



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA,
CONTABILIDADE E SECRETARIADO EXECUTIVO
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

HANNAH GUIMARÃES BARBOSA

ANÁLISE DE ASPECTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA QUE
INTERFEREM NA REMUNERAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS

FORTALEZA - CE

2015

HANNAH GUIMARÃES BARBOSA

**ANÁLISE DE ASPECTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA QUE
INTERFEREM NA REMUNERAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo

FORTALEZA - CE

2015

HANNAH GUIMARÃES BARBOSA

ANÁLISE DE ASPECTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA QUE
INTERFEREM NA REMUNERAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovada em ____/____/_____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo (Orientador)

Profa. Lara Capelo Cavalcante

Profa. Cíntia de Almeida

A Deus.

Aos meus pais, Kátia e Sávio.

AGRADECIMENTOS

A Deus, minha fonte de força em tudo o que realizo.

Aos meus pais, Kátia e Sávio, por serem meus exemplos de dedicação aos estudos e minhas inspirações quanto a prosperar na vida por meio do saber.

Ao professor e orientador Vicente Crisóstomo, que me acompanha desde 2013 através da bolsa de Iniciação Científica da UFC e me incentivou e apoiou na construção desse trabalho.

Agradeço também aos colegas de curso que se mostraram verdadeiros companheiros e me ajudaram a superar os desafios acadêmicos.

E aos demais que, de alguma forma, ajudaram na elaboração desta monografia.

“A luta pela vida nem sempre é vantajosa aos fortes nem aos espertos. Mais cedo ou mais tarde, quem cativa a vitória é aquele que crê plenamente: eu conseguirei!” (Napoleon Hill)

RESUMO

Nas últimas décadas, com a utilização de métodos para melhorar a qualidade de gestão das organizações, a governança corporativa vem ganhando mais destaque no Brasil devido a uma série de mudanças ocorridas no mercado de empresas e nas regras que o regem. Entre essas mudanças, nota-se que os conselhos de administração começaram a participar mais na gestão das empresas, assumindo mais funções do que a de simplesmente fiscalizar o trabalho dos gestores. Considerando que um dos objetivos da governança corporativa é estimular o desempenho de organizações, motivando todos os colaboradores a trabalharem com máxima eficiência, e observando o crescimento da importância do conselho de administração nas empresas, aumentou-se preocupação com a política de remuneração dos conselheiros, principalmente após o acontecimento de escândalos financeiros que os envolviam. Este trabalho tem como objetivo saber quais práticas de governança corporativa interferem na remuneração dos conselheiros de administração das empresas brasileiras. Para tanto, fez-se hipóteses a partir de um estudo descritivo de características de governança corporativa e foram coletados dados de remuneração do conselho de administração, no período de 2010 a 2013, das 100 maiores empresas brasileiras. A metodologia adotada na pesquisa foi de caráter descritivo, qualitativo-quantitativo e documental. Os resultados demonstram que os fatores de governança corporativa sobre avaliação anual do conselho, prazo de mandato dos conselheiros, presença de conselho fiscal instalado, *stock options* e *free float* influenciam na formação da remuneração do conselho de administração, enquanto fatores sobre número de membros do conselho e presença de conselho fiscal permanente não interferem.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Conselho de Administração. Brasil.

ABSTRACT

In recent decades, with the use of methods to improve the quality of management of organizations, corporate governance is gaining more emphasis in Brazil due to the number of changes in the market of companies and in the rules that govern it. Among these changes, we note that the boards began to participate more in the management of companies, taking on more functions than simply supervise the work of managers. Considering that one of the corporate governance objectives is to stimulate the performance of organizations, encouraging all employees to work at maximum efficiency, and noting the growing importance of the board of directors in companies, the concern about the remuneration policy for directors has increased, especially after the occurrence of financial scandals involving them. This study aims to find out which corporate governance practices interfere the board compensation of Brazilian companies. Therefore, hypotheses were made from a descriptive study of corporate governance features. Data of directors' board compensation of the 100 largest Brazilian companies were collected in the 2010-2013 period. The methodology used in the study was descriptive, qualitative-quantitative and documentary. The results demonstrate that corporate governance factors about annual evaluation of the Board, term of office of directors, presence of installed audit committee, stock options and free float influence the board compensation, while factors about the number of board members and the presence of permanent audit committee do not interfere.

Keywords: Corporate Governance. Board of Directors. Brazil.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	1
2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E REMUNERAÇÃO DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO.....	3
2.1 O Problema de Agência.....	3
2.2 Conceitos de Governança Corporativa.....	4
2.3 Governança Corporativa no Brasil.....	6
2.4 Conselho de Administração.....	9
2.5 Remuneração dos Conselheiros de Administração.....	12
2.6 Hipóteses.....	13
3 METODOLOGIA.....	18
3.1 Definição da amostra.....	19
4 RESULTADOS.....	20
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	26
REFERÊNCIAS.....	28

1 INTRODUÇÃO

Governança corporativa é o conjunto de práticas que visam proteger as partes interessadas em uma companhia, por exemplo, investidores, gestores e proprietários do risco de apropriação indevida por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia. A fim de auxiliar na decisão de investimento e facilitar o acesso ao capital, essas práticas baseiam-se em princípios de transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas (CVM, 2002).

A governança corporativa vem-se tornando mais importante no Brasil, onde as empresas estão em cenário de adaptação às normas internacionais e almejam ter melhores práticas para ganhar visibilidade no mercado e reduzir seus custos de captação de recursos. Entre essas mudanças, pode-se dizer que os conselhos de administração estão assumindo um papel mais participativo na gestão das empresas em vez de apenas fiscalizarem o que estava sendo feito pelos gestores (PWC, 2011).

Segundo Rodrigues (2014), a missão dos conselhos de administração é proteger e valorizar o patrimônio e maximizar o retorno do investimento com vistas à continuidade do negócio. Sendo assim, pode-se dizer que os conselhos de administração exercem papel fundamental na gestão das empresas.

Juntamente com o crescimento da importância do conselho de administração para as empresas, Ferreira (2012) frisa que a preocupação com a política de remuneração dos executivos de alto escalão, como os conselheiros de administração, tem aumentado devido a escândalos financeiros que envolveram administradores, executivos e diretores de empresas mundiais, por exemplo, o escândalo da Enron Corporation, e defende que a transparência das informações é uma forma de avaliar a entidade e sua forma de remunerar administradores e executivos.

Considerando esse contexto, busca-se uma resposta para a seguinte questão de pesquisa: Quais são as práticas de governança corporativa que interferem na remuneração do conselho de administração das empresas brasileiras?

O objetivo geral do estudo consiste em analisar as práticas de governança corporativa que estão associadas ao nível de remuneração do conselho de administração das empresas brasileiras. Adicionalmente, busca-se estudar aspectos conceituais e de evolução da governança corporativa no Brasil, pesquisar o conjunto de boas práticas de governança

corporativa recomendadas por instituições de mercado e verificar se as empresas brasileiras estão se adequando às normas de governança corporativa aconselhadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Sendo assim, o presente estudo se justifica pela relevância do papel do conselho de administração na gestão das empresas, sendo a remuneração dos conselheiros de administração tema abordado pela literatura ao considerar sua possível influência na efetividade da ação do conselho com reflexos positivos para a empresa. Justifica-se também pela importância e crescimento da utilização de práticas de governança corporativa pelas entidades.

