O Boletim de Conjuntura (BOCA) publica ensaios, artigos de revisão, artigos teóricos e empíricos, resenhas e vídeos relacionados às temáticas de políticas públicas.

O periódico tem como escopo a publicação de trabalhos inéditos e originais, nacionais ou internacionais que versem sobre Políticas Públicas, resultantes de pesquisas científicas e reflexões teóricas e empíricas.

Esta revista oferece acesso livre imediato ao seu conteúdo, seguindo o princípio de que disponibilizar gratuitamente o conhecimento científico ao público proporciona maior democratizacão mundial do conhecimento.



BOLETIM DE CONJUNTURA

BOCA

Ano V | Volume 13 | Nº 39 | Boa Vista | 2023

http://www.ioles.com.br/boca

ISSN: 2675-1488

https://doi.org/10.5281/zenodo.7725958

BOLETIM DE CONJUNTURA

www.ioles.com.br/boca

REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS: O IMPACTO DO PRESTÍGIO, DO DESEMPENHO, DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E DA EXPERIÊNCIA DO CEO

Vanessa Rabelo Dutra[1]

Paulo Sergio Ceretta[2]

Resumo

A remuneração dos executivos tem sido um tema de expressivo debate no meio empresarial e acadêmico nos últimos anos, especialmente em decorrência dos escândalos corporativos que ocorreram enquanto os valores pagos aos executivos aumentavam. Embora a temática seja bastante estudada em países desenvolvidos, ainda não há um consenso a respeito dos fatores que influenciam a remuneração executiva. No Brasil, o tema assumiu papel de destaque fundamentalmente pela publicação da instrução nº 480/2009 da Comissão de Valores Mobiliários que permitiu aumento do monitoramento e controle por parte de investidores e órgãos competentes. Diante desse contexto, o objetivo do estudo é analisar como o prestígio, desempenho, governança corporativa e experiência do CEO influenciam na remuneração dos executivos das empresas brasileiras listadas em bolsa. A amostra é constituída de 218 empresas e o período de análise é de 2012 a 2018. Foi empregada a técnica de análise de dados em painel, estimada por Generalized Method of Moments. Os resultados apontam para uma relação positiva entre prestígio e remuneração executiva. Assim sendo, empresas que experimentam um aumento no prestígio corporativo, remuneram melhor seus executivos. O retorno do patrimônio líquido e o turnover do executivo também influenciam positivamente na remuneração.

Palavras Chave: Desempenho; Governança Corporativa; Prestígio; Remuneração Executiva.

Abstract

Executive compensation has been a significant topic in business and academic circles in recent years, especially as a result of the corporate scandals that occurred, in the same time, the amounts paid to executives increased. Although the subject has been extensively studied in developed countries, there is no consensus regarding the factors influencing executive compensation. In Brazil, the issue took on a prominent role mainly due to the publication of Instruction N. 480/2009 by the Securities and Exchange Commission, which allowed to increase monitoring and control by investors and government agencies. In this context, this paper aimed to analyze how prestige, performance, corporate governance, and CEO experience influence the executive compensation of Brazilian companies listed on the stock exchange. The sample consists of 218 companies, and the analysis period is from 2012 to 2018. We used the panel data analysis technique, estimated by the Generalized Method of Moments. The results point to a positive relationship between prestige and executive compensation. Therefore, companies that experience an increase in corporate prestige pay their executives better. Return on equity and executive turnover also positively influence compensation.

Keywords: Corporate Governance; Executive Compensation, Performance, Prestige.

INTRODUÇÃO

A Remuneração executiva é um assunto controverso tanto para os acadêmicos e decisores políticos quanto para os profissionais e empresários. Nos Estados Unidos, os primeiros estudos sobre remuneração de executivos são datados de 1938, entretanto, a história moderna da pesquisa sobre

[1] Professora da Universidade Federal do Pampa (UNIPAMPA). Doutora em Administração pela Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). E-mail: vanessadutra@unipampa.edu.br

[2] Professor da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). E-mail: ceretta10@gmail.com

remuneração executiva começou no início dos anos 1980, em paralelo com o surgimento e a ascensão da teoria da agência. A separação entre a propriedade e o controle nas corporações modernas é, deste modo, o problema de agência sugerido por Berle e Means (1932) e formalizado por Jensen e Meckling (1976) e o mercado de trabalho um laboratório natural no qual se podem testar e analisar suas implicações (MURPHY, 1999).

