

1

INTRODUÇÃO

Este estudo tem como objetivo analisar a relação entre remuneração de administradores e a adoção de boas práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto. Este não é um tema novo, e, particularmente nos últimos anos, tem crescido a quantidade de pesquisas abordando este assunto no Brasil. Entretanto, esse estudo traz uma importante contribuição ao tema, por ser o primeiro a considerar a mais ampla base de dados (em relação ao número de empresas e ao período) pública disponível sobre remuneração de executivos em empresas brasileiras de capital aberto.

A remuneração dos administradores é um tema polêmico, que começou a ganhar destaque internacionalmente a partir dos anos 1980 (Murphy, 1999), à luz da aceitação da teoria da agência e do crescente aumento do nível de remuneração dos administradores das empresas norte-americanas. Nesse sentido, muitos trabalhos em âmbito internacional foram desenvolvidos para examinar a relação entre governança corporativa e remuneração de executivos. Jensen *et al* (2004) realizaram um extenso levantamento do que já foi publicado sobre remuneração nos Estados Unidos desde 1970 e concluíram que práticas ruins de governança corporativa estão altamente correlacionadas com políticas de remuneração que destroem valor para o acionista. Core *et al* (1999) encontraram evidências de relação significativa entre composição do conselho, estrutura de propriedade e remuneração do CEO. De maneira geral, as conclusões dos autores são de que firmas com piores estruturas de governança têm maiores problemas de agência, de que CEOs de firmas com grandes problemas de agência recebem maiores remunerações e que firmas com maiores problemas de agência apresentam performance pior.

O tema de remuneração dos executivos ganhou ainda mais destaque após os escândalos corporativos ocorridos em empresas como a Enron e Worldcom, que colocaram em xeque os sistemas de governança e remuneração vigentes. Houve intensos debates na mídia, nas instituições governamentais e de mercado, além da

academia, para a necessidade de revisão dos sistemas de governança e de remuneração vigentes, que vieram na forma de novas regulamentações, como a lei Sarbanes-Oxley, criada em 2002, nos Estados Unidos (Hill, 2006).

No Brasil, esse assunto tem adquirido mais relevância desde a grande explosão no número de IPOs ocorridos no mercado de capitais a partir de 2004, quando a Natura abriu capital no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa), e o tema governança corporativa passou a ganhar o holofote dos investidores, da mídia e da academia. As empresas passaram a perceber a importância de possuir uma boa governança para conseguir acesso aos mercados de capitais internacionais e passaram a adotar, voluntariamente, melhores práticas.

A divulgação do primeiro código brasileiro de boas práticas de governança corporativa pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1999, o lançamento dos níveis diferenciados de governança corporativa pela BM&FBovespa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) em 2000 e a nova lei das S.A. (lei 10.303/2001), lançada no ano seguinte, estabeleceram as primeiras bases para a governança corporativa se desenvolver no Brasil. Desde então, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a BM&FBovespa têm aumentado cada vez mais os requisitos de informação e transparência das companhias abertas, ao passo que o IBGC tem buscado ampliar os debates sobre as boas práticas de governança corporativa entre as empresas brasileiras.

As discussões sobre uma maior transparência nas informações prestadas sobre a remuneração de executivos começou a ganhar contornos mais dramáticos em 2008, quando a CVM, ao estudar a reforma da instrução 202/1993, explicitou seu desejo de uma maior transparência nas informações prestadas referentes a salários de executivos, a semelhança de outros mercados, como o estadunidense e o europeu.

No Brasil, a única exigência da lei das S.A. é a abertura do valor total pago à diretoria e aos conselhos (fiscal e de administração). Inicialmente, a revisão da instrução da CVM visava à abertura da remuneração individual de cada diretor e conselheiro, dividindo-a entre fixa e variável. Mas, devido à resistência de parte do mercado, a CVM passou a exigir apenas que as empresas abertas divulgassem, separadamente, o valor pago a diretoria e ao conselhos (fiscal e de administração),

dividindo entre fixo e variável, além do valor médio, mínimo e máximo pago aos membros da diretoria e do conselho.

Mesmo com estas concessões da CVM, parte do mercado alegou que tais informações representavam uma invasão de privacidade e uma ameaça à segurança dos executivos. Por meio de liminares judiciais, algumas empresas conseguiram o direito de não prestar tais informações, ainda que a maioria esteja informando tudo conforme a determinação do órgão regulador.

Apesar destes avanços, a base de dados disponível com este maior detalhamento das informações de remuneração ainda abrange um período de tempo muito reduzido. Para este estudo, optamos por analisar um período de tempo mais longo, ainda que com um menor detalhamento das informações. Assim, consideramos os dados de 2002 até 2009, antes, portanto, de toda a polêmica gerada pelas novas exigências da CVM.

De fato, a dificuldade de obter dados sobre remuneração de executivos ajuda a explicar o pequeno número de pesquisas no Brasil nesta área. Antes de 2009, a fonte de informação mais confiável sobre remuneração de executivos no Brasil eram as atas das assembleias de acionistas, em que se definia o montante máximo de remuneração a pagar aos administradores da empresa em determinado ano. Poucas empresas abriam esta informação entre conselho e diretoria, e menos ainda entre remuneração fixa e variável. Em alguns casos, mesmo esta informação mais agregada não era informada ao mercado.

Os estudos realizados no Brasil até o momento foram pouco conclusivos em definir uma relação entre remuneração de executivos e governança corporativa. Uma exceção foi o estudo de Sampaio (2009), que analisou uma base de 199 empresas listadas na BM&FBovespa, durante os anos de 2003 a 2007, e encontrou que empresas com piores práticas de governança tendem a pagar uma maior remuneração a seus executivos e que empresas que pagam maiores remunerações aos seus executivos tendem a ter pior desempenho futuro.

Este estudo buscou, com base nas atas das assembleias de todas as empresas brasileiras de capital aberto de 2002 a 2009, entender os determinantes da remuneração de executivos, em especial aqueles relacionados à qualidade das práticas de governança corporativa. Nossos resultados indicaram que, controlando por diversas características da firma e considerando a governança corporativa de

uma maneira agregada, empresas com boas práticas de governança corporativa tendem a pagar remunerações mais elevadas a seus executivos.

Esse resultado parece contraditório à literatura internacional e nacional sobre o tema. Entretanto, ao considerar a governança corporativa de forma mais ampla, encontramos que as dimensões de transparência e estrutura de controle possuem relação positiva com remuneração de executivos, ao passo que as dimensões conselho de administração e direitos dos acionistas possuem uma relação negativa.

A relação negativa entre remuneração e a dimensão de conselho é amparada em estudos internacionais (Core, Holthausen *et al.*, 1999; Basu, Hwang *et al.*, 2007; Chhaochharia e Grinstein, 2009), ao passo que a explicação para a relação negativa com a dimensão de direitos dos acionistas pode residir no fato de que acionistas com mais direitos são mais propensos a monitorar efetivamente a remuneração dos executivos da companhia. A relação positiva com transparência pode ser explicada pelo fato de que as empresas que divulgam melhor a remuneração de seus executivos teriam de remunerá-los melhor, sob o risco de perda de profissionais para concorrentes. Por fim, a relação positiva com estrutura de controle pode ser explicada pelo fato de que algumas perguntas que definem esta dimensão estão relacionadas a um maior dispersão acionária, o que, por sua vez, está relacionado com maior remuneração de executivos, de acordo com a literatura internacional (Santerre e Neun, 1986; Cyert *et al.*, 2002) e nacional (Pinto, 2011).

O presente trabalho está organizado da seguinte forma. Além desta parte introdutória, na próxima seção é apresentada a revisão bibliográfica sobre remuneração de executivos. Em seguida, são apresentados os dados e a metodologia da pesquisa. A quarta seção mostra os resultados do trabalho e a quinta seção conclui o estudo.