Além desta introdução, o estudo apresenta as seguintes seções: o referencial teórico, onde se apresenta o problema de agência e, posteriormente, contextualiza-se as temáticas governança corporativa e conselho de administração. Nesse mesmo tópico, também são apresentadas hipóteses sobre aspectos de governança corporativa que podem influenciar na remuneração do conselho de administração. O tópico seguinte revela os procedimentos metodológicos da pesquisa. Em seguida, apresentam-se os resultados da pesquisa e a conclusão.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E REMUNERAÇÃO DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO

2.1 O Problema de Agência

No mundo moderno empresarial, as empresas abertas são caracterizadas por terem uma clara separação entre os detentores de propriedade e os gestores de capital. A propriedade das empresas era antes concentrada em uma única pessoa ou em grupos pequenos, mas com a abertura de capital, terceiros puderam contribuir com o capital social, tornando-se acionistas e conseqüentemente desconcentrando a propriedade. Com o crescimento das empresas, a administração empresarial tornou-se um trabalho extremamente complexo, surgindo a necessidade de contratar especialistas em diferentes áreas funcionais da firma cujo conhecimento é bem maior que o dos proprietários (MARTIN *et al.*, 2004).

Quando é feito um contrato entre o detentor da propriedade da empresa e um terceiro que será designado para tomar decisões em seu nome, surge a relação de agência. Os gestores são contratados a fim de garantir bons retornos, maximizando a riqueza dos acionistas e dando continuidade e competitividade à empresa no mercado. Porém, como afirma Smith (2005), vai haver negligência em maior ou menor grau do gestor que administra o dinheiro de terceiros, pois este não dedicará a mesma atenção que daria se fosse o próprio dinheiro. Assim surge o problema de agência, que é gerado quando os gestores põem seus interesses pessoais acima dos interesses dos acionistas e trabalham para maximizar sua utilidade em vez de juntar esforços para gerar retorno aos proprietários da empresa.

Jensen e Meckling (1976) nomeiam o proprietário de capital como principal e o gestor contratado como agente. No contrato assinado entre as partes, o principal deverá designar tarefas e delegar poderes para que o agente possa agir em nome de seu contratante, defendendo os interesses deste. Na relação de agência, ocorrerão custos ao principal para que este consiga assegurar que o agente tome decisões de nível ótimo, agindo apenas de modo a maximizar o lucro dos acionistas e não de acordo com os próprios interesses. Os custos de monitoramento e de concessão de garantias contratuais são exemplos de custos de agência gerados quando há algum nível de divergência entre as decisões do agente e as decisões que poderiam gerar mais riqueza ao principal.

A fim de evitar a possível expropriação de riqueza do principal por parte do agente, surgiu a necessidade de aprimorar as práticas de governança corporativa. Foram criados códigos que aconselham a aplicação de incentivos e estruturas de controle de gestão que

devem direcionar os administradores a terem uma conduta voltada para o cumprimento dos objetivos estabelecidos pelos acionistas. A governança deve garantir que os gestores trabalhem de forma eficiente e eficaz, defendendo os interesses dos acionistas e proprietários e garantindo o maior retorno econômico possível da organização (ARRUDA *et al.*, 2008).

Além do problema de agência entre principal e agente, Jensen e Meckling (1976) também citam outro tipo de conflito, que ocorre quando a propriedade é controlada por poucas pessoas, os acionistas majoritários (*blockholders*). À medida que a parcela de capital próprio dos controladores majoritários diminui, o direito sobre o resultado da empresa também diminui, fazendo com que esses proprietários tendam a se apropriar de maneira inadequada de recursos corporativos. Nesse caso, o conflito de agência é entre acionistas majoritários e minoritários. Edmans (2014) concorda que *blockholders* podem criar problemas de agência com os pequenos acionistas e usa como exemplo o fato de alguns acionistas majoritários comprarem produtos inflacionados de outra empresa que possuem, maximizando a própria riqueza e gerando custos impróprios para a firma compradora. É possível citar outros exemplos de oportunismos como nepotismo, uso de informações privilegiadas e remunerações exacerbadas.

A governança corporativa visa proteger não só os proprietários contra expropriações dos gestores, mas também se preocupa em gerar medidas protetivas contra acionistas majoritários que possam obter vantagens inadequadas advindas de suas posições privilegiadas na empresa, violando os direitos dos acionistas minoritários e se apropriando indevidamente de lucros que deveriam ser divididos com eles.

2.2 Conceitos de Governança Corporativa

Os conflitos entre gestores e detentores de propriedade e problemas entre acionistas majoritários e minoritários foram as razões fundamentais para incitar mecanismos de governança corporativa. De acordo com Silveira e Barros (2008), quando há a separação entre propriedade de controle, cria-se o risco de expropriação ou má utilização de recursos dos investidores, pois as pessoas que fornecem o capital não participam de forma direta das decisões corporativas. Sendo assim, é necessário que se faça presente um conjunto de mecanismos internos e externos que alinhem os interesses dos gestores ao dos acionistas para minimizar os prejuízos causados por problemas de agência entre tomadores de decisão e fornecedores de recursos. Este conjunto é denominado governança corporativa.

Sirqueira *et al.* (2007) também relacionam a governança corporativa ao objetivo de garantir os direitos dos acionistas diante dos possíveis abusos cometidos por gestores e de proteger os acionistas minoritários que possam deixar de receber dividendos por causa de interesses individuais dos acionistas majoritários. Os autores defendem que o tema ganhou destaque na década de 90 devido aos escândalos corporativos de empresas nacionais e multinacionais, por exemplo, Parmalat e Enron, e à abertura de mercado, que aumentou a competitividade entre as empresas, criando a necessidade de acesso ao mercado de capitais para obtenção de financiamento. Frisa-se nesse aspecto a importância da governança corporativa para o desenvolvimento, fortalecimento e crescimento dos mercados de capitais no Brasil.

A governança corporativa se baseia na utilização de mecanismos de segurança que podem impulsionar o crescimento das empresas e conseqüentemente do país. No contexto econômico, De Paula (2003) enfatiza que ela está diretamente ligada às condições de financiamento e investimento, sendo capaz de atrair novos acionistas. Além de também impactar sobre a eficiência do sistema econômico, pressionando gerentes para que sejam mais disciplinados e para que aloquem os recursos de maneira mais eficiente.

Para Rocha e Damasceno (2006), há vários conceitos sobre governança, pois o tema pode ser visto sobre vários ângulos. Do ponto de vista da companhia, a governança corporativa é um sistema de controle e transparência, enquanto que para os executivos o foco é mais na responsabilidade e compromisso. Para os acionistas, trata-se de democracia e justiça, e para os investidores é proteção e segurança.

Jesus (2004) nota que dois modelos se mostram predominantes no estudo da governança corporativa: o modelo *shareholder*, ou anglo-saxão, e o *stakeholder*, ou nipo-germânico. No primeiro caso, os interesses dos acionistas são privilegiados. Autores como Lethbridge (1997) seguem essa vertente classificando governança corporativa como "...os arranjos institucionais que regem as relações entre acionistas (ou outros grupos) e as administrações das empresas". Já no segundo modelo, alcança-se aspectos de responsabilidade social da empresa e são considerados, além dos interesses dos acionistas, os interesses dos credores, funcionários, fornecedores, clientes e governo. Seguindo essa linha de pensamento, a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI) define que:

Governança Corporativa é um conjunto de práticas que visam a otimizar o desempenho de uma companhia; a proteger os investidores, empregados, credores, e outros interessados; a facilitar o acesso da companhia ao mercado de capitais e proporcionar-lhe uma estrutura que defina claramente os objetivos empresariais, a maneira de atingi-los e a fiscalização do seu desempenho, orientando a empresa para um crescimento sustentado e uma postura socialmente responsável (PREVI, 2004).

Quanto aos princípios em que se baseia a governança corporativa, todos devem ser oriundos da ética, a qual deve prevalecer no mundo dos negócios. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2009) afirma que “As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade”. Andrade e Rossetti (2009) sintetizam quatro valores basilares ao tema:

- a) *Fairness* ou equidade – consiste no tratamento justo a todos os acionistas, tanto na geração de riquezas como na divisão de resultados;
- b) *Disclosure* ou divulgação – diz respeito à divulgação de informações relevantes que tenham influência nos negócios;
- c) *Accountability* – está ligada à responsabilidade da prestação de contas fundamentada nas melhores práticas de contabilidade e auditoria;
- d) *Compliance* ou conformidade – significa o cumprimento fiel das normas reguladoras dos estatutos e regimentos das empresas e das leis do país.

Observando as diferentes definições, pode-se chegar a um consenso de que a governança corporativa é um conjunto de práticas que visa proteger os acionistas de expropriações, mitigar os conflitos existentes nas organizações e reduzir os custos das empresas, gerando um retorno maior para os fornecedores de capital e valor para as companhias.

2.3 Governança Corporativa no Brasil

O cenário de governança corporativa vem passando por profundas alterações no Brasil no decorrer das décadas. Nas décadas de 1950 e 1960, a maioria das empresas eram controladas e administradas por uma única pessoa, o acionista controlador familiar. Na década de 70, surgiram os primeiros conselhos de administração, os quais iniciavam a divisão entre controle de propriedade e gestão e ganhavam autonomia gradativamente (BORGES; SERRÃO, 2005). De acordo com Vieira e Mendes (2004), a necessidade de uma

administração profissional se torna evidente diante do crescimento das empresas e do aumento do número de proprietários advindo no processo de abertura de capital. Devido à globalização, o mercado tornou-se mais competitivo e as empresas tiveram que pulverizar seu capital para conseguir crédito e aumentar a escala produtiva.

Borges e Serrão (2005) relembram que na década de 90, ocorreram transformações estruturais, por exemplo, abertura comercial, estabilização monetária e privatizações, que influenciaram mudanças nas empresas brasileiras. O poder dos conselhos foi ampliado e houve discussões sobre os pareceres de auditores independentes, um forte mercado de investidores institucionais se fez mais presente e os conflitos de agência ajudaram a fazer progredir os controles e a legislação.

Nessa época, empresas como Enron e WorldCom, protagonizaram grandes escândalos contábeis nos Estados Unidos ao manipularem os seus resultados com intenção de enganar os usuários externos que se utilizavam de informações contábeis, gerando grande desconfiança entre os investidores sobre a qualidade e fidedignidade dos relatórios contábeis das empresas, prejudicando a liquidez e o desempenho das empresas no mercado de ações (SILVA *et al.* 2012). Notou-se então uma necessidade maior de maximizar a eficiência dos mercados, especialmente no que se refere à transparência e credibilidade de informações. Para isso, foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1995, com o objetivo de divulgar as boas práticas de governança no Brasil através da elaboração de códigos de melhores práticas.

A primeira versão do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa foi lançada em 1999 e focava apenas o conselho de administração. A quarta e última edição foi publicada em 2009, sendo dividida em seis capítulos, os quais apresentam recomendações sobre: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal, e por fim, conduta e conflito de interesses.

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) cria segmentos diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, os quais obrigaram as companhias que desejam aderir aos níveis a obedecer determinadas práticas que se tornam mais rígidas a cada segmento. Em seu *site*, a BOVESPA esclarece que a adesão a qualquer nível de listagem é voluntária, pois as regras vão além do que está escrito na Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976). O propósito da adesão voluntária aos Níveis Diferenciados é melhorar a avaliação das companhias frente aos acionistas, pois esse ato é

divulgado ao mercado como um sinal positivo em relação à empresa. Ademais, Soares (2003) ressalta que a BOVESPA buscava aumentar a proteção ao acionista minoritário e dar maior agilidade na negociação entre o acionista e as empresas com vista a fortalecer o crescimento do mercado de capitais brasileiro.

Em 2001, ocorre a segunda reforma da Lei nº 10.303/2001 a fim de propiciar que acionistas minoritários reduzam riscos e maximizem sua participação no controle da empresa. Segundo Vieira e Mendes (2004), “A inspiração principal era fazer com que o mercado de capitais brasileiro diminuísse sua concentração acionária, tornando-o acessível ao pequeno investidor”, tornando imprescindível o fortalecimento de práticas de governança corporativa para proporcionar tratamento igualitário entre acionistas. A reforma trouxe o retorno parcial do direito de *tag along* para os minoritários detentores de ações ordinárias, criou novas regras para o assento em conselho, limitou a emissão de ações preferenciais em relação às ordinárias, dentre outras medidas.

No mesmo ano, em 2001, a BOVESPA cria o Índice de Governança Corporativa (IGC), com o objetivo de medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Para terem ações incluídas no índice, as empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou terem classificação nos Níveis 1 ou 2 da Bovespa.

Já no ano seguinte, em junho de 2002, a CVM lança sua cartilha com recomendações sobre Governança Corporativa voltada para companhias abertas. As sugestões da CVM abrangem quatro áreas: maior transparência de estrutura acionária e dos grupos de controle e facilidade na participação em assembleias; ênfase na atuação do Conselho de Administração, com recomendação de criação de comitês especializados, além de regras mais definidas de atuação do Conselho Fiscal; medidas de proteção a acionistas minoritários, inclusive quanto a transações com partes relacionadas à companhia; e maior transparência e clareza das demonstrações financeiras e nas relações da companhia com o auditor.

Nessa mesma década, ocorriam grandes mudanças no cenário internacional e, devido à expansão do mercado globalizado, a contabilidade sofreu a necessidade da padronização de suas demonstrações contábeis para melhorar a compreensão do investidor nacional e internacional (PEREIRA, 2009). Então, em 2007, ocorre a introdução da Lei nº 11.638/07 que juntamente com o poder regulatório e interpretativo da CVM ressalta a necessidade de

atualizar as regras contábeis brasileiras em convergência com as regras contábeis internacionais e de providenciar maior transparência às atividades empresariais do Brasil.

O estabelecimento da governança corporativa no Brasil foi resultante de um conjunto de iniciativas governamentais e institucionais, entre as quais se destacam: a fundação do IBGC em 1995 e o lançamento do primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa em 1999; a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa pela Bovespa que geraram valor para as empresas que aderiram voluntariamente aos segmentos; o lançamento da Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa; e, por fim, a aprovação da Lei nº 10.303/01 pelo governo brasileiro que tinha como objetivo proteger o acionista minoritário e a edição da Lei nº 11.638/07, a qual tornou obrigatória a publicação da Demonstração do Valor Adicionado (DVA) e a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC). (SILVEIRA, 2010).

Observa-se que a importância dada ao tema no Brasil é crescente a partir da criação de legislações e cartilhas que estendem as obrigações legais com recomendações de boas práticas de governança corporativa nas últimas décadas. A consolidação do nível Novo Mercado com a adesão de várias empresas e a criação do índice de governança da Bovespa podem ser consideradas um grande avanço sobre as regras que levam o país à adoção do padrão internacional de boas práticas. Entre as mudanças internas, pode-se citar o abandono da postura eminentemente fiscalizadora dos conselhos de administração das empresas, os quais passaram a assumir um papel mais proativo junto aos gestores (PWC, 2011).

2.4 Conselho de Administração

Martin *et al.* (2004) afirma que o crescimento das companhias gerou a necessidade de contratar especialistas em diferentes áreas funcionais da firma cujo conhecimento é bem maior que o dos proprietários que se viam despreparados para tomar decisões que se tornavam cada vez mais complexas. O mercado de capitais tornou-se cada vez mais competitivo e pressionou que a gestão das empresas se profissionalizasse. Os proprietários começaram a se ausentar do dia-a-dia da companhia e passaram a efetivar sua influência nas decisões fundamentalmente através do conselho de administração (VIEIRA; MENDES, 2004).

Nesse cenário de crescimento da participação de gestores nas empresas, a Lei nº 6.404/76 torna obrigatória a criação de conselhos de administração nas companhias abertas e de capital autorizado no Brasil. A instalação desse órgão é facultativa apenas em algumas sociedades anônimas fechadas. Importante também frisar que o conselho de administração

terá atribuições exclusivas, como afirma esta lei em seu artigo 139: “As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.”.