Muitos fatores contribuíram para o interesse generalizado no pagamento de executivos, o que elevou o tema a ser internacionalmente debatido em congressos e rotineiramente apresentado nas primeiras páginas de jornais e nas notícias da televisão (ELSAYED; ELBARDAN, 2018; MURPHY, 1999). Dentre eles estão o aumento na remuneração monetária média paga ao *Chief Executive Officer* (CEO) da S&P500, que duplicou entre os anos 1970 e 1990, e os ganhos gerados pela alta do mercado na década de 1990, os quais provocaram ganhos aos executivos pelo fato de esses terem seus salários cada vez mais vinculados ao desempenho das ações da empresa (MURPHY, 1999). Além disso, os altos níveis de remuneração concedidos aos diretores passaram a ser questionados sob o ponto de vista do interesse dos acionistas (CONYON, 1997).

O rápido aumento da remuneração dos CEOs suscita questionamentos, pois ao mesmo tempo em que aconteciam demissões de funcionários, fechamento de plantas e a insolvência de empresas, a compensação dos CEOs não era afetada (ABOWD; KAPLAN, 1999). Se por um lado Murphy (1986) argumenta que os CEOs valem cada níquel que recebem, por outro, existem opiniões de que CEOs são pagos em excesso (TOSI *et al.*, 2000).

Paralelamente ao crescimento da remuneração e às divergências acadêmicas relacionadas ao tema, crises em grandes corporações mundiais como Enron e WorldCom, em 2001 envolveram seus executivos, contribuindo para que fossem adotadas medidas capazes de combater ações fraudulentas como as evidenciadas nessas empresas. Dentre elas, o Ato *Sarbanes-Oxley,* que foi sancionado pelo Congresso Americano em 2002 com o objetivo de coibir ações abusivas e fraudulentas e proteger *stakeholders* (FERREIRA, 2012). Na sequência dos escândalos que levaram à publicação da lei, a NYSE e a Nasdaq revisaram seus padrões de listagem para melhorar a governança corporativa (GUTHRIE; SOKOLOWSKY; WAN, 2012).

Países como o Brasil, que até então não possuíam normatização específica a respeito da remuneração de seus executivos, passaram a se preocupar com a temática (SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017). Nesse sentido, a remuneração de executivos tem assumido um papel de destaque no país, fundamentalmente pela edição da instrução nº 480 de 2009 da Comissão de Valores Mobiliários e pelo crescimento do mercado de capitais brasileiro. Especificamente a publicação dessa instrução, além de modificar o ambiente de regulação, permitiu aumento do monitoramento e controle por parte de

investidores e órgãos competentes (MACHADO; BEUREN, 2015). Os investidores passaram a ter mais acesso às informações relativas ao montante gasto com a remuneração dos administradores e à descrição da política e das práticas de remuneração.

O paradigma dominante para o estudo sobre a remuneração dos executivos assumiu que os arranjos salariais são o produto da negociação a longo prazo entre os executivos e os conselhos de administração. A partir desse contexto, emergem pontos importantes a serem debatidos: a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho empresarial, e o fato de os mecanismos de governança corporativa atuarem na redução dos problemas de agência (SENHORAS, 2023).

O debate sobre a conformidade da remuneração dos executivos continua inconclusivo, embora a literatura sobre o tema tenha feito progresso ao analisar o mercado de talento dos CEOs. Uma possível explicação para a relação positiva entre a remuneração dos executivos e o valor da empresa é que as firmas que melhor remuneram atrairão os profissionais mais bem preparados e com maior experiência, possibilitando desempenho superior ao dos concorrentes. Como consequência desse contexto, o mercado, ciente da presença dos profissionais mais capacitados, reagiria com melhores remunerações (SILVA; CHIEN, 2013).

Assim como o executivo pode representar um diferencial para a empresa e ser remunerado por isso, a empresa também pode atuar como agregador para a carreira do executivo. Considerando a relação existente entre o CEO e a empresa, Bebchuk, Fried e Walker (2002) afirmaram que um CEO deve possuir uma combinação rara de habilidades e instintos para que ocupe uma posição em uma empresa com prestígio e consequentemente seja reconhecido como dirigente bem-sucedido de uma grande empresa. Nessa linha de pensamento, empresas mais reconhecidas tendem a remuneram melhor seus diretores. Outro aspecto dessa relação indica uma posição oposta, na qual executivos estão dispostos a renunciar uma compensação maior para aliar seus nomes a empresas de prestígio (FOCKE *et al.*, 2017).

O contexto denota que as teorias convencionais e os exames empíricos existentes quanto à remuneração dos executivos parecem ser limitados na capacidade de explicar a variação no pagamento dos CEOs (YERMACK, 1995), sugerindo que muitos fatores ainda não identificados influenciam a remuneração. Evidencia-se que além dos aspectos relacionados à performance das empresas e das práticas de governança corporativa, importantes hipóteses emergem, já que os valores que um executivo recebe, advindo de sua posição, incluem, além da remuneração monetária, elementos não-monetários, tais como poder, prestígio, entre outros (FUNCHAL, 2005). Assim sendo, a partir das lacunas teóricas, o objetivo desse estudo é analisar como os fatores prestígio, desempenho, governança corporativa e experiência do CEO influenciam na remuneração executiva das empresas brasileiras listadas em bolsa.

REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E SEUS DETERMINANTES

A maioria dos pacotes de remuneração executiva contém quatro componentes básicos: um salário base, um bônus anual vinculado ao desempenho, opções de compra de ações e planos de incentivo de longo prazo, embora exista uma heterogeneidade substancial nas práticas de pagamento em empresas e indústrias (MURPHY, 1999). Conceitualmente, o termo remuneração inclui quaisquer pagamentos diretos ou indiretos aos empregados, como salários, bônus, ações e benefícios (GERHART; MILKOVICH; MURRAY, 1992). Do ponto de vista do empregador, a remuneração é um dos principais custos que necessita controle e um investimento que deve gerar retornos adequados em termos de anuidades, habilidades, comportamentos e desempenho da organização e dos funcionários. Do ponto de vista do empregado, o pagamento pelo trabalho tem uma influência imponente sobre o padrão de vida, *status* e segurança. Formas de compensação menos diretas, como cuidados de saúde, pensões e outros benefícios, também têm um impacto importante no bem-estar e no *status quo* (XAVIER; SILVA; NAKAHARA, 1999).

Pelo entendimento apresentado por Funchal (2005), evidencia-se que a composição dos valores que um executivo recebe por sua posição, inclui além da remuneração monetária outros elementos não-monetários, por exemplo o prestígio. De acordo com esse pensamento, o estudo de Theiss e Beuren (2014) mencionam que a remuneração não é representada somente por uma quantia em dinheiro, mas também por benefícios não pecuniários.

No Brasil, o prestígio da empresa ainda não foi estudado como um determinante da remuneração dos executivos, embora autores já tenham sinalizado em pesquisas anteriores a importância de analisar aspectos não-monetários da remuneração. Em pesquisas em âmbito internacional, identificaram-se alguns estudos nos mercados americano, canadense e chinês.

No mercado de trabalho executivo, autores como Cheng *et al*. (2017) apontam para o fato de que empresas mais reconhecidas remuneram melhor seus diretores, enquanto Focke; Maug e Niessen-Ruenzi (2017) indicam que executivos estão dispostos a renunciar uma remuneração maior para aliar seus nomes a empresas de prestígio e, portanto, recebem compensações menores. Com vistas a entender essa dicotomia, constrói-se a hipótese seguinte:

- **Hipótese 01a**: O Prestígio da empresa tem uma relação positiva com a remuneração executiva, pois empresas mais reconhecidas remuneram melhor seus executivos
- **Hipótese 01b**: O Prestígio da empresa tem uma relação negativa com a remuneração executiva, pois CEOs estão dispostos a negociar parte de sua remuneração para aliar seus nomes a de suas empresas

O foco principal da literatura relacionada ao desempenho foi derivado da teoria da agência, que contempla uma associação entre um contrato baseado na agência e o desempenho da empresa. Os contratos baseados em agências propõem que os executivos obtenham grandes recompensas quando determinadas metas de desempenho da empresa forem atingidas (ELSAYED; ELBARDAN, 2018). No Brasil, o impacto do desempenho na remuneração também foi testado (AGUIAR; PIMENTEL, 2017; VASCONCELOS; MONTE, 2012; CAMARGOS; HELAL, BOAS, 2007; FUNCHAL; TERRA, 2006), porém os resultados são contraditórios. Partindo dessas evidências, a performance contemplará o desempenho contábil e desempenho de mercado. Nesse estudo, espera-se que um desempenho mais alto leve a uma compensação maior. Com base nesses estudos, constrói-se a seguinte hipótese:

- **Hipótese 02a**: Quanto maior o desempenho contábil, maior a remuneração dos CEOs.
- **Hipótese 02b**: Quanto maior o desempenho de mercado, maior a remuneração dos CEOs.

Embora as variáveis que medem o desempenho das firmas tenham sido foco em muitas pesquisas anteriores, a remuneração dos CEOs também é baseada em outros fatores. Nesse sentido, a governança corporativa é um determinante que gera interesse, pois, mesmo existindo evidências crescentes do fracasso de certas estruturas de governança para motivar os gerentes a aumentar o desempenho da empresa, o tema ainda possui resultados inconclusivos.

A literatura sugere que os mecanismos de governança corporativa podem ajudar a reduzir os conflitos de agência entre executivos e acionistas e, portanto, a ter um impacto na política de remuneração (CAMARGOS; HELAL, 2007; CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999). Todavia, autores como Conyon (1997) e Funchal e Terra (2006) não encontram relação entre governança corporativa e remuneração. Com vistas a testar essa relação, algumas hipóteses são analisadas.

A dualidade está presente nas empresas quando o principal executivo também ocupa o cargo de presidente do conselho de administração. Essa característica é uma importante variável de governança corporativa que tem sido amplamente pesquisada como um indicador da influência do CEO sobre o conselho de administração (CONYON, 1997; CONYON; HE, 2011; CUNHA; VOGT; DEGENHART, 2016; FIRTH; FUNG; RUI, 2006; FUNCHAL; TERRA, 2006; MOSER; VITOR; SILVA, 2017). Como a presença de dualidade reflete a percepção de que os executivos efetivamente definem seus próprios níveis de remuneração, levantou-se a hipótese:

- **Hipótese 03**: CEOs que acumulam cargos de presidência da diretoria e do conselho administrativo apresentam maior remuneração, pois podem maximizar a utilidade pessoal.

Core *et al*. (1999) fazem referência a uma existente associação substancial entre o nível de remuneração dos executivos e as características do conselho de administração. A respeito do tamanho do conselho, Jensen (1993) sugere que, devido a problemas de coordenação, quanto maior o tamanho do conselho de administração, menos efetivo este poderá ser em comparação a um conselho pequeno. Yermack (1996) analisou a efetividade dos conselhos de administração das empresas americanas e argumenta que conselhos grandes são menos eficazes do que conselhos pequenos, porque podem sofrer problemas com o controle e com os recursos de monitoramento.

Na China, Firth; Fung e Rui (2006) analisaram o tamanho do conselho de administração e constataram que empresas que apresentam um número maior de integrantes pagam menos seus executivos; enquanto Ozkan (2007) analisando uma amostra de empresas do Reino Unido, descobre que empresas com conselhos maiores pagam mais aos CEOs. Em resumo, a literatura sugere que os conselhos corporativos de grande porte compensam seus CEOs mais do que os pequenos (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999). Nesse sentido, propõe-se a seguinte hipótese:

- **Hipótese 04**: Quanto maior o conselho de administração, maior a remuneração do CEO, pois conselhos maiores são menos efetivos no monitoramento do CEO.

A principal responsabilidade do conselho é avaliar a administração e garantir que os gerentes tenham um bom desempenho, por isso, os conselheiros independentes da empresa desempenham um papel maior no monitoramento dos executivos (SENHORAS, 2023). Os resultados de Ozkan (2007) demonstram que as empresas com maior proporção de membros independentes no conselho de administração oferecem salários mais altos para os CEOs, ou seja, observa-se uma relação positiva. Conyon e He (2011) documentaram uma relação positiva entre a remuneração do CEO e a porcentagem do conselho composto por diretores externos.

Acredita-se que os conselheiros desempenham papel importante no monitoramento da gestão. Com base nesse efeito disciplinador de conselhos mais independentes, espera-se que a remuneração do CEO diminua na fração de membros independentes do conselho. Nesse sentido, formulou-se a hipótese:

- **Hipótese 05**: Quanto maior a proporção de conselheiros independentes, menor a remuneração do CEO, pois conselhos mais independentes possuem mais monitoramento.

A literatura sobre governança corporativa aponta para a importância em verificar a efetividade de uma estrutura de governança por meio do *turnover*. Uma possível forma de realizar essa verificação é analisar se o *turnover* de executivos aumenta com a redução do desempenho. As pesquisas sobre essa perspectiva, em sua maioria estão alicerçadas no estudo de Kaplan (1994). Sobre a rotatividade do CEO,

Tirole (2006) afirmou que existe uma boa evidência de que a rotatividade executiva nos Estados Unidos está correlacionada com um desempenho inferior.

No Brasil, os estudos que tratam da rotatividade analisaram o *turnover* de executivos como variável dependente da performance financeira, e a produção acadêmica sobre o tema ainda é tímida (MENDES-DA-SILVA; MELO, 2005). Portanto, levanta-se a seguinte hipótese:

- **Hipótese 06**: O turnover do CEO influencia na remuneração executiva

Considerando que a experiência e qualificação do CEO é precificada e que, quanto maior forem esses atributos, maior a distância compensatória, Kay (1998) afirma que uma comparação do pagamento de um CEO em relação aos demais diretores pode demonstrar que um fornecimento limitado de candidatos qualificados eleva seu preço. Nesse sentido, o autor esclarece que CEOs experientes possuem habilidades e competências diferenciadas e, portanto, são remunerados por essas características.

A teoria a respeito das características dos altos executivos tem relacionado esses fatores ao desempenho empresarial, e poucos estudos relacionam as características dos CEOs à remuneração (PEREIRA *et al.*, 2016). As medidas observáveis sobre produtividade potencial, por exemplo, idade, experiência e educação são importantes determinantes na configuração inicial da remuneração executiva (HAMBRICK; MASON, 1984; LEONARD, 1990).

Leonard (1990) ao analisar empresas americanas identificou que, para cada ano escolar, o executivo aumenta a sua remuneração em 11%; Brunello, Graziano e Parigi (2001) descobrem que executivos mais velhos recebem uma remuneração maior do que executivos jovens. Em contrapartida, a estimativa para o coeficiente de idade no estudo de Deckop (1988) é consistentemente negativa e, em dois anos, é significativa. No Brasil, Pereira *et al*. (2016) também não confirmam a influência da idade na remuneração. Tendo em vista os resultados mistos, propõe a seguinte hipótese:

- **Hipótese 07**: Quanto maior a idade do CEO, maior a remuneração do executivo, pois gestores mais longevos são mais remunerados.

A formação educacional formal de uma pessoa pode produzir informações ricas, porém complexas. Até certo ponto, a educação indica o conhecimento e a base de habilidades de uma pessoa (HAMBRICK; MASON, 1984). Em relação à educação formal, Brunello *et al*. (2001) encontraram um nível de remuneração maior para os executivos italianos com grau de educação maior. No contexto da América Latina, o México é o país que apresenta o maior grau de instrução de seus diretores

(FUNCHAL, 2005). No Brasil, Pereira *et al*. (2016) descobrem que CEOs com melhor formação acadêmica recebem, em média, mais do que aqueles com menores níveis estudo. Entretanto, o estudo de Rissatti, Salvador de Souza e Borba (2019) ressalta a falta de significância da medida de nível educacional e indica que, no Brasil, os executivos não são exclusivamente remunerados com base em seu grau de instrução. A ambiguidade dos resultados até então produzidos leva à formulação da seguinte hipótese:

- **Hipótese 08**: Quanto maior o grau de instrução, maior a remuneração executiva, pois espera-se que a educação formal seja compensada

Com o objetivo de investigar a influência da reputação do diretor-executivo no desempenho empresarial em companhias abertas De Luca *et al*. (2017) identificaram que idade, qualificação e experiência em cargos anteriores são bons indicativos da reputação do diretor, pois demonstram a experiência do CEO. Portanto, analisar se o executivo tem experiência prévia de trabalho gerencial, em outro cargo que não o de diretor, ou se já foi diretor de empresa listada em bolsa ou não listada parece ser um indicativo da experiência prévia. Espera-se que a atuação anterior dos CEOs em cargos de diretoria seja precificada e que executivos com essa experiência sejam melhor remunerados. Portanto, formula-se a hipótese:

- **Hipótese 09**: CEOs que possuem experiência prévia no cargo são mais remunerados, pois espera-se que a atuação passada seja um sinal de profissionais mais experientes.

MÉTODO

O conjunto de empresas que compõe o estudo são as empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na bolsa de valores Brasil, Bolsa Balcão (B3) e com registro ativo na CVM. Os dados foram coletados a partir do pacote GetDFPData no R. A amostra final obtida é de 1.526 observações referentes a dados de 218 empresas no período de 2012 a 2018.

Para medir o impacto do prestígio na remuneração executiva foi construído um índice de prestígio para as empresas que compõem o estudo. O índice de prestígio das empresas pode variar de 0,0 (pontuação obtida caso a empresa não pertença a alguma das listas pré-selecionadas) a 4,0 (pontuação obtida caso a empresa esteja presente nas 4 listas). Portanto, cada vez que a empresa esteve presente em uma lista recebeu a respectiva pontuação: presença na lista *Global 500* da Fortune (1,0 ponto); presença na lista Melhores empresas para trabalhar (1,0 ponto); presença nos níveis diferenciados de governança corporativa (1,0 ponto) e presença na carteira teórica do Ibovespa (1,0 ponto). O índice de prestígio foi,

então, calculado por meio de uma soma aritmética simples das pontuações de cada empresa nas listas supracitadas. As variáveis que compõem este estudo estão apresentadas na Tabela 1.

Tabela 1 - Variáveis estudadas, mensuração, relação esperada e autores

Variável dependente		**Mensuração**		**Autores**
Remuneração Executiva		Valor total da remuneração executiva (remuneração fixa + remuneração variável) dividida pelo número de executivos na empresa.		Aguiar e Pimentel (2017); Theiss e Beuren (2014); Silva e Chien (2013; Cao, Pan e Tian (2011)
Variáveis independentes		**Mensuração**	**Relação esperada**	**Autores**
Indicador de Desempenho Contábil	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$ROE = \frac{Lucro\ Líquido}{Patrimônio\ Líquido}$	+	Cardoso e Vieira (2017); Souza, Cardoso e Vieira (2017); Machado e Rogers (2016); Krauter (2013); Vasconcelos e Monte (2013); Camargos e Helal (2007)
Indicadores de Mercado	*Market-to-book* (MB)	$MB = \frac{Valor\ de\ Mercado^{*}}{Valor\ Contábil}$	+	Aguiar e Pimentel (2017); Kaveski *et al*. (2015); Chien (2012); Conyon e He (2011); Leone, Wu e Zimmerman (2011); Camargos e Helal (2007)
	Retorno Acionário (RA)	$RA_{it} = \frac{Cotação\ da\ ação_{\ t}}{Cotação\ da\ ação_{t-1}}$	+	Beuren, Mazzioni e Silva (2014); Camargos e Helal (2007)
Governança corporativa	Dualidade (DUE)	*Dummy*: 1: CEO é o presidente do Conselho de Administração, 0: Caso contrário.	-	Moser, Silva e Oliveira (2017); Cunha, Vogt e Degenhart (2016); Funchal (2005); Firth, Fung e Rui (2006)
	Tamanho do conselho de administração (TCA)	Log (Número total de membros do conselho de administração).	+	Benini *et al*. (2016); Cunha, Vogt e Degenhart (2016); Ozkan (2007); Core, Holthausen e Larcker (1999)
	Número de conselheiros independentes (NCI)	Número total de membros independentes do conselho/Número total de membros do conselho de administração.	+	Yermack (1996); Funchal (2005); Funchal e Terra (2006); Cunha, Vogt e Degenhart (2016)
	Turnover dos executivos (TUE)	*Dummy* -1: no ano anterior houve mudança do executivo principal; 0: Caso contrário.	+/-	Weisbach (1998); Yermack (1996)
Experiência do Executivo	Idade do CEO (IE)	Idade do CEO em anos.	+	Moser, Silva e Oliveira (2017) Lucca, *et al*. (2017); Pereira (2015); Conyon e He (2012); Funchal(2005); Deckop (1988)
	Grau de instrução do CEO (GIE)	Grau de instrução 0: ensino médio ou inferior, ou não informado, 1: graduação; 2: pós-graduação lato sensu; 3: Mestrado; 4: Doutorado; 5: Pós-doutorado.	+	Pereira *et al*. (2016); Pereira (2015); Tres (2014); Funchal (2005)
	Experiência anterior (EXPA)	1 = experiência prévia de trabalho gerencial, mas não como diretor, ou não informado 2 = foi diretor de empresa não listada em bolsa 3 = foi diretor de empresa listada em bolsa.	+	Pereira *et al*. (2016); Funchal e Terra (2006); Funchal (2005)
Prestígio	Indicador de prestígio (PREST)	Somatório da presença da empresa em quatro listas pré-selecionadas no ano anterior à remuneração.	+/-	Proposta da autora
Controle	Alavancagem (ALAV)	Alavancagem total da empresa.	+ / -	Yang, Cullinan e Liu (2018); Melo (2017); Machado e Rogers (2016)

Fonte: Elaboração própria.

Não existe ainda um modelo definitivo que relacione a remuneração de executivos e seus determinantes, por esse motivo, poderia haver risco de ter um modelo com problemas de especificação. Para lidar com esse problema, a técnica econométrica aplicada ao estudo foi a análise de dados em painel, porque esse método consegue eliminar o efeito de variáveis omitidas, mesmo sem observá-las de fato, através do estudo de variações na variável dependente ao longo do tempo (FÁVERO; BELFIORE, 2020; NAKAMURA *et al.*, 2007). Nesse estudo será empregada a estimação de dados em painel dinâmico através de *Generalized Method of Moments* - GMM (ARELLANO; BOND 1991; ARELLANO; BOVER 1995; BLUNDELL; BOND 1998).

Os modelos dinâmicos de regressão como os estimados por GMM-*Sys* podem suavizar possíveis fontes de endogeneidade decorrentes de pesquisas em finanças corporativas como a omissão de variáveis (não disponibilidade ou não inclusão de dados de variáveis potencialmente importantes), o efeito feedback (quando os valores passados da variável dependente influenciam os valores contemporâneos e/ou futuros das variáveis independentes) e a causalidade reversa (a direção da causalidade entre a variável dependente e as independentes).

ANÁLISE E RESULTADOS

As empresas constantes na amostra estão dispostas nos cinco segmentos de listagem da B3. Dentro dos níveis diferenciados de governança corporativa estão concentrados 59,63% dos dados da pesquisa e 39,45% das observações são de empresas que operam no mercado Tradicional. As empresas estão distribuídas em 20 setores de atividades econômicas. Os setores menos representativos são os de Minerais não metais, de Mineração e o setor de Software e Dados. Já o setor denominado Outros contempla 45 empresas e é o que tem mais observações na base de dados, seguido pelo setor de Energia Elétrica e Finanças e Seguros.

A remuneração média paga anualmente aos executivos das empresas analisadas é de R$ 1.892.330,60. Em um estudo com empresas brasileiras realizada entre os anos 2002 a 2009, Silva e Chien (2013) encontraram um valor de remuneração média anual de R$ 430 mil. O setor de energia elétrica representa 14,68% dos dados e tem remuneração média de R$ 1.138.675,20 reais. É possível verificar a partir dos dados da Tabela 2 que o setor de Mineração é o que tem a maior média de remuneração (R$ 7.613.910,60) e a remuneração nesse setor é 11,84 vezes maior do que o setor de Máquinas Industriais.

Tabela 2 - Remuneração executiva por setor de atividade

Setor	Média	Desvio Padrão	Nº de Observações
Agro e Pesca	1.937.523,00	877.034,34	21
Alimentos e bebidas	2.289.056,70	2.314.489,20	70
Comércio	3.453.928,60	2.944.948,90	91
Construção	1.309.592,40	1.025.795,00	112
Eletroeletrônicos	1.195.886,50	930.638,48	21
Energia Elétrica	1.138.675,20	1.046.788,00	224
Finanças e Seguros	2.085.611,70	2.977.801,70	161
Minerais não metais	1.215.553,40	624.076,09	14
Mineração	7.613.910,60	8.928.129,20	14
Máquinas Industriais	642.804,58	309.901,36	28
Outros	2.064.417,50	2.628.775,30	315
Papel e Celulose	2.102.744,80	2.041.827,20	21
Petróleo e Gás	2.614.594,50	2.180.074,80	28
Química	1.922.775,80	1.826.119,70	49
Siderurgia e Metalurgia	1.190.261,10	1.302.704,40	105
Software e Dados	3.700.100,40	2.666.898,50	14
Telecomunicações	3.246.299,90	4.242.430,90	21
Têxtil	1.163.179,70	1.163.853,90	98
Transporte Serviços	2.250.081,10	988.885,02	42
Veículos e Peças	1.985.733,20	1.478.614,10	77
Total	1.892.330,60	2.382.568,20	1.526

Fonte: Elaboração própria.

Para entender melhor a dinâmica das variáveis utilizadas, foi elaborada a estatística descritiva das variáveis independentes. É possível observar, na Tabela 3 as principais medidas-resumo que representam o comportamento das variáveis em estudo.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis de pesquisa

Estatística	REM	ROE	MB	RA	IE	NCI	TCA	ALAV
N	1526	1526	1526	1520	1222	1526	1526	1526
Média	1.892.331,00	0,036	1,954	0,608	55,945	0,260	1,747	0,665
Mediana	1.142.634,00	0,080	1,090	0,024	55,000	0,223	1,792	0,584
p10	244.541,00	-0,176	0,216	-0,426	42,000	0,002	1,099	0,259
p25	568.000,00	0,003	0,546	-0,216	48,000	0,003	1,609	0,437
p75	2.260.667,00	0,166	2,007	0,315	61,000	0,430	2,079	0,732
p90	4.348.800,00	0,254	3,673	0,733	68,000	0,602	2,303	0,921
Variância	5,68e+12	9,490	41,563	94,250	111,610	0,061	0,246	0,470
Mínimo	67,00	-63,574	-1,821	-0,998	23,000	0,001	0,000	0,00
Máximo	27.700.000,00	70,425	0,546	341,297	91,000	1,005	3,258	12,225
Desvio Padrão	2.382.568,00	3,081	6,447	9,708	10,565	0,246	0,496	0,685
Assimetria	3,83	-1,328	15,500	30,078	0,423	0,706	-0,715	9,208
Curtose	26,45	376,657	307,441	1014,642	3,689	2,743	3,762	123,98

Fonte: Elaboração própria.

Como se pode perceber, algumas variáveis apresentam grandes amplitudes e valores muito discrepantes. Evidencia-se variância acentuada na remuneração, demonstrando que a variável é muito

dispersa, o que justifica a aplicação de técnica para transformação logarítmica nesses dados. Além disso, foi aplicado o procedimento *Blocked Adaptative Computationally Efficient Outlier Nominators* para detecção de *outliers* multivariados (BILLOR; HADI; VELLEMAN, 2000). Para tratamento das variáveis com valores considerados como *outliers*, utilizou-se a técnica de winsorização. Neste estudo foram considerados extremos 5% das observações.

Os modelos dinâmicos de regressão como os estimados por GMM-*Sys* podem suavizar possíveis fontes de endogeneidade decorrentes de pesquisas em finanças corporativas como a omissão de variáveis, o efeito feedback (quando os valores passados da variável dependente influenciam os valores contemporâneos e/ou futuros das variáveis independentes) e a causalidade reversa (a direção da causalidade entre a variável dependente e as independentes.

Tabela 4 - Estimação pelo método GMM sistêmico

REM	Coeficiente	Erro Padrão	Z	P>z	[95%Conf.	Intervalo]	Sig
REM t_{-1}	0,323	0,224	1,450	0,148	-0,115	0,761	
PREST t_{-1}	0,563	0,271	2,080	0,038	0,032	1,095	**
ROE	0,830	0,348	2,380	0,017	0,147	1,512	**
MB	-0,094	0,100	-0,940	0,345	-0,289	0,101	
RA	-0,138	0,254	-0,540	0,589	-0,636	0,361	
DUE	0,562	0,679	0,830	0,407	-0,768	1,892	
TCA	0,060	0,405	0,150	0,882	-0,733	0,853	
NCI	-0,482	1,083	-0,450	0,656	-2,605	1,641	
TUE	0,493	0,296	1,670	0,096	-0,087	1,072	*
IE	-0,024	0,022	-1,130	0,260	-0,067	0,018	
GIE	0,081	0,265	0,310	0,760	-0,439	0,601	
EXPA	0,067	0,163	0,410	0,680	-0,252	0,387	
ALAV	-0,460	0,212	-2,180	0,030	-0,875	-0,046	**
cons	10,577	2,814	3,760	0,000	5,061	16,093	
Variável grupo: empresa		Variável tempo: ano		Prob>Chi2 = 0,000			
N. of instruments 35		Observations : 842		groups: 183			
Arellano-Bond teste para AR(1) :		p- valor = 0,010					
Arellano-Bond teste para AR(2) :		p- valor = 0,113					
Teste Sargan:		p-valor = 0,949					
Sargan test excluding group:		chi2(6) = 2,77		Prob>Chi2 = 0,837			
Difference (H0 = exogenous):		chi2(9) = 4,54		Prob>Chi2 = 0,873			
Sargan test excluding group:		chi2(14) = 7,14		Prob>Chi2 = 0,929			
Difference (H0 = exogenous):		chi2(1) = 0,17		Prob>Chi2 = 0,684			

Fonte: Elaboração própria.
Nota: