórmula/Descrição	Autores	S.
RE–Remuneração por executivo	$RE = \ln\left(\frac{\text{remuneração total}}{\text{número total de executivos}}\right)$	Aguiar e Pimentel (2017), Jensen e Murphy (1990), Kaplan (1994) e Souza & Kloeckner (2014).	+
PAE–Part. acionária do exec.	Percentual de ações pertencente aos executivos principais da empresa	Fahlenbrach e Stulz (2009) e Glosch (2007).	+
OE–Opções para os executivos	$RE = \ln\left(\frac{\text{Valor das opções}}{\text{número total de executivos}}\right)$	Babenko (2009) e Fahlenbrach e Stulz (2009). Bergstresser e Philippon (2006).	+
Incentivos Implícitos			
NEP–Número de exec. principais	Log. (número de executivos principais da empresa)	Chen et al. (2008) e Goyal e Park (2008).	-
IE–Idade dos executivos	Log. da idade média dos executivos principais da empresa	Jensen e Murphy (1990).	-

TE–Tenure dos executivos	Log. do número médio de anos em que são executivos principais da companhia	Chen et al. (2008) e Goyal e Park (2008).	-
TUE–Turnover dos executivos	Dummy (1): no ano anterior houve mudança do executivo principal; 0: CC**.	Chen et al. (2008). Jensen e Murphy (1990) e Sonza e Kloeckner (2014).	+ -
GIE–Grau de instrução dos executivos	Escolaridade dos executivos: (0) não tem graduação; (1) graduação; (2) Pós-graduação; (3) Mestrado; (4) Doutorado e Pós-doc.	Silva et al. (2009).	+
Monitoramento			
DC–Número de conselheiros	Log. (número de conselheiros existente na empresa)	Jensen (1993) e Yermack (1996).	-
TD–Tenure dos conselheiros	Log. (número médio de anos em que são conselheiros da companhia)	Chen et al. (2008) e Sonza e Kloeckner (2014).	+
ID–Idade dos conselheiros	Log. (idade média dos conselheiros da empresa)	Faleye et al. (2011).	+
DI–Conselheiros independentes	$DI = \ln\left(\frac{0,01 + \text{número de conselheiros independentes}}{\text{número total de conselheiros}}\right)$	Berk e Demarzo (2009), Brick e Chindambaran (2010) e Faleye et al. (2011). Adams (2009).	+ -
NEC–Executivos no conselho	$NEC = \ln\left(\frac{0,01 + \text{número de executivos no conselho}}{\text{número total de conselheiros}}\right)$	Bebchuk e Fried (2003), Jensen (1993) e Sonza e Kloeckner (2014).	-
EPC–Exec. Princ. Pres. do conselho	Dummy (1): o executivo principal exerce a função de presidente do conselho; 0: CC**.	Goyal e Park (2002) e Vieira e Silva (2018).	-
TUD–Turnover do conselheiro	Dummy (1): no ano anterior houve mudança do presidente do conselho; 0: CC**.	Sonza e Kloeckner (2014). Franks e Mayer (2001).	+ -
GID–Grau de instrução dos conselheiros	Escolaridade dos conselheiros: (0) não tem graduação; (1) graduação; (2) Pós-graduação; (3) Mestrado; (4) Doutorado e Pós-doc.	Akpan e Amran (2014) e Gaur et al. (2015).	+
Variáveis de Controle			
AL–Alavancagem	$A = \left(\frac{\text{passivo circulante} + \text{passivo não circulante}}{\text{patrimônio líquido}}\right)$	Boubakri e Cosset (1998).	-
Tamanho: AT–Ativo total	- Log (ativo total)	Pedersen e Thomsen (1997). Klapper e Love (2004).	+ -
Efeitos Fixos Industriais (Dummies em que 1 indica que a empresa pertence ao ramo industrial e 0 CC**	Sonza e Kloeckner (2014).	
Efeitos Fixos Temporais (Dummies em que 1 indica que a empresa pertence ao ano em que o dado é gerado e 0 CC**	Sonza e Kloeckner (2014).	

Nota. * MVE: preço das ações da firma multiplicado pelo número de ações ordinárias que estão em circulação; PS: valor de liquidação das ações preferenciais que estão em circulação; D: dívida total (Passivo circulante menos o ativo circulante mais os estoques e a dívida de longo prazo); AT: Ativo total; VMPL: Valor de mercado do PL (Cálculo sugerido por Chung e Pruitt, 1994); ** CC: Caso Contrário.

Em que D representa o desempenho financeiro interno e de mercado, α representa o intercepto e os coeficientes angulares, CE representa as oito variáveis de compensação de executivos, MON representa as oito variáveis de monitoramento, CONT são as variáveis de

controle (tamanho e alavancagem), *EFind*. representa os efeitos fixos industriais, representa os efeitos fixos temporais, e, por fim, ϵ é o termo de erro idiossincrático.

As variáveis dependentes do modelo são divididas em duas categorias: a primeira, sendo os indicadores de rentabilidade internos: (a) ROA (Retorno do Ativo) e (b) ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido). Boubakri e Cosset (1998) inferem que essas variáveis representam índices de rentabilidade que identificam a situação financeira da empresa. A segunda, sendo os indicadores de mercado: (a) Q de Tobin (1969) e (b) Market-to-Book (MB). A Tabela 1 foi elaborada visando a uma descrição mais detalhada do estudo.