O fortalecimento do mercado de capitais estimulou a abertura de capital nas empresas e a propriedade foi pulverizada, gerando problemas de agências. Silveira (2002) declara que o conselho de administração tem papel fundamental na governança corporativa das empresas, sendo um importante mecanismo interno para mitigar os conflitos de agência entre proprietários e gestores e entre acionistas minoritários e majoritários. O autor associa o termo governança corporativa como sinônimo do papel ativo e independente do conselho de administração, embora considere que o conselho seja apenas uma ferramenta do tema governança, o qual tem uma amplitude bem maior.

Segundo Rodrigues (2014), um bom sistema de governança é aquele que identifica claramente as diferenças entre propriedade e gestão. Dessa forma, os fornecedores de recursos, por exemplo, acionistas e cotistas, devem remunerar os serviços de gestão e cobrar resultados e informações sobre os negócios. Já os conselheiros são parte do sistema de gestão e objetivam satisfazer as expectativas dos acionistas. Para isso, devem acompanhar e estimular um melhor desempenho da gestão executiva, aprovar e coordenar a execução das estratégias de negócio, gerenciar riscos de alto nível, zelar pelos princípios, valores e padrões éticos da organização e por sua aplicação nas decisões da empresa, dentre outras funções.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2009, p. 29) conceitua o conselho de administração em seu Código das melhores práticas de governança corporativa:

O Conselho de Administração, órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, é o principal componente do sistema de governança. Seu papel é ser o elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas. O Conselho recebe poderes dos sócios e presta contas a eles.

Além disso, o IBGC dá diretrizes para a formação de um conselho de administração efetivo. Rodrigues (2014) destaca algumas das principais características que devem ser observadas em um conselho:

- a) Número de conselheiros;
- b) Perfil dos conselheiros;
- c) Independência dos conselheiros;
- d) Duração dos mandatos dos conselheiros;
- e) Avaliação periódica de desempenho do conselho de administração.

A Lei nº 6.404/76 rege que o conselho de administração seja composto por, no mínimo, 3 membros. O IBGC (2009) recomenda que o conselho de administração tenha entre cinco e onze conselheiros, já a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aconselha em sua cartilha, publicada em 2002, que o conselho deve ter de cinco a nove membros tecnicamente qualificados, levando em conta que o número de membros deve ser grande o suficiente para assegurar ampla representatividade, mas que não deve ser tão grande a ponto de prejudicar a eficiência. A CVM também orienta que os cargos de presidente do conselho de administração e presidente da diretoria devem ser ocupados por pessoas distintas para evitar conflitos de interesses, pois é o conselho de administração que fiscaliza a gestão dos diretores.

O IBGC (2009) considera como conselheiro modelo aquele que tem alinhamento com os valores da organização, capacidade de defender seu ponto de vista, disponibilidade de tempo e motivação, além de ser desejável que tenha também conhecimento das melhores práticas de governança corporativa e capacidade de trabalhar em equipe, dentre outras características. Também é recomendado pelo Código das melhores práticas de governança corporativa do IBGC que o conselho seja composto apenas por conselheiros externos e independentes, os quais não têm nenhum vínculo com a organização, não são vinculados por acordo entre acionistas e nem dependem financeiramente da remuneração da organização.

Os conselheiros de administração não devem exercer mandato superior a dois anos, podendo ser reeleitos desde que não seja de forma automática. Para reeleger um conselheiro, devem-se considerar os resultados da avaliação anual. Essa avaliação formal do desempenho do conselho deve julgar aspectos de frequência, assiduidade e participação nas reuniões e sua condução é de responsabilidade do presidente do conselho (IBGC, 2009).

Quando bem estruturado de acordo com as normas de governança corporativa, em um ambiente que permita a livre expressão dos conselheiros, o conselho de administração melhora a qualidade das decisões estratégicas e contribui para diminuir riscos, ajudando a ter resultados positivos e maximizando os lucros da empresa (RODRIGUES, 2014). Logo, pode-se entender o conselho de administração como peça fundamental da governança corporativa.

2.5 Remuneração dos Conselheiros de Administração

A adoção de práticas de governança corporativa tornou-se prioridade, nos últimos anos, entre as estratégias de grandes empresas brasileiras. Como reflexo disso, os conselhos de administração ganharam mais importância no cenário empresarial e tiveram suas responsabilidades expandidas, gerando a necessidade de aprimoramento no escopo de atuação desse órgão (TOWERS WATSON, 2012).

Segundo Rodrigues (2013), o sistema de remuneração e incentivos é uma importante ferramenta de governança corporativa de uma organização. O autor lembra que um dos propósitos de governança é estimular e auxiliar o desempenho das organizações, motivando os administradores e colaboradores a maximizarem a eficiência operacional, o retorno sobre os ativos e o crescimento da produtividade.

Dutra (2002) afirma que a remuneração financeira recebida pelos administradores é a contrapartida econômica de um trabalho realizado, a qual pode ser separada em remuneração direta e remuneração indireta. A remuneração direta diz respeito ao que é recebido em dinheiro, podendo ser fixa, variável ou recebida em forma de indenização. Já a remuneração indireta não é recebida em dinheiro, mas sob forma de benefícios, por exemplo, assistência médica.

A remuneração variável cria um sistema meritocrático, em que os bons funcionários recebem mais. Assim, esse sistema consegue despertar o interesse de grandes talentos a trabalhar para a companhia. Além de que a remuneração variável atrelada a metas de desempenho ajuda a direcionar o comportamento dos executivos para ações que elevem os resultados da empresa, pois parte disso será revertida para seus salários (KRAUTER, 2009; FEDER, 2013). O IBGC (2009) sugere alguns itens que devem ser informados publicamente quando os administradores do conselho recebem remuneração variável, por exemplo, mecanismos utilizados na remuneração (bônus, ações, etc.), os indicadores de desempenho usados no programa de remuneração variável e descrição dos benefícios oferecidos.

O conselho deverá propor os valores e a política de remuneração dos conselheiros para posterior aprovação da assembleia. O valor da remuneração deve ser adequado, considerando o mercado, as qualificações, o valor que é gerado à organização e os riscos da atividade. A divulgação da quantia paga deverá ser feita anualmente, incluindo todo tipo de remuneração recebida pelos conselheiros. Caso não seja, a empresa deverá justificar o motivo de maneira ampla, completa e transparente (IBGC, 2009).

Visto a importância da informação sobre a remuneração para dar mais transparência na gestão das empresas, em 2009, a CVM editou a Instrução nº480, que torna obrigatória a divulgação da remuneração máxima, média e mínima do conselho de administração das companhias abertas com ações negociadas em bolsa. Assim, acionistas, investidores e outras partes interessadas puderam acompanhar e analisar a maneira que as empresas incentivam e recompensam seus administradores, encarando a publicação da CVM como um considerável avanço na governança corporativa das organizações (MORENO, 2013).

2.6 Hipóteses

Considerando a importância do conselho de administração na função de controle da gestão, é oportuna a preposição de hipóteses a respeito de alguns aspectos de governança corporativa que podem interferir na remuneração dos conselheiros de administração. Dentre eles: composição do conselho de administração, avaliação do conselho de administração, prazo de mandato dos conselheiros de administração, *stock options*, conselho fiscal e *free float*.

- ***Composição do Conselho de Administração***

Segundo a CVM (2002), as vagas do conselho de administração deverão ser preenchidas por profissionais capacitados a proteger o patrimônio da empresa, a garantir a realização do objeto social e a orientar os diretores de forma a aumentar os lucros e o valor da companhia. O número de componentes deve variar entre cinco e nove, dentre estes, dois deverão ter experiência em finanças e a responsabilidade de acompanhar as práticas contábeis utilizadas pela empresa detalhadamente. É aconselhado também que o conselho tenha o maior número possível de conselheiros independentes da administração.

O número de membros do conselho de administração da companhia deve ser grande o suficiente para garantir ampla representatividade. Além disso, Samaha *et al.* (2012) afirma que há uma associação negativa entre o tamanho do conselho de administração e gerenciamento de resultados, sugerindo que conselhos com grande número de membros têm maior qualidade de divulgação. Portanto, as empresas com grande número de membros são mais propensas a divulgar voluntariamente mais informações em seus relatórios anuais e *websites*.

Por outro lado, Goodstein, Gautam e Boeker (1994) argumentam que uma grande quantidade de membros pode ter efeito negativo sobre a eficácia do conselho. Membros de conselhos grandes são mais propensos a ser menos motivados para participar em tomadas de decisão estratégica. Logo, o número de membros não deve ser tão grande a ponto de prejudicar a eficiência.

Considerando que conselhos com grande número de membros podem comprometer a eficácia do trabalho realizado e que conselhos com pequeno número de membros estão mais propensos ao gerenciamento de resultados, as empresas tendem a utilizar um número mediano de membros no conselho de administração, entre cinco e nove, como recomenda a CVM, pagando uma remuneração maior a esses conselheiros. Sendo assim, a primeira hipótese é:

Hipótese 1: Conselheiros de companhias que têm o número de membros recomendado pela CVM são mais bem remunerados.

- ***Avaliação do Conselho de Administração***

O IBGC (2009) orienta que seja feita uma avaliação formal do desempenho do conselho e de cada um dos conselheiros anualmente. A avaliação individual é essencial para a indicação de conselheiros que querem se reeleger e deve analisar aspectos de envolvimento em decisões, frequência e assiduidade nas reuniões. O presidente do conselho, juntamente com especialistas externos, deve ser o responsável por aplicar as avaliações anuais que deverão ter seus resultados divulgados aos sócios.

O objetivo do processo de avaliação de desempenho é rever e analisar se a contribuição do conselho, como órgão colegiado, e dos conselheiros, individualmente, está voltada para o alcance dos objetivos estabelecidos a fim de corrigir possíveis falhas e motivar uma maior participação para gerar resultados futuros mais eficientes. Os resultados das avaliações também podem servir de base para subsidiar o processo de remuneração variável do conselho de administração, caso exista, além de aumentar a credibilidade do conselho por meio da divulgação das informações relativas ao seu desempenho para acionistas e sociedade (IBGC, 2011).

Quando há avaliação anual, os membros do conselho tendem a trabalhar de forma mais efetiva, de forma a elevar a credibilidade como profissionais e aumentar a renda variável. Logo, a hipótese 2 é:

Hipótese 2: Conselheiros de companhias que fazem avaliação anual do conselho são mais bem remunerados.

- ***Prazo de mandato dos conselheiros de administração***

Segundo o IBGC (2009), prazo do mandato de um conselheiro não deve ser superior a dois anos. A fim de desenvolver um conselho experiente e produtivo, a reeleição deve ser permitida. Para isso, é necessário primeiramente analisar os resultados da avaliação anual dos conselheiros, não sendo admitida a reeleição automática.

O estatuto da companhia deve ser preciso em suas regras sobre ausência em reuniões e poderá fixar o período máximo de anos que o mesmo conselheiro pode se reeleger tendo em vista a evitar a vitaliciedade.

Considerando que em prazos curtos os conselheiros não dispõem de tempo suficiente para gerar bons resultados e que em prazos muito longos, poderia ocorrer o comodismo e o desinteresse de produzir resultados mais efetivos, um conselheiro com mandato de dois anos, como recomendado pelo IBGC, trabalharia de forma mais eficaz e seria mais bem remunerado pelo seu trabalho. A terceira hipótese de pesquisa é:

Hipótese 3: Conselheiros de companhias que respeitam o prazo de mandato aconselhado pelo IBGC são mais bem remunerados.

- ***Stock Options***

Pinto (2006) conceitua os planos de *stock options* como a opção de compra das ações de uma empresa. Os titulares normalmente exercem o direito de compra e no caso de a cotação das ações ser superior ao preço de compra estabelecido, eles receberão a mais valia. Sendo assim, gera-se o sentimento de propriedade, diminuindo os problemas de agência e condicionando o comportamento do empregado para a geração de lucros para a empresa.

Stock options se tornou uma das formas utilizadas pelas companhias para melhorar a produtividade dos funcionários, pois cria mecanismos de remuneração variável baseados no desempenho da empresa. Na tentativa de sincronizar interesses, a utilização de *stock options* é recorrente em todo o mundo desde o seu surgimento nos Estados Unidos, na década de 1950 (NASCIMENTO *et al.*, 2013).

Logo, os conselheiros, com a consciência de que quanto mais significativos forem os resultados financeiros da empresa, mais ganhos serão recebidos por eles, trabalham de forma mais efetiva, sendo mais bem remunerados pelos proprietários da empresa. A quarta hipótese é:

Hipótese 4: Conselheiros de companhias que adotam a utilização de stock options são mais bem remunerados.

- ***Conselho fiscal***

A forma de constituição do conselho fiscal pode ser encontrada nos artigos 161 a 165 da Lei nº 6.404/1976, a qual afirma que se o conselho fiscal não for permanente, deverá ser instalado pela assembleia geral a pedido de acionistas.

O IBGC (2009) diz que o conselho fiscal integra o sistema de governança das organizações, podendo ser permanente ou não, e tem como principais objetivos fiscalizar e verificar o cumprimento dos atos administrativos, opinar sobre o relatório anual e denunciar erros, fraudes ou crimes. O conselho fiscal tem poder de atuação individual, devendo participar de reuniões do conselho de administração em que sejam discutidos assuntos sobre os quais o conselho fiscal deve opinar.

Parada (2014) salienta que o conselho fiscal deve ser escolhido preferencialmente pelos acionistas minoritários, pois estes devem ter pelo menos uma forma de fiscalizar as decisões tomadas sem a interferência dos acionistas controladores, visto que os acionistas minoritários não têm forte poder de decisão na administração. Dessa forma, verifica-se que o conselho fiscal é mais um mecanismo de proteção aos acionistas minoritários, podendo interferir na remuneração dos conselheiros de administração.

Devido à fiscalização exercida pelo conselho fiscal, os conselheiros de administração propendem a trabalhar de maneira mais eficaz e, desse modo, tendem a ser mais bem remunerados na empresa. Logo, as hipóteses 5a e 5b de pesquisa são:

Hipótese 5a: Conselheiros de companhias que têm conselho fiscal permanente são mais bem remunerados.

Hipótese 5b: Conselheiros de companhias que têm conselho fiscal instalado são mais bem remunerados.

- **Free float**

A quantidade percentual de ações disponíveis para comercialização no mercado é chamada *free float*. Uma empresa com maior *free float* apresentará maior liquidez no mercado, facilitando a compra e venda de suas ações por acionistas minoritários.

A Bovespa (2011) conceitua as ações em circulação como todas as ações emitidas pela companhia, exceto as que pertencem a controladores, a diretores e administradores da empresa e a acionistas que detenham mais de 5% do capital total da empresa; as que têm restrições e não podem ser negociadas; e as que estão em tesouraria.

Nos Regulamentos de Listagem do Novo Mercado, do Nível 2 e do Nível 1 de Governança Corporativa foi estabelecido que as companhias listadas deveriam manter o percentual de ações em circulação (*free float*) em, no mínimo, 25%, de seu capital social. Thomaz *et al.* (2014) frisa que por meio dessa recomendação a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) reconhece o *free float* como indicador de boas práticas de governança corporativa no Brasil.

O objetivo da obrigação de manter o percentual mínimo de 25% de ações em circulação é proporcionar condições mínimas de participação a acionistas minoritários para que estes possam efetivamente se organizar e exercer seus direitos assegurados pela legislação e regulamentação em vigor (BOVESPA, 2011).

Em razão de sofrerem maior supervisão de acionistas minoritários devido ao *free float*, os conselheiros de administração tendem a trabalhar de modo mais eficiente, sendo, dessa forma, mais bem remunerados. A sexta hipótese é:

Hipótese 6: Conselheiros de companhias que têm, no mínimo, 25% de ações em circulação são mais bem remunerados.

Dadas as hipóteses, segue-se o trabalho com a metodologia aplicada.

3 METODOLOGIA

A pesquisa, quanto ao objetivo, é classificada como descritiva, pois busca descrever características de governança corporativa que possam interferir na formação da remuneração do conselho de administração, considerando que a remuneração pode servir como ferramenta de governança corporativa, ajudando a mitigar os problemas de agência. Desse modo, Gil (2002) explica que o principal objetivo das pesquisas descritivas é descrever as características de determinada população, ou fenômeno, ou estabelecer relações entre as variáveis.

De acordo com Richardson (2007), a pesquisa qualitativa justifica-se por ser uma forma adequada de entender a natureza de um fenômeno social, podendo estar presente até mesmo em informações colhidas por estudos quantitativos. Logo, quanto ao objeto, o estudo é caracterizado como qualitativo-quantitativo, pois tenta revelar, a partir das informações adquiridas, quais fatores de governança corporativa influenciam na formação da remuneração dos conselheiros de administração das empresas brasileiras, bem como analisar quantitativamente os dados através de medidas estatísticas, como a média. Este tipo de pesquisa é uma combinação das duas modalidades, explorando a visão positivista (quantitativa) e a visão fenomenológica (qualitativa), utilizando-se das melhores características de cada uma delas (ARAÚJO; OLIVEIRA, 1997).

Ademais, a pesquisa é considerada como bibliográfica, pois os procedimentos adotados utilizaram-se de materiais já publicados, por exemplo, livros, artigos científicos e monografias. Desse modo, Gil (2014, p. 50) afirma que esse tipo de estudo se desenvolve a partir de material já elaborado e diz que “A principal vantagem da pesquisa bibliográfica reside no fato de permitir ao investigador a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia pesquisar diretamente.”.

A pesquisa documental se parece com a pesquisa bibliográfica, mas sua diferença está na natureza das fontes. Enquanto a pesquisa documental utiliza materiais que ainda não receberam tratamento analítico, a pesquisa bibliográfica vale-se de contribuições de vários autores sobre determinado assunto (GIL, 2014). Assim, poderá ainda classificar-se esta pesquisa como documental, já que se utiliza de outros documentos diversos tais como os formulários de referência das empresas brasileiras.

Os valores da remuneração do conselho de administração foram coletados por meio dos formulários de referência de 100 empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2013. Os formulários de referência, que têm dados de remuneração do

conselho em reais e de governança corporativa, são disponibilizados nos *sites* das empresas ou da Comissão de Valores Mobiliários.

Os dados foram analisados a partir de estatística descritiva e teste de comparação de médias para descobrir quais fatores de governança são realmente significantes na formação da remuneração fixa, variável e total recebidos pelos conselheiros de administração.

Os fatores de governança testados foram: composição do conselho de administração, avaliação do conselho de administração, prazo de mandato dos conselheiros de administração, *stock options*, conselho fiscal e *free float*.

3.1 Definição da amostra

A amostra é composta pelas 100 maiores companhias de capital aberto do Brasil em valor de mercado no ano de 2011, segundo o *ranking* da revista Exame – Maiores e Melhores, ano 2012. Apesar de a amostra ser não probabilística e intencional, ressalta-se a relevância das empresas aí presentes em função da alta liquidez e presença de mercado, em sua maioria compondo o índice Ibovespa. Pode-se destacar também a heterogeneidade da amostra por causa da sua composição por companhias de todos os setores de atividade segundo a classificação da BM&FBovespa, além dos diversos segmentos de listagem e tipos de controle.

O período analisado abrange os exercícios sociais de 2010, primeiro ano em que informações relativas a governança corporativa foram publicadas no Formulário de Referência, a 2013.

4 RESULTADOS

De acordo com a Tabela 1, pode-se observar que não há diferença no nível de remuneração do grupo que não atende a recomendação da CVM sobre o número de membros do conselho de administração variar entre cinco e nove, e do grupo que atende, pois não há significância estatística em nenhum resultado.

Tabela 1 - Fator número de membros do conselho

Tipo de remuneração	Fixa		Variável		Total	
	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média
Não atende a recomendação	49	13,91547	15	14,11131	52	14,36243
Atende a recomendação	322	13,74202	71	13,50499	322	13,89452
Valor-p	0,7892		0,9474		0,9857	

Nota: Segundo a CVM, o número de componentes do Conselho de Administração deve variar entre cinco e nove.

Fonte: Elaborado pela autora.

Sendo assim, a hipótese 1, que afirma que os membros dos conselhos de companhias que têm o número de membros recomendado pela CVM são mais bem remunerados, não pode ser confirmada.

Outro importante fator de governança corporativa diz respeito à avaliação anual do desempenho do conselho e dos conselheiros individualmente. Segundo a Tabela 2, a média das remunerações fixa, variável e total são maiores no grupo que atende a recomendação do IBGC quando comparada ao grupo que não atende. Ademais, o valor-p indica significância estatística em todos os resultados.

Tabela 2 - Fator avaliação do conselho

Tipo de remuneração	Fixa		Variável		Total	
	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média
Não atende a recomendação	255	13,51303	43	13,26146	260	13,66232
Atende a recomendação	116	14,31869	43	13,96003	114	14,63753
Valor-p	0,0000		0,0065		0,0000	

Nota: O IBGC recomenda que seja feita uma avaliação formal do desempenho do conselho e de cada um dos conselheiros anualmente.

Fonte: Elaborado pela autora.

Dessa forma, pode-se aceitar a hipótese 2, que defende que os membros de conselhos de companhias que fazem avaliação anual do conselho são mais bem remunerados.

Observando as remunerações fixa e total na Tabela 3, pode-se dizer que a média de remuneração fixa e total, das empresas que atendem a recomendação do IBGC sobre o prazo de mandato dos conselheiros não ser superior a dois anos, é maior que a média das que não atendem e há significância estatística.

Já quando se observa a remuneração variável na Tabela 3, nota-se que o valor-p não indica significância estatística, podendo ser concluído, assim, que não há diferença no nível de remuneração variável do conjunto de observações que atende a recomendação relativa ao prazo de mandato.

Tabela 3 - Fator prazo de mandato

Tipo de remuneração	Fixa		Variável		Total	
	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média
Não atende a recomendação	46	13,27267	12	13,97275	47	13,60568
Atende a recomendação	325	13,83461	74	13,55204	327	14,01044
Valor-p	0,0055		0,8465		0,0349	

Nota: O IBGC recomenda que o prazo do mandato de um conselheiro não deve ser superior a dois anos.

Fonte: Elaborado pela autora.

Sendo assim, a hipótese 3, que afirma que membros do conselho de companhias que respeitam o prazo de mandato aconselhado pelo IBGC são mais bem remunerados, pode ser

parcialmente aceita, pois há significância estatística quando se trata das remunerações fixa e total.

Na Tabela 4, ao analisar as remunerações fixa e total, pode-se observar que a média de remuneração do grupo que utiliza a remuneração variável de *stock options* é maior do que a média do grupo que não utiliza esta estratégia de remuneração.

Já na remuneração variável, não há diferença no nível de remuneração desses grupos, pois ao observar o valor-p, nota-se que não há significância estatística. Este resultado é contrário ao esperado, já que esta estratégia de remuneração seria potencializadora da remuneração variável. Talvez a fragilidade do mercado de capital brasileiro possa explicar este resultado, juntamente com o período de estudo que coincide com a crise internacional que teve forte reflexo negativo no mercado de bolsa no Brasil.

Tabela 4 - Fator *stock options*

Tipo de remuneração	Fixa		Variável		Total	
	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média
Não utiliza a opção	171	13,37475	39	13,54125	167	13,46245
Utiliza a opção	200	14,09854	47	13,66841	207	14,36064
Valor-p	0,0000		0,3291		0,0000	

Nota: *Stock options* pode ser conceituado como a opção de compra das ações de uma empresa.

Fonte: Elaborado pela autora.

Logo, a hipótese 4, que afirma que membros de conselhos de companhias que adotam a utilização de *stock options* são mais bem remunerados, pode ser parcialmente aceita, pois há significância estatística quando se trata de remuneração fixa e total, mas o mesmo não pode ser afirmado quando se fala de remuneração variável.

Na Tabela 5, referente à implantação do conselho fiscal permanente, o valor-p indica que não há significância estatística em relação às remunerações fixa, variável e total. Portanto, conclui-se que o aspecto de governança corporativa que diz respeito à formação de um conselho fiscal permanente nas empresas não interfere na remuneração dos conselheiros de administração.

Tabela 5 - Fator conselho fiscal permanente

Tipo de remuneração	Fixa		Variável		Total	
	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média
Não tem conselho fiscal permanente	220	13,84245	48	13,53791	224	14,02848
Tem conselho fiscal permanente	151	13,65199	38	13,70275	150	13,85669
Valor-p	0,9000		0,2835		0,8721	

Nota: De acordo com o IBGC, o conselho fiscal integra o sistema de governança das organizações, podendo ser permanente ou instalado.

Fonte: Elaborado pela autora.

Desse modo, pode-se descartar a hipótese 5a, a qual afirma que os membros do conselho de companhias que têm conselho fiscal permanente são mais bem remunerados.

Ainda sobre o fator conselho fiscal, mas analisando dessa vez a formação de um conselho fiscal instalado, ao observar as remunerações fixa e variável na Tabela 6, nota-se que a média das empresas que contam com conselho fiscal instalado é superior à média das demais (valor-p = 0,0376 e 0,0213).

Tabela 6 - Fator Conselho fiscal instalado

Tipo de remuneração	Fixa		Variável		Total	
	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média
Não tem conselho fiscal instalado	137	13,59528	29	13,20881	141	13,90258
Tem conselho fiscal instalado	234	13,86426	57	13,81524	233	13,99407
Valor-p	0,0376		0,0213		0,2749	

Nota: De acordo com o IBGC, o conselho fiscal integra o sistema de governança das organizações, podendo ser permanente ou instalado.

Fonte: Elaborado pela autora.

Dessa forma, a hipótese 5b, que afirma que membros do conselho de companhias que têm conselho fiscal instalado são mais bem remunerados, pode ser parcialmente aceita, pois se verifica que há significância estatística quando se trata das remunerações fixa e variável, mas o mesmo não acontece quando a remuneração total é analisada.

A Tabela 7 analisa o fator *free float* que, segundo a Bovespa, deve ter percentual mínimo de 25% do capital social da empresa. Analisando os dados das remunerações fixa,

variável e total, nota-se que o grupo das observações que atende a recomendação é maior do que o grupo que não atende. Observa-se também que todos os resultados apresentam significância estatística.

Tabela 7 – Fator *free float*

Tipo de remuneração	Fixa		Variável		Total	
	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média	Nº de observações	Média
Não atende a recomendação	61	12,48936	8	12,17279	58	12,44907
Atende a recomendação	310	14,01593	78	13,75823	316	14,23682
Valor-p	0,0000		0,0004		0,0000	

Nota: A Bovespa estabelece que as companhias listadas devem manter o percentual de ações em circulação (*free float*) em, no mínimo, 25%, de seu capital social.

Fonte: Elaborado pela autora.

Sendo assim, pode-se aceitar a hipótese 6, a qual afirma que membros do conselho de companhias que têm, no mínimo, 25% de ações em circulação são mais bem remunerados.

O Quadro 1 apresenta os resultados da pesquisa. Verifica-se que as hipóteses 2 e 6 foram confirmadas através do estudo; as hipóteses 3, 4 e 5b foram parcialmente aceitas, pois apresentaram significância estatística em alguns tipos de remuneração e em outros, não; e as hipóteses 1 e 5a foram descartadas, uma vez que não houve significância estatística ao analisar o valor-p das remunerações.

Quadro 1 - Resumo das hipóteses levantadas

	Hipóteses	Resultado
Hipótese 1	Conselheiros de companhias que têm o número de membros recomendado pela CVM são mais bem remunerados.	Não pode ser confirmada
Hipótese 2	Conselheiros de companhias que fazem avaliação anual do conselho são mais bem remunerados.	Confirmada
Hipótese 3	Conselheiros de companhias que respeitam o prazo de mandato aconselhado pelo IBGC são mais bem remunerados.	Parcialmente confirmada
Hipótese 4	Conselheiros de companhias que adotam a utilização de stock options são mais bem remunerados.	Parcialmente confirmada
Hipótese 5^a	Conselheiros de companhias que têm conselho fiscal permanente são mais bem remunerados.	Não pode ser confirmada
Hipótese 5b	Conselheiros de companhias que têm conselho fiscal instalado são mais bem remunerados.	Parcialmente confirmada
Hipótese 6	Conselheiros de companhias que têm, no mínimo, 25% de ações em circulação são mais bem remunerados.	Confirmada

Fonte: Elaborado pela autora.

Analisados os resultados, segue-se o trabalho com as considerações finais.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A governança corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos de segurança que objetiva garantir que os interesses dos acionistas sejam respeitados, alinhando os interesses de propriedade e gestão da entidade. Além disso, também visa à maximização do valor da empresa e serve como ferramenta de controle e transparência.

Por ser um importante mecanismo para abrandar os conflitos de agência entre proprietários e gestores, o conselho de administração exerce papel fundamental na governança corporativa.

O objetivo dessa pesquisa foi analisar quais fatores de governança corporativa interferem na remuneração dos conselheiros de administração das empresas brasileiras, observando os seguintes aspectos: composição do conselho de administração, prática de avaliação do conselho de administração, prazo de mandato dos conselheiros de administração, utilização de *stock options*, presença de conselho fiscal e nível de *free float*.

A pesquisa considerou as 100 maiores empresas de capital aberto do Brasil em valor de mercado no período de 2010 a 2013.

A partir da análise de resultados obtidos por comparação de médias do valor em reais da remuneração do conselho de administração, não é possível dizer que os conselheiros de empresas que seguem a recomendação da CVM de manter o número de membros do conselho entre cinco e nove são mais bem remunerados. Logo, esse aspecto de governança corporativa não influencia na remuneração dos conselheiros.

Já os fatores avaliação anual do conselho e *free float* apresentam resultados que indicam interferência nos três tipos de remuneração analisados – fixa, variável e total. Conclui-se, portanto, que esses aspectos de governança corporativa interferem positivamente na remuneração dos conselheiros, ou seja, membros do conselho de administração de companhias que fazem a avaliação anual do conselho, seguindo a recomendação do IBGC, e de companhias que mantêm o percentual mínimo de 25% de ações em circulação, como aconselha a Bovespa, são mais bem remunerados.

Quanto ao fator conselho fiscal, que segundo o IBGC integra o sistema de governança corporativa das empresas, analisou-se a presença do conselho fiscal instalado e do conselho fiscal permanente. Pode-se dizer que este fator não interfere positivamente na remuneração

dos membros do conselho de administração. Já o conselho fiscal instalado interfere positivamente nas remunerações fixa e variável dos conselheiros.

As remunerações fixa e total também são positivamente interferidas pelos fatores prazo de mandato – que representa a recomendação do IBGC de que o mandato de um conselheiro não deve ser superior a dois anos- e *stock options* – conceituado como a opção de compra das ações de uma empresa.

Vê-se como contribuição deste trabalho um estudo que considera a importância da observância de fatores de governança corporativa na remuneração dos conselheiros de administração das empresas brasileiras. O conjunto de resultados aponta que há aspectos de governança corporativa que podem interferir positivamente na remuneração dos membros do conselho, dentre eles, a avaliação anual, o prazo de mandato dos conselheiros, a utilização de *stock options*, a presença do conselho fiscal instalado e o nível de *free float*.

No desenvolvimento da pesquisa, limitações foram encontradas devido ao pequeno número de trabalhos científicos que tratam da governança corporativa como fator relevante na remuneração dos conselheiros de administração. Como sugestão para novos trabalhos, uma possível questão de pesquisa sobre o tema pode ser considerada: Em que medida a boa remuneração dos membros do conselho de administração diminui o conflito de agência?

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2009.
- ARAÚJO, A. O.; OLIVEIRA, M. C. **Tipos de pesquisa**. Trabalho de conclusão da disciplina Metodologia de Pesquisa Aplicada a Contabilidade - Departamento de Controladoria e Contabilidade da USP. São Paulo, 1997.
- ARRUDA, G.; MADRUGA, S.; FREITAS JUNIOR, N. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração**. UFSM, Santa Maria, v. I, n. 1, p. 71-84, jan./abr. 2008.
- BM&FBOVESPA. **Interpretações BM&FBOVESPA – Percentual mínimo de ações em circulação (free float)**. 2012. Disponível em: <http://www.acionista.com.br/bovespa/161112_Bovespa.pdf> Acesso em: 31 mar. 2015.
- _____. **O que são segmentos de listagem**. Disponível em: <<http://bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 06 out. 2014.
- BORGES, Luiz; SERRÃO, Carlos. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, dez. 2005.
- CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL (PREVI). **Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 2004. Disponível em: <<http://www.previ.com.br/investimentos/governanca/manuais-e-codigos>>. Acesso em: 06 out. 2014.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Jun. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2014.
- DE PAULA, G. M. **Governança Corporativa no Brasil e México: Estrutura Patrimonial, Práticas e Políticas Públicas**. Santiago do Chile: CEPAL, 2003.
- DUTRA, Joel. **Gestão de pessoas**. São Paulo: Atlas, 2002.
- EDMANS, Alex. Blockholders and Corporate Governance. **Finance Working Paper**, n. 385. jul. 2014.
- FEDER, Renato. Remuneração variável: vantagens e perigos. **Revista Pequenas Empresas e Grandes Negócios**. 2013. Disponível em: <<http://revistapegn.globo.com/Revista/Common/0,,EMI188530-17141,00-REMUNERACAO+VARIABEL+VANTAGENS+E+PERIGOS.html>>. Acesso em: 09 out. 2014.
- GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas. 2002.
- _____. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. São Paulo: Atlas. 2014
- FERREIRA, Lucas. **Padrões e características da remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto**. Brasília: UnB, 2012.
- GOODSTEIN, J.; GAUTAM, K.; BOEKER, W. The effects of board size and diversity on strategic change. **Strategic Management Journal**, v. 15, p. 241–250, 1994.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: < www.ibgc.org.br >. Acesso em: 09 out. 2014.

_____. **Guia de Orientação para Planejamento de Sucessão, Avaliação e Remuneração de Conselho de Administração e Diretor-Presidente**. Cadernos de Governança Corporativa. IBGC, 2011.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, nº 4. 1976.

JESUS, Roberto. **Governança Corporativa: A formação de mecanismos por investidores institucionais, o caso PREVI**. Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. 2004.

KRAUTER, Elizabeth. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras**. São Paulo, 2009. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, 2009.

LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. **Revista BNDES**. 1997. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev809.pdf> Acesso em: 12 out. 2014

MARTIN, Nilton Cano; SANTOS, Lílian Regina; DIAS FILHO, José Maria. Governança Empresarial, Riscos e Controles Internos: a emergência de um novo modelo de controladoria. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 34, n. 1, p. 7-22, jan./abr. 2004.

MORENO, Kátia. **CVM Torna Obrigatória a Divulgação da Remuneração de Executivos**. 2013. Disponível em: <http://www.rhportal.com.br/artigos/rh.php?idc_cad=8vdp8zw5o>. Acesso em: 09 out. 2014.

NASCIMENTO, E. *et al.* **Teoria da agência e remuneração de executivos: influência do uso de *stock options* no desempenho das empresas brasileiras**. v. XI, nº 21, Enero-Junio, 2013.

PARADA, Américo. **A função do conselho fiscal na governança corporativa**. COSIFe. 2014. Disponível em: <<http://www.cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=governanca05>> Acesso em: 31 mar. 2015.

PEREIRA, Leonardo. **Conduta ética do profissional de contabilidade e sua qualificação profissional frente à nova lei 11.638/07**. Trabalho elaborado para a obtenção do Grau de Especialista no Curso de Pós-Graduação de Perícia, Controladoria, Auditoria e Docência do Ensino Superior – IBGCI. 2009.

PINTO, Rui. Planos de Opções de Acções. **Revista Revisores & Empresas**. abr./jun., 2006.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (PWC). **Governança Corporativa: um processo em evolução no Brasil**. 2011.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ROCHA, Bruno; DAMASCENO, Pedro. Descobrimo o valor que o mercado não vê nas empresas. *In*: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Uma década de governança: história do IBGC: marcos da governança e lições da experiência**. São Paulo: Saint Paul, 2006.

RODRIGUES, Carlos. **A Importância de Conselhos na Governança Corporativa**. Endeavor Brasil. 2013. Disponível em: <<http://www.endeavor.org.br/artigos/gente-gestao/governanca-corporativa/a-importancia-de-conselhos-em-governanca-corporativa>> Acesso em: 11 set. 2013.

_____. **Não basta ter um conselho**. Endeavor Brasil. 2014. Disponível em: <<http://www.endeavor.org.br/artigos/gente-gestao/governanca-corporativa/nao-basta-ter-um-conselho>> Acesso em: 08 out. 2014.

_____. **Remuneração em governança**. Endeavor Brasil. 2013. Disponível em: <<http://www.endeavor.org.br/artigos/gente-gestao/governanca-corporativa/remuneracao-e-incentivos-em-governanca-corporativa>> Acesso em: 10 out. 2014.

SAMAHA, Khaled *et al.* **The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt**. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, p. 168–178, 2012.

SILVA, Adolfo *et al.* Teoria dos Escândalos Corporativos: Uma análise comparativa de casos brasileiros e norte-americanos. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ** (online), Rio de Janeiro, v. 17, n. 1, p. 92 - p. 108, jan./abr., 2012. Disponível em: <<http://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/rcmccuerj/article/view/5406/4116>>. Acesso em: 06 out. 2014.

SILVEIRA, Alexandre. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

_____, Alexandre. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Universidade de São Paulo, São Paulo. 2002.

SILVEIRA, Alexandre; BARROS, Lucas. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista eletrônica de administração**. Porto Alegre. ed. 61, v. 14, n.3, set./dez., 2008.

SIRQUEIRA, Aieda; KALATZIS, Aquiles; TOLEDO, Franklina. Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio: Uma Análise Comparativa. **Revista Economia**, Brasília (DF), v. 7, n. 3, p. 521–544, set./dez. 2007.

SMITH, Adam. **The wealth of nations**. The Electronic Classics Series. 2005. Disponível em: <<http://www2.hn.psu.edu/faculty/jmanis/adam-smith/wealth-nations.pdf>> Acessado em: 30 set. 2014.

SOARES, Carlos Roberto Pena. **O Impacto da Governança Corporativa Sobre o Comportamento do Preço de Ações no Brasil: o caso do papel e celulose, 2000 a 2003**. 97 p. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada). Universidade São Paulo, São Paulo, 2003.

THOMAZ, João *et al.* O impacto da recomendação de *free float* sobre a rentabilidade das ações no caso brasileiro. **Revista de Administração e Ciências Contábeis do Instituto de Desenvolvimento Educacional do Alto Uruguai**. Getúlio Vargas, v. 8, n. 18, jul./dez. 2014.

TOWERS WATSON. **A Remuneração de Conselhos de Administração e Fiscal**. 2012. Disponível em: <<http://www.towerswatson.com/pt-BR/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2012/03/A-Remuneracao-de-Conselhos-de-Administracao-e-Fiscal>>. Acesso em: 09 out. 2010.

VIEIRA, Solange; MENDES, André. Governança Corporativa: Uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004.