

2 REVISÃO DE LITERATURA

Em seu pioneiro trabalho sobre a teoria da agência, Jensen e Meckling (1976) demonstraram que uma das principais funções das sociedades anônimas é permitir que os acionistas deleguem a gestão da empresa a executivos profissionais, a chamada separação entre propriedade e controle. Mas nem sempre os interesses dos administradores estão alinhados aos dos acionistas. Deste conflito, surge a expressão custos de agência, que engloba tanto as expropriações dos administradores quanto os custos que os acionistas incorrem para evitar que isto aconteça.

Uma das maneiras que os administradores têm de expropriar os acionistas é incumbir para si níveis excessivos de remuneração. Daí surgiu toda uma literatura que busca estudar a prática de remuneração nas sociedades. Segundo Murphy (1999), foi a partir do início dos anos 1980, à luz da aceitação da teoria da agência e do crescente aumento do nível de remuneração dos administradores das empresas norte-americanas, que surgiu a moderna história da pesquisa de remuneração de executivos.

Jensen e Murphy (1990) argumentam que a remuneração deve ser desenhada para incentivar os administradores a buscar a maximização do valor para o acionista. Isso pode ocorrer através de diversos mecanismos, como bônus atrelados a desempenho e opções sobre ações da empresa. Entretanto, os autores encontraram uma relação muito fraca entre aumento da riqueza dos acionistas e dos administradores, o que demonstra a dificuldade de estabelecer contratos que alinhem os interesses de ambas as partes. Ademais, como demonstram Bebchuk e Fried (2003), na medida em que os administradores exercem muita influência sobre a sua própria remuneração, este tema deixa de se tornar uma das soluções para o problema de agência. Na verdade, a remuneração de executivos faz parte do próprio problema de agência.

Uma maneira dos administradores burlarem os sistemas que regem a sua remuneração é através da manipulação de dados contábeis, e muitos estudos

indicam que a remuneração atrelada a opções de ações tende a aumentar a chance de ocorrência de um fato como este. Burns e Kedia (2006) demonstram que a probabilidade de uma empresa republicar balanços é maior quando o CEO possui opções de ações. Tal fato é confirmado por Cornett *et al.* (2008), que mostram que a probabilidade de empresas praticarem o “gerenciamento de lucros” é maior quando os executivos são remunerados com opções de ações e menor quando a empresa possui boa governança corporativa, como a presença de membros externos e independentes no conselho. Erickson *et al.* (2004) encontraram que, quanto maior for o percentual de remuneração baseada em opções de ações sobre o total de remuneração dos cinco executivos mais bem pagos, maior a probabilidade de ocorrer alguma fraude contábil.

De fato, apesar de a remuneração com opções de ações ter sido concebida como uma maneira de alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas, reduzindo os custos de agência, o que alguns estudos apontam é que, na verdade, pode ocorrer o contrário, ou seja, os custos de agência podem aumentar, em especial se as estruturas de governança forem frágeis e se as ações das empresas estiverem supervalorizadas (Jensen *et al.* 2004). Hall e Murphy (2003) apontam que as opções de ações podem levar a uma tomada de riscos excessiva, que pode destruir valor para os acionistas, como também argumentam Jensen *et al.* (2004).

Os escândalos da Enron e Worldcom, em que executivos manipularam e fraudaram dados contábeis com o objetivo de embolsar remunerações milionárias com opções de ações, são uma demonstração extrema desse aspecto, que tem levado a questionamentos dos sistemas de remuneração vigentes, tanto no meio acadêmico quanto pelos órgãos reguladores (Hill, 2006). O autor destaca as mudanças no sistema regulatório de diversos países em função de tais escândalos (como a Lei Sarbanes-Oxley, implementada em 2002 nos Estados Unidos) e como o foco de muitas delas residiu em tentar resolver os problemas associados à remuneração de executivos.

Para proteger os interesses dos acionistas é que existe o conselho de administração, responsável por fiscalizar os diretores, verificando se os níveis de remuneração estão de acordo com o desempenho dos mesmos. Entretanto, existe muitas vezes uma relação de “camaradagem” entre os membros do conselho e da diretoria, que garantem para si níveis altos de remuneração, em detrimento da

performance da empresa (Brick *et al.* 2006; Ryan Jr e Wiggins Iii, 2004; Bebchuk e Fried, 2006).

Bebchuk e Fried (2006) argumentam ainda que o problema não reside em uma falha de caráter intrínseca dos administradores, mas sim de sistemas de governança falhos. É válido destacar que estas não são conclusões novas. Berle e Means (1932) foram os primeiros a argumentar que o diretor executivo pode influenciar o conselho para obter níveis excessivos de remuneração.

Outra importante vertente na pesquisa de remuneração é aquela que analisa se a dispersão acionária apresenta alguma relação com remuneração de executivos. Santerre e Neun (1986), e Cyert *et al.* (2002) encontraram evidências que a dispersão acionária tende a aumentar a remuneração dos administradores da empresa. Isso ocorre porque os acionistas dispersos têm poucos incentivos para monitorar de maneira efetiva a remuneração dos administradores, uma vez que os custos de monitoramento são individuais e os benefícios, se vierem a ocorrer, são partilhados por todos.