As variáveis de controle incluídas no estudo se limitam ao tamanho da empresa bem como ao seu grau de alavancagem. A justificativa para controlar as análises por tamanho segue os expostos de Pedersen e Thomsen (1997), nos quais mostraram que quanto maior o tamanho da empresa (medido pelo ativo total e EBITDA), maior a sua eficiência. Klapper e Love (2004), por outro lado, identificaram que o tamanho pode ter efeitos adversos no desempenho corporativo em termos de governança, uma vez que tanto grandes quanto pequenas empresas podem ter incentivos para buscar resultados satisfatórios, evitar problemas de agência (grandes empresas) ou buscar oportunidades de crescimento (pequenas empresas). Com relação à alavancagem, geralmente empresas mais lucrativas são menos endividadas, pois ao perseguirem melhores resultados financeiros e de mercado, há uma tendência de diminuir sua alavancagem, pois os custos de empréstimos oneram a empresa, gerando ineficiências e aumentando seus custos de falência, prejudicando as previsões futuras (Boubakri & Cosset, 1998).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A seguinte seção é dividida em duas seções: Estatística descritiva e correlação; e Influência do monitoramento e dos incentivos sobre o desempenho financeiro nas ADRs brasileiras.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA E CORRELAÇÃO

Conforme identificado na metodologia, antes de iniciar a análise foram aplicados o teste de correlação e a verificação da consistência dos dados por meio da estatística descritiva. Como esperado, identificou-se uma correlação forte (igual ou acima de 0,7) entre o Market-to-Book (MB) e o Q de Tobin e entre o ativo total, a receita líquida e o patrimônio líquido. Para evitar possíveis problemas de colinearidade, nenhuma dessas variáveis com alta correlação foi utilizada na mesma regressão. Além da matriz de correlação, verificou-se

o fator de inflacionamento da variância, em que este apresentou um valor menor que 5, não indicando multicolinearidade. Após, foi realizada a análise da estatística.

Depois da aplicação da *winsorização* de 1% (Tabela 1), as variáveis apresentaram médias e medianas muito próximas, com exceção da alavancagem e da variável de tamanho, às quais foram necessárias transformações, aplicando logaritmo neperiano. Na parte superior da tabela encontram-se as variáveis de monitoramento. Identificou-se que as ADRs possuem, em média, 11 conselheiros com uma média de idade de aproximadamente 56 anos, estando estes a um tempo médio de 4 anos na empresa. O valor máximo encontrado com relação ao tempo de serviço é de 59 anos, visto que alguns conselheiros permanecem na empresa até mesmo depois de uma possível aposentadoria. Desses conselheiros, em média, 3 são independentes.

Os conselheiros das empresas brasileiras com ADRs possuem, em média, grau de instrução em nível de pós-graduação. Quanto à participação de executivos no conselho de administração, o valor médio não alcança a unidade, indicando que não há muitos executivos participando da gestão do conselho administrativo. No tocante ao quadro de executivos, as empresas têm 8 executivos, com uma idade média de 50 anos. Estes estão na empresa há aproximadamente 4 anos. O grau de instrução destes é superior, comparativamente ao dos conselheiros, ficando entre pós-graduação *lato sensu* e mestrado.

Os executivos possuem, em média, 0,85% de participação acionária. Outro fator que chama a atenção é o Plano de Compensação de Executivos (PCE), cujo valor médio atinge quase R\$ 9 milhões. Adicionalmente, o conselho pode se valer de opções como compensação para os executivos, assim, é sinalizado um valor total médio de 48 milhões de opções acarretando um valor de R\$ 280 milhões, representando 16% do total. A remuneração fixa dos executivos atinge R\$ 15,6 milhões anualmente. A remuneração variável alcança uma representatividade maior sobre a remuneração total, sinalizada pelo valor absoluto de R\$ 18,8 milhões. Ainda, as ADRs possuem Planos de Pensão (PPs), totalizando R\$ 29,9 milhões. Todas essas modalidades de remuneração resultam em uma remuneração total anual de R\$ 46,7 milhões.

Tabela 2
Estatística Descritiva – ADRs brasileiras

	Monitoramento											
	Média	Mediana	p10	p25	p75	ap90	Variância	Min	Max	Dp.	Assimetria	Curtose
NC	10,63	9,00	7,00	8,00	12,00	15,00	19,29	3,00	32,00	4,39	2,12	9,18
IMC	55,62	55,86	48,40	51,80	60,00	62,57	35,66	1,50	69,30	5,97	-1,96	19,370
TMC	3,84	2,44	0,50	1,14	4,14	8,21	26,56	0,00	59,00	5,15	4,56	37,86
CI	2,81	3,00	0,00	1,00	4,00	6,00	5,50	0,00	11,00	2,34	0,61	2,88
EC	0,84	0,00	0,00	0,00	1,00	2,00	1,72	0,00	11,00	1,31	3,06	16,49
IC	1,82	1,83	1,00	1,50	2,17	2,50	0,28	0,64	3,43	0,53	0,14	2,92
Incentivos												
NE	8,24	7,00	4,00	5,00	8,00	13,00	49,60	2,00	60,00	7,04	4,20	24,96
IME	50,37	50,14	44,00	47,00	54,00	56,92	23,84	36,52	63,00	4,88	0,12	2,56
TME	3,82	2,18	0,50	1,00	4,07	8,67	30,58	0,00	50,50	5,53	3,66	21,16
IE	2,46	1,89	1,25	1,60	2,25	2,50	89,80	0,00	188,00	9,47	18,40	354,88
TE	0,21	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,33	0,00	9,00	0,58	8,70	126,94
PAE	0,85	0,00	0,00	0,00	0,01	0,12	28,28	0,00	45,00	5,31	7,11	52,85
NOP	48.800.000	2.39913200	113.379	430.180,00	5.95x10 ⁹ ,00	9,9x10 ⁵ 10700	1,06x10 ¹⁷ 00.000.000,00	21.967,00	2,82x10 ⁷	3,25x10 ⁸	8,16	69,69
PO	16	13	4,05	5,95	17,25	33,06	176	0,49	65,85	13,25	1,78	6,38
PCE	8.874.143	8,89x10 ⁶	1,3x10 ⁶	5,4 x10 ⁶	1,26x10 ⁷	1,58 x10 ⁷	2,41 x10 ¹³	1.300.000	15.800.000	4.906.235	0,13	2,02
VAO	280.000.000,00	2,81x10 ⁷	5,9x10 ⁴	4,3x10 ⁶	5,19x10 ⁷	4,00 x10 ⁸	1,91 x10 ¹⁸	7.119	1,21 x10 ¹⁰	1.380 x10 ⁹	7,99	68,19
NF	30.126	1,67x10 ⁴	2,9x10 ³	7,640	45.280	80.700	1,05 x10 ⁹	14.274	159.829	32.341,61	1,56	5,08
RF	15.600.000,00	9,07 x10 ⁶	1,9x10 ⁶	3,7x10 ⁶	1,64x10 ⁷	3,06 x10 ⁷	6,18 x10 ¹⁴	500.000,00	229.000,000	24.900,00,0	4,68	32,03
RV	18.800.000	4,70 x10 ⁶	6,0x10 ⁵	1,6x10 ⁶	1,88x10 ⁷	4,40 x10 ⁷	1,81 x10 ¹⁵	0,00	311.000,000	42.500,000	5,31	35,90
PP	29.900.000	2,00 x10 ⁶	7,0x10 ⁴	2,2x10 ⁵	9,30x10 ⁶	1,22 x10 ⁸	5,86 x10 ¹⁵	0,00	339.000,000	76.500,000	2,97	10,76
RT	46.700.000	1,38 x10 ⁷	2,9x10 ⁶	6,5x10 ⁶	3,05x10 ⁷	1,04 x10 ⁸	1,16 x10 ¹⁶	1.000.000	907.000,000	108.000,000	4,86	31,24
Variáveis de Controle*												
AT	681.439,60	207.828,00	250,93	5.218,43	518.518 20	1,41x10 ⁶	2,27 x10 ¹²	2,94	7.688.222,00	1.505.122,00	3,18	12,55
AL	1,78	0,99	0,00	0,03	1,88	3,50	28,78	-2,93	54,85	5,36	7,42	68,28
Desempenho												
Q	1,73	1,26	0,54	0,80	2,01	2,74	3,20	0,00	10,80	1,79	3,50	16,85
MB	0,93	0,62	0,28	0,43	0,94	2,65	0,75	0,01	3,64	0,87	1,69	4,89
ROA	-0,03	0,01	-0,59	-0,07	0,06	0,13	3,31	-15,56	0,41	1,82	-7,81	65,40
ROE	-0,01	0,07	-0,53	-0,05	0,15	0,34	0,92	-5,09	0,94	0,96	-3,68	17,37

Nota: NC = Número de membros do Conselho de Administração, IMC = Idade média dos Conselheiros, TMC = Tenure dos Conselheiros, CI = Número de Conselheiros Independentes, EC = Executivos no Conselho, IC = Instrução dos Executivos, NE = Número de Executivos, IME = Idade Média dos Executivos, TME = Tenure média dos Executivos, IE = Idade dos executivos, TE = Turnover Executivo, PAE = Participação Acionária dos Executivos, NOP = Número de Opções, PO = Percentual das Opções, PCE = Plano de Compensação de Executivos, VAO = Valor das Opções, NF = Número de Funcionários, RF = Remuneração Fixa, RV = Remuneração Variável, PP = Plano de Pensão, RT = Remuneração Total, AT = Ativo Total, AL = Alavancagem, Q = Q de Tobin, MB = Valor de mercado sobre o valor patrimonial, ROA = Retorno sobre o Ativo, ROE = Retorno sobre o Patrimônio, DP = Desvio Padrão, * = em mil.

Com relação às variáveis de controle da amostra, a alavancagem alcança 1,78. Já quanto à variável de tamanho, o Ativo total gira em cerca de R\$ 681,49 milhões. Por fim, são apresentadas as variáveis relativas ao desempenho financeiro das empresas com ADRs, no qual as duas variáveis internas, ou seja, o Retorno sobre o ativo (ROA) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) apresentam valores negativos (-3% e -1%, respectivamente). Com relação às variáveis de mercado, o Q de Tobin atinge 1,78 e o Market-to-Book (MB) atinge 0,93.

4.2 INFLUÊNCIA DO MONITORAMENTO E DOS INCENTIVOS SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO NAS ADRS BRASILEIRAS

Para analisar a influência dos incentivos e do monitoramento no desempenho, optou-se por utilizar uma análise de regressão linear mediante dados em painel não balanceados por GMM-Sys. Como se pode evidenciar na parte inferior das Tabelas 3 e 4, o teste de Arellano e Bond (1991) ($Ar1$ e $Ar2$) indicou que o modelo rejeita a hipótese nula de ausência de correlação serial nos resíduos de primeira ordem, mas não rejeita nos de segunda ordem. No teste de Hansen (1982), verificou-se que os instrumentos utilizados aparentemente não são correlacionados com o termo de erro da regressão, não rejeitando a hipótese nula, ou seja, não existem problemas de especificação das variáveis instrumentais nos modelos apresentados. Os instrumentos utilizados são as próprias variáveis defasadas, como sugerido por Almeida, Campello, e Galvão (2010). Por fim, foi aplicado o teste qui-quadrado (χ^2), em que, em todas as análises, é rejeitada a hipótese nula, indicando que as frequências observadas não são diferentes das frequências esperadas.

Na parte superior da Tabela 3 são apresentados os resultados do mecanismo de monitoramento sobre o desempenho financeiro das ADRs brasileiras. Nesse contexto, o número de conselheiros (DC) influencia positivamente a eficiência. Esse resultado difere da teoria apontada por Jensen (1993) e Sonza e Kloeckner (2014), os quais apontam que manter um pequeno grupo no Conselho de Administração pode ajudar a aumentar o desempenho. Uma possível explicação para esse resultado é que um número maior de conselheiros aumenta o poder de monitoramento do Conselho de Administração.

No que se refere à independência dos conselheiros, identificou-se uma relação positiva com o desempenho das ADRs. Essa influência é ainda mais significativa e com maior magnitude para os indicadores de mercado. Esse resultado está em consonância aos estudos de Berk e Demarzo (2010), Brick e Chindambran (2010), Faleye et al. (2011) e Sonza e Kloeckner (2014), os quais afirmam que os conselheiros independentes são vistos como valiosos monitores.

Tabela 3

Influência do monitoramento sobre o desempenho das ADRs brasileiras

Var.	Monitoramento			
	ROA	ROE	Q	MB
L1.	-0,0629***	1,2501***	0,3535	0,6234***
erro padrão	(-3.11)	(5.48)	(0.64)	(3.47)
DC	0,6881*	1,4924***	1,2994	0,4487***
erro padrão	(1.74)	(2.62)	(1.18)	(3.57)
TD	-0,0824	-0,3072	-0,2531	0,0725
erro padrão	(0.96)	(-1.29)	(-0.5200)	(0.8600)
ID	-1,5040	0,6462	2,2745	-0,3122
erro padrão	(-1.4100)	(0.2500)	(0.53)	(-0.55)
DI	0,1494**	0,1400*	0,4996***	0,2253***
erro padrão	(1.96)	(1.87)	(5.90)	(11.74)
NEC	-0,3513**	0,1901	-1,0407	0,2245
erro padrão	(-2.28)	(0.45)	(-0.42)	(0.66)
EPC	-0,1239	0,1926	-1,7728	-1,4559***
erro padrão	(-0.53)	(0.83)	(-0.73)	(-6.53)
TUD	0,1246	0,3969	0,1382	0,1272***
erro padrão	(0.99)	(1.07)	(0.68)	(9.30)
GID	-0,3916	-0,4851**	-4,0972***	-1,7187***
erro padrão	(-1.440)	(-2.27)	(-4.5)	(-7.61)
LAT	0,1485***	0,2322***	0,5697***	0,2338***
erro padrão	(3.73)	(12.63)	(3.08)	(12.79)
AL	-0,0070	-0,1475***	-0,6232	-0,2346**
erro padrão	(-1.03)	(-15.41)	(-1.06)	(-2.37)
_cons	2,7537	-7,6280	-15,2000	0,2456
erro padrão	(0.70)	(-0.67)	(-0.60)	(0.08)
chi2	379,47***	1.066,95***	7.518,11***	11.000,00***
Hansen	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***
ar1	-1,9876**	-1,6501	1,8182**	-2,2109**
ar2	1,4513	1,5036	-1,5667	-1,1379
R ² ajustado	0,5713**	0,5254	0,6225***	0,6038***
Teste f	5,0634***	4,2066***	9,15***	6,11***

Nota. Legenda: DC = Número de Conselheiros existentes na empresa, TD = *Tenure* dos Conselheiros, ID = Idade dos Conselheiros, DI = Conselheiros Independentes, NEC = Executivos no Conselho, EPC = Executivo Principal como Presidente do Conselho (dualidade), TUD = *Turnover* do Conselheiro, GID = Grau de Instrução dos Conselheiros, LAT = Logaritmo do Ativo Total, AL = Alavancagem, Q = Q de Tobin, ROA = Retorno sobre o Ativo, ROE = Retorno sobre o Patrimônio líquido, MB = Valor de mercado sobre o valor patrimonial, * = Significativo a 10%, ** = Significativo a 5%, *** = Significativo a 1%.

Com relação ao *turnover* do presidente do conselho, evidenciou-se uma relação positiva com o desempenho em todas as análises, porém significativa somente para o MB. Esse achado está de acordo com Souza e Kloeckner (2014), os quais apontam que o *turnover* é uma resposta a escândalos de fraude que geram incentivos para mudar o Conselho de

Administração a fim de aumentar o desempenho da firma, por meio da contratação de conselheiros com maior reputação.

Ainda quanto aos conselheiros, analisou-se a relação entre o grau de instrução destes e o desempenho da empresa. Nas análises evidenciou-se que essa variável possui uma relação negativa com a eficiência tanto interna quanto externamente, contrariando os achados de Akpan e Amran (2014). Essa relação negativa se aproxima do resultado encontrado por Fraga e Silva (2012), justificada pela falta de habilidade dos conselheiros para compreender os negócios da empresa e de se impor tecnicamente (Fraga & Silva, 2012).

Em se tratando do número de executivos que participam do Conselho de Administração, as análises sinalizam uma relação inversa com o desempenho interno, demonstrado por meio do retorno do ativo. Esse achado está de acordo com os estudos evidenciados por Bebchuk e Fried (2003), Goyal & Park (2002) e Sonza e Kloeckner (2014), os quais ressaltam que a influência dos executivos no seu próprio pagamento, contratação, demissão, entre outros pode distorcer os incentivos, prejudicando o desempenho corporativo.

Ainda nesse contexto, se o principal executivo da empresa (CEO) exerce, concomitantemente, a função de Presidente do Conselho de Administração, a relação supracitada se torna ainda mais acentuada, evidenciando que o desempenho de mercado por meio do MB diminui em média 1,45%, em um nível de significância de 1%. Esse achado está de acordo com Goyal e Park (2002), os quais abordam que o CEO pode exercer influência sobre os demais membros para a sua permanência, apesar de desempenho insatisfatório. Por fim, as variáveis tempo médio dos conselheiros na empresa (tenure) e idade não se mostraram como determinantes do desempenho.

Na Tabela 4 é apresentada a influência do mecanismo de incentivos (compensação), tanto implícitos quanto explícitos sobre o desempenho financeiro e de mercado. Inicialmente, no tocante aos incentivos implícitos, o número de executivos principais se mostra positivamente relacionado com o Q de Tobin e com o MB, porém, somente é significativo para o último. Esse resultado diverge do apontado por Chen et al. (2008). Uma possível justificativa para isso é que um maior grupo de executivos, perante o mercado, sinaliza maior capacidade administrativa para gerir os investimentos da empresa.

Quanto à variável idade dos executivos (IE), esta está negativamente relacionada com os indicadores de desempenho de mercado. Esse achado está de acordo com Jensen e Murphy (1990), os quais argumentam que o risco de demissão é mais acentuado para executivos mais novos, pois estes vão formando suas bases de poder, diminuindo o risco de serem demitidos com o passar dos anos. Contudo, se considerarmos o desempenho interno, a idade dos executivos o influencia positivamente, sendo uma possível justificativa para isso o fato de executivos mais experientes conhecerem os valores e a missão da organização, bem como terem sua curva de aprendizagem mais alavancada que executivos mais jovens.

Já para o tempo de serviço dos executivos (TE) evidenciou-se uma relação negativa com o desempenho financeiro interno. Nessa mesma linha, Chen et al. (2008) afirmam que os executivos que estão há mais tempo no poder têm menos preocupações com sua visibilidade no mercado, então a demanda por monitoramento é relativamente maior.

Em se tratando da rotatividade dos executivos (TUE), identificou-se uma influência positiva sobre o desempenho financeiro em todas as regressões, porém somente é significativa para o Market-to-Book (MB). Esse achado converge com os de Chen et al. (2008), os quais apontam que o *turnover* representa uma boa proxy para determinar o efetivo monitoramento por parte dos conselheiros com relação aos executivos.

Por fim, em termos de grau de instrução dos executivos, evidenciou-se uma influência negativa no tocante ao desempenho interno, porém positivamente relacionada com variáveis de mercado, sendo somente essas últimas de acordo com Silva et al. (2009). Uma possibilidade para explicar essa divergência seria baseada na teoria institucional. Para Meyer e Rowan (1977), em um ambiente altamente competitivo e repleto de conflitos e incertezas, as organizações precisam manter sua sobrevivência, o que pode tornar suas práticas e procedimentos um pouco homogêneos ou isomórficos, isto é, legitimar as práticas de outras empresas (Meyer & Rowan, 1977). Portanto, sugere-se que maiores níveis de escolaridade nas empresas de capital aberto no Brasil seria um isomorfismo institucional, no qual ter um uma formação, profissional ou acadêmica, pode ser considerado um mito, um status já institucionalizado.

Com relação aos incentivos explícitos, de maneira geral, evidenciou-se que tanto a compensação por remuneração total quanto a compensação pela participação acionária influenciam positivamente o desempenho financeiro. Esses achados vão ao encontro dos de Jensen e Murphy (1990), Kaplan (1994), Souza e Kloeckner (2014) e Aguiar e Pimentel (2017), os quais mostraram que a remuneração gera incentivos para o executivo de forma a dirimir os problemas de agência; e, também com Fahlenbrach e Stulz (2009) e Jensen e Murphy (1990), que justificam que, se os executivos possuem uma parte da propriedade, têm maiores incentivos para buscar um melhor desempenho em longo prazo, respectivamente.

A influência das opções é ambígua, na qual, com relação ao desempenho interno, a oferta de opções a executivos é positivamente relacionada com o desempenho. Esse resultado converge com os estudos de Babenko (2009), Fahlenbrach e Stulz (2009) e Souza e Kloekner (2014). Quanto ao desempenho de mercado, é evidenciada uma relação negativa, estando de acordo com os estudos de Bergstresser e Philippon (2006), os quais evidenciaram que o uso de manipulações contábeis é mais pronunciado em firmas onde a compensação potencial total dos executivos é mais relacionada ao valor das ações e das opções.

Tabela 4
Influência do mecanismo de incentivos sobre o desempenho das ADRs brasileiras

Var.	Incentivos			
	ROA	ROE	Q	MB
LI.	-0,0364	0,9616**	0,9869***	0,5368***
erro padrão	(-0.80)	(2.40)	(3.90)	(7.84)
NEP	-0,0543	-0,0277	0,3360	0,6283***
erro padrão	(-0.32)	(-0.15)	(1.02)	(2.50)
IE	1,0567*	0,9643*	-1,9294	-2,4689**
erro padrão	(1.66)	(1.67)	(-1.02)	(-2.06)
TE	-0,2279***	-0,2419***	0,1369	-0,1040
erro padrão	(-2.48)	(-2.84)	(0.68)	(-1.53)
TUE	0,0173	0,0336	0,6276	0,6721***
erro padrão	(0.23)	(0.39)	(1.42)	(2.63)
GIE p-valor	-2,1975*	-1,7436*	3,8053	4,3543**
erro padrão	(-1.88)	(-1.81)	(1.25)	(2.11)
RE	0,1362	0,0116	-0,0348	0,2499**
erro padrão	(1.4)	(0.13)	(-0.36)	(2.29)
PAE	0,1793*	0,7394**	-0,1151	0,1343
erro padrão	(1.67)	(2.26)	(-0.74)	(0.53)
OE	0,0985	0,1526*	-0,2868*	-0,0631
erro padrão	(1.59)	(1.83)	(-1.78)	(-0.77)
LAT	0,1183***	0,1057***	-0,2961***	-0,1359**
erro padrão	(2.46)	(3.86)	(-2.83)	(-2.01)
AL	-0,0027	-0,0922***	0,5619***	0,0951
erro padrão	(-0.57)	-3.8900	(3.61)	(0.78)
_cons	-2,3730***	-2,4285**	5,0558*	2,8411**
erro padrão	(-3.25)	(-2.39)	(1.84)	(1.99)
chi2	911,13***	3844,9***	3085,48***	218,29***
Hansen	3,8766***	2,5013***	0,0000***	0,0000***
ar1	1,6691*	-1,6500*	-1,7374*	-1,6725*
ar2	-0,0078	1,3358	-1,2131	-0,8638
R ² ajustado	0,3000	0,5164	0,6739	0,5413
Teste f	2,7864***	6,9398***	3,926***	2,2425**

Nota. Legenda: RE = Remuneração por executivo, PAE = Participação Acionário dos executivos na empresa, OE = Opções para Executivos, NEP = Número de executivos principais, IE = idade dos executivos, TE = Tenure dos executivos, TUE = Turnover dos executivos, GIE = Grau de Instrução dos Executivos, LAT = Logaritmo do Ativo Total, AL = Alavancagem, Q = Q de Tobin, ROA = Retorno sobre o Ativo, ROE = Retorno sobre o Patrimônio, MB = Valor de mercado sobre o valor patrimonial, * = Significativo a 10%, ** = Significativo a 5%, *** = Significativo a 1%.

Com relação às variáveis de controle, evidenciou-se que a alavancagem influencia negativamente o desempenho em todas as análises (exceto para a regressão relativa ao Q de Tobin na Tabela 4), sendo significativa para o retorno dos acionistas e também para a variável MB (Boubakri & Cosset, 1998; Sonza & Kloeckner, 2014). Por fim, em todas as

regressões identificou-se uma relação positiva entre o ativo total e o desempenho seguindo os apontamentos de Pedersen e Thomsen (1997).

Nesse contexto, percebe-se que tanto o mecanismo de monitoramento, por meio do Conselho de Administração, quanto os incentivos implícitos e explícitos, exercem influência sobre o desempenho interno e também de mercado das empresas brasileiras que possuem dupla listagem. Porém, para identificar qual o mecanismo é o mais eficaz para dirimir os conflitos de agência entre os executivos principais e os acionistas, calculou-se separadamente o ajustado de cada regressão para identificar o quanto as variáveis consideradas explicam e impactam o desempenho interno e de mercado. Na parte inferior das Tabelas 3 e 4 encontram-se os indicadores referidos. Foi constatado que, para 3 das 4 análises (com exceção do ROE), o ajustado é significativamente diferente para as regressões relativas aos incentivos e ao monitoramento.

Para o mecanismo de monitoramento, as variáveis consideradas explicam 57,13% do desempenho medido pelo Retorno do Ativo (ROA) e 52,54% para o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Já para as variáveis de desempenho de mercado, o ajustado é ainda mais representativo no poder explicativo. Em se tratando do Q de Tobin, o modelo explica 62,25% do desempenho. Isso também se evidenciou para o MB, no qual o ajustado alcança 60,38%.

Em se tratando do mecanismo de incentivos, este não segue a mesma capacidade explicativa vista no mecanismo de monitoramento. Para o ROA o modelo alcança 30% somente. Já para o ROE esse valor chega a 51,64%. Para o Q de Tobin a capacidade explicativa é de 67,39%. E, por fim, para o MB esse valor é de 54,13%.

Em complementação a esta análise e também com o intuito de tornar mais robustos os presentes resultados, estimou-se o teste de Vuong. Este corrobora os apontamentos de que o mecanismo de monitoramento tem maior representatividade sobre o desempenho. Com relação ao desempenho interno, tanto para o ROA quanto para o ROE se evidenciou que o mecanismo de monitoramento (hipótese nula) é mais eficiente que os incentivos (hipótese alternativa), pois não se rejeita H_0 de que o primeiro é mais eficiente que o segundo.

Por fim, essa lógica estende-se aos modelos de desempenho de mercado, nos quais novamente se mostra que o mecanismo de monitoramento se sobrepõe ao modelo de incentivos. Assim, pelo teste de Vuong, comprova-se que tanto para o Q de Tobin quanto para o Market-to-Book o mecanismo de monitoramento (hipótese nula) é mais eficiente que os incentivos (hipótese alternativa), pois não se rejeita H_0 de que o primeiro é mais eficiente que o segundo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E LIMITAÇÕES DO ESTUDO

De maneira geral, evidenciou-se que tanto o mecanismo de compensação aos executivos quanto o mecanismo de monitoramento por meio do Conselho de Administração influenciam o desempenho financeiro e de mercado das ADRs brasileiras. Estes levam à não rejeição das hipóteses H1 e H1A, as quais apontavam para um impacto desses mecanismos com o desempenho. Assim, a compensação de executivos tanto por meio de incentivos quanto pelo monitoramento é um mecanismo eficiente de governança corporativa e tem como objetivo induzir a gestão a internalizar os interesses dos proprietários, pois viabiliza o alinhamento entre os interesses dos executivos e os dos acionistas (Shleifer & Vishny, 1997; Tirole, 2006).

Contudo, como apontado anteriormente, ao revisar a literatura não se encontram evidências para o cenário brasileiro de que um mecanismo seja mais eficiente do que o outro. Nesse sentido, o presente artigo buscou identificar a eficiência dos mecanismos de governança corporativa, em se tratando de compensação e monitoramento, na resolução dos conflitos de agência entre os executivos principais e os acionistas de empresas de capital aberto brasileiras.

Assim, para as variáveis consideradas, os resultados desta pesquisa sugerem que o monitoramento é o meio mais eficiente para mitigar os problemas de agência presentes nas empresas brasileiras com ADRs, pois, os conselheiros funcionam como agentes ativos no processo de verificação das ações dos diretores, gerando resultados consistentes que afetam positivamente o desempenho das ADRs brasileiras, rejeitando-se, assim, a hipótese H2.

Este estudo coloca à prova a prerrogativa de que o Conselho de Administração é “figurativo” no Brasil, tendo um desempenho significativo no tocante às funções de monitoramento e supervisão, contrariando os estudos de Aldrighi e Mazzer (2007), os quais ressaltaram que os conselhos de administração são de baixa efetividade no Brasil, sendo um dos maiores limitantes da eficiência das empresas. No entanto, corrobora os estudos de Cornelli et al. (2013) e Faleye et al. (2011), que colocaram o monitoramento como o principal mecanismo para dirimir os problemas de agência.

O artigo em questão avança ao propor e identificar a eficiência dos mecanismos de governança corporativa, pois as referências utilizadas focam seu objetivo em reconhecer a influência dos mecanismos de monitoramento e/ou também os incentivos, porém não se encontrou nenhum artigo que busque comparar qual desses mecanismos seria o mais eficaz para tal conjunto de empresas. Outro ponto a ser destacado se refere à endogenia que há entre desempenho e compensação aos executivos. Com o intuito de contornar essa questão, foram realizadas regressões estimadas pelo GMM-Sys com variáveis instrumentais, no qual se utilizaram as variáveis tamanho, alavancagem e governança corporativa como instrumentais à variável desempenho (instrumentalizada).

Uma limitação a ser considerada se refere ao fator amostral, limitando-se às ADRs brasileiras. Como se justificou nos procedimentos metodológicos, a utilização de ADRs proporcionou uma melhor adequação à proposição da consecução do objetivo proposto. Uma sugestão para pesquisas futuras seria a ampliação deste estudo, dividindo-o em setores e ainda fazendo um comparativo entre diferentes países.

REFERÊNCIAS

- Adams, R. B. (2009). *Asking directors about their dual roles. Working Paper*. Brisbane: University of Queensland.
- Aguiar, A. B., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de Executivos e Desempenho no Mercado Brasileiro: Relações Contemporâneas e Defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545-568.
- Akpan, E. O., & Amran, N. A. (2014). Board characteristics and company performance: Evidence from Nigeria. *Journal of Finance and Accounting*, 2(3): 81-89.
- Aldrighi, D. M., & Mazzer, R. (2007). Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 61(2), 129-152.
- Almeida, H., Campello, M., & Galvão, A. F. (2010, September). Measurement Errors in Investment Equations. *Review of Financial Studies*, 23(9), 3279-3328.
- Anjos, L. C. M. (2016). *Relações entre Eficiência Técnica das Organizações e Remuneração a Executivos à Luz dos Impactos da Motivação e Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho* (Tese de doutorado). UnB, UFPB e UFRN, João Pessoa.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58 (2), 277-297.
- Babenko, I. (2009, February). Share repurchases and pay-performance sensitivity of employee compensation contracts. *Journal of Finance*, 64(1), 117-151.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92.
- Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006, June). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511-529.

- Berk, J., & Demarzo, P. *Finanças empresariais*. Porto Alegre: Bookman, 2010.
- Boubakri, N., & Cosset, J. C. (1998). The financial and operating performance of newly privatized firms: Evidence from developing countries. *Journal of Finance*, 53(3), 1081-1110.
- Brick I. E., & Chindambran, N. K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 533-553.
- Chen, Q., Goldstein, I., & Jiang, W. (2008). Directors' ownership in the U.S. mutualfund industry. *Journal of Finance*, 63(6), 2629-2677.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Cornelli, F., Kominek, Z., Ljungqvist, A. (2013, April). Monitoring Managers: Does It Matter? *The Journal of Finance*, 68(2), 431-481.
- Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M. (2009). Managerial ownership dynamics and firm value. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 342-361.
- Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2011). The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*, 101(1), 160-181.
- Fraga, J. B., & Silva, V. A. B. (2012). Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: Uma investigação empírica. *Brazilian Business Review, Edição especial BBR conference*, 58-80.
- Franks, J., & Mayer, C. (2001). Ownership e control in German corporations. *The Review of Financial Studies*, 14(4), 943-977.
- Gaur, S. S., Bathula, H., & Singh, D. (2015). Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework, *Management Decision*, 53.
- Gopalan, R., Milbourn, T., Song, F., & Thakor A. (2014). Duration of Executive Compensation. *The The Journal Of Finance*, 69(6).
- Goyal, V. K., & Park, C. W. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 49-66.

- Hansen, L. P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica*, 50(4), 1029-1054.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990, April). Performance pay and top management incentives. *The Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Kaplan, S. N. (1994). Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and United States. *Journal of Political Economy*, 102(3), 510-546.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004, November). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999, April). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Meyer, J., & Rowan, B. (1977). Institutionalized Organizations: Formal structure as myth and ceremony. *The American Journal Sociology*, 83(2), 340-363.
- Murphy, J. (2013). Executive compensation: Where we are, and how we got there. In M. George, M. H. Constantinides, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2A, 211-282.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (1997). European patterns of corporate ownership: A twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, 28(4), 759-778.
- Rosetti, J. P., & Andrade, A. (2014). *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. (7ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Shue, K., & Townsend, R. R. (2017). How Do Quasi-Random Option Grants Affect CEO Risk-Taking? *The Journal of Finance*, 72(6), 2551-2588.

- Silva, W. A. C., Camargos, M. A. de, Pinto, E. A., & Melo, A. de O. (2009). Estrutura de Governança, Desempenho Econômico-financeiro e Remuneração de Executivos de Companhias Brasileiras. *Anais do Encontro Nacional De Engenharia de Produção, Salvador, 29*.
- Sonza, I. B., & Kloeckner, G. O. (2014). Governança em estruturas proprietárias concentradas: Novas evidências para o Brasil. *Revista de Administração de São Paulo-RAUSP, 49(2), 322-338*.
- Taylor, S. L. (1994). Executive share options: An economic framework. *Australian Accounting Review, 4(2), 13-21*.
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton: Princeton University Press.
- Tobin, J. (1969, February). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking, 1(1), 15-29*.
- Vieira, C. A. M, & Silva, O. M. (2018). Influência da estrutura do conselho de administração e do controle corporativo no turnover do CEO das empresas abertas no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade, 15(34), 181-201*.
- Vuong, Q. H. (1989). Likelihood ratio tests for model selection and non-nested hypotheses. *Econometrica, 57(2), 307-333*.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics, 20(1), 431-460*.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics, 40(2), 185-211*.

Como citar este artigo:

ABNT

GRANZOTTO, Alberto; SOUZA, Igor Bernardi. Compensar ou monitorar os executivos? **RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, Joaçaba: Editora Unoesc, v. 18, n. 3, p. 393-418, set./dez. 2019. Disponível em: <http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>. Acesso em: dia/mês/ano.

APA

Granzotto, A., & Souza, I. B. (2019). Compensar ou monitorar os executivos? *RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia, 18(3), 393-418*. Recuperado de <http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>