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. Para os autores, ainda que o problema de agência entre administradores e acionistas possa ser minimizado por meio de programas de remuneração bem desenhados e boas políticas de governança corporativa, ele nunca pode ser totalmente eliminado.

Core *et al.* (1999) encontraram evidências de relação entre composição do conselho, estrutura de propriedade e remuneração do CEO, e que o salário do CEO tende a ser maior quanto este acumula a função de presidente do conselho de administração ou quando o conselho de administração é composto por membros que são conselheiros em mais de três outras empresas. 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.

Ratificando tais descobertas, Chhaochharia e Grinstein (2009) encontraram que as novas regras trazidas pela Lei Sarbanes-Oxley sobre a estrutura do conselho de administração trouxeram um decréscimo de 17% (controlando por outras variáveis) na remuneração dos CEO das empresas estadunidenses que não seguiam tais regras anteriormente. Os autores encontraram que o requerimento que mais impactou no decréscimo da remuneração do CEO foi a composição majoritária de membros independentes no conselho e que a queda da remuneração veio da redução de bônus e opções de ações.

Apesar de todos estes estudos serem focados no mercado dos Estados Unidos da América, em outros países também foram realizados diversos trabalhos para analisar a relação entre governança corporativa e remuneração de executivos. Como bem demonstrado por Doidge *et al.* (2007), a governança corporativa é mais influenciada por características legais e de desenvolvimento econômico de cada país do que por características da firma, ainda que o autor argumente que a globalização financeira tenda a diminuir esta importância relativa das características do país.

Um exemplo das diferenças entre governança corporativa e como elas podem impactar na remuneração de executivos é ilustrado pelo estudo de Conyon e Schwalbach (2000). Analisando os mercados alemão e britânico, os autores mostram as grandes diferenças entre os sistemas de governança corporativa dos dois mercados, em que o primeiro está mais alinhado ao modelo estadunidense, de ampla dispersão acionária, enquanto o segundo se assemelha mais ao modelo japonês, de grande concentração acionária, com acionistas de longo prazo e em um ambiente em que aquisições hostis são muito raras. As maiores diferenças entre os sistemas de governança encontrados pelos autores se referem à estrutura de remuneração, com uso bem maior de opções de ações no mercado britânico do que no alemão. Além disso, foi encontrado que a diferença entre o salário dos executivos e dos demais empregados da firma é maior no Reino Unido do que na Alemanha.

Analisando apenas o mercado britânico, Conyon (1997) analisou dados de 213 grandes empresas entre 1988 e 1993 e encontrou que a remuneração de executivos é positivamente relacionada com o atual retorno para os acionistas (mas não com retornos históricos). O autor encontrou apenas uma modesta relação entre remuneração de executivos e práticas de governança corporativa, com a

introdução de comitês de remuneração sendo negativamente relacionada com aumentos na remuneração de executivos. A separação das funções de CEO e presidente do conselho de administração não impactou na remuneração dos executivos

Já no mercado espanhol, Méndez *et al.* (2011) consideraram dados de 2005 a 2009 e encontraram uma relação positiva entre a variação da riqueza dos acionistas com a remuneração dos administradores. Porém, não foi encontrada relação entre a presença de membros independentes, seja no conselho de administração ou nos comitês de remuneração, com a remuneração de executivos (tanto na forma, quanto no montante).

No mercado chinês, Conyon e He (2011) encontraram que, nas empresas estatais ou com maior concentração acionária, a remuneração dos executivos é menor do que nas demais empresas. Também foi encontrado que a estrutura do conselho é relevante, uma vez que empresas que possuem mais membros independentes do conselho possuem uma relação pagamento/performance melhor. Por fim, os autores documentaram que, controlando por diversas variáveis, a remuneração dos executivos no mercado dos EUA é dezessete vezes maior do que no mercado chinês.

Em Hong Kong, Firth *et al.* (1999) realizaram um estudo para encontrar os determinantes mais significativos da remuneração dos administradores, com base em informações de 351 empresas nos anos de 1994 e 1995. O tamanho da empresa foi a variável que respondeu pela maior parcela na explicação da remuneração, sendo que as variáveis relacionadas as práticas de governança corporativa não se mostraram explicativas.

No Japão, Basu *et al.* (2007) analisaram 174 grandes empresas de 1992 a 1996 e encontraram que a remuneração de executivos é maior em empresas com estruturas de governança corporativa falhas. Os autores utilizaram a presença de um grande banco como acionista majoritário, filiação a um *keiretsu* (espécie de grupo empresarial japonês) e presença de ao menos um conselheiro externo como representantes da força de monitoramento da firma; e ações em poder dos executivos e controle familiar como representantes de mecanismos de controle. Os autores encontraram que conselhos menores e com presença de membros externos estão associados com menor remuneração.

Portanto, é possível observar como a literatura internacional fora dos EUA não apresenta uma relação definida entre governança corporativa e remuneração de executivos. Ademais, o próprio conceito do que é uma boa governança corporativa apresenta uma variação entre mercados, o que indica que devemos ter cuidado na hora de comparar a qualidade das práticas de governança corporativa, de uma forma agregada, com remuneração de executivos.

No Brasil, tradicionalmente o controle é muito concentrado, com a maior parte das companhias sendo controlada por um único acionista. Ações não votantes e o uso de pirâmides são mecanismos muito utilizados para manter o controle por um único acionista, com reduzido investimento na companhia. Assim, o conflito de agência mais comum é o que ocorre entre acionistas majoritários e minoritários, e não tanto entre acionistas e administradores, como no mercado estadunidense (Carvalho e Leal, 2006). Entretanto, esta situação começou a se alterar, na medida em que aumenta a dispersão acionária das empresas de capital aberto brasileiras, em especial das novas empresas listadas em bolsa a partir de 2004 nos níveis diferenciados de governança corporativa (Gorga, 2009).

Em relação ao tema de remuneração de executivos, o número de trabalhos no Brasil é reduzido, em função da menor disponibilidade de informações e do menor tamanho do nosso mercado em comparação ao dos EUA. Entretanto, nos últimos anos, esse panorama vem sendo modificado, na medida em que crescem os debates, tanto na mídia quanto na academia, sobre este tema.

Funchal e Terra (2006) realizaram um estudo sobre os determinantes da remuneração de executivos de empresas abertas latino-americanas. Com base em dados de empresas com ADRs em 2002, os autores encontraram que os determinantes significativos da remuneração executiva são o país, setor e tamanho da empresa. Variáveis indicadoras de desempenho e de governança corporativa não se mostraram relevantes.

Camargos e Helal (2007) realizaram um estudo sobre a relação entre remuneração executiva, desempenho da firma e estrutura de governança corporativa de empresas brasileiras, também trabalhando com base de dados de empresas com ADRs, desta vez utilizando como base o ano de 2005. Os autores encontraram que existe uma relação positiva e significativa entre a remuneração, o

desempenho financeiro e variáveis ligadas a boas práticas de conselho de administração das companhias.

Sampaio (2009) realizou o estudo mais amplo sobre a relação de remuneração de executivos com governança corporativa nas empresas brasileiras até o momento. Considerando uma base de 199 empresas listadas na BM&FBovespa, durante os anos de 2003 a 2007, a autora 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.

Em outra vertente de análise sobre remuneração de executivos, Silva (2010) examinou a relação entre governança corporativa e transparência na divulgação de informação sobre remuneração de executivos em companhias abertas brasileiras. Utilizando-se de dados referentes a 238 empresas listadas na BM&FBovespa no ano de 2008, o autor encontrou que a listagem nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa não se traduz em maior transparência de divulgação nos dados de remuneração de administradores, ao passo que a listagem da empresa por meio de ADRs traz um aumento na transparência, o que se explica pelas maiores exigências do mercado estadunidense em função da Lei Sarbanes-Oxley, ao passo que a BM&FBovespa não possui regra específica sobre divulgação de remuneração executiva.

Pinto (2011) analisou a relação entre dispersão acionária e remuneração de executivos. Considerando os dados de 315 empresas brasileiras de capital aberto em 2009, o autor encontrou que companhias que não possuem um acionista ou grupo de acionistas majoritários pagam mais a seus administradores (tanto aos diretores quanto aos conselheiros) do que as demais. A relação positiva entre dispersão acionária e remuneração de executivos é estatisticamente significativa.

O autor buscou ainda incluir variáveis para medir as práticas de governança corporativa aos seus modelos, porém a colinearidade existente entre as variáveis de governança corporativa e o grau de dispersão acionária fez com que as variáveis de dispersão perdessem a significância. A explicação encontrada pelo autor é que companhias com propriedade acionária mais dispersa têm uma relação muito mais intensa com os investidores do mercado do que companhias com propriedade concentrada. Por isso, elas normalmente possuem conselhos de administração mais estruturados, divulgam mais informações e tem *free float*

significativo, o que aumenta os valores das variáveis relacionadas à governança corporativa.

É válido ainda mencionar que, tanto nos modelos que incluíam variáveis de dispersão acionária quanto nos modelos que não as incluíam, as variáveis de boas práticas de governança corporativa foram positivas e estatisticamente significativas relacionadas com remuneração. Porém o autor concluiu que, devido à alta colinearidade entre as variáveis, não se podia concluir que boas práticas de governança elevem a remuneração dos administradores.

Portanto, os estudos realizados no Brasil até o momento foram pouco conclusivos em definir uma relação entre remuneração de executivos e governança corporativa. Ademais, as mudanças nas estruturas de governança corporativa trazidas pelas listagens diferenciadas da BM&FBovespa e pelo grande número de novas empresas listadas em bolsa a partir de 2004 parecem indicar que tal relação pode ter se alterado com o passar dos anos, tanto pelas mudanças nas práticas de governança corporativa quanto pela maior dispersão na base de acionistas das empresas de capital aberto brasileiras. Tal fato demonstra a relevância do tema e da grande amplitude de anos e de empresas consideradas na base de dados deste estudo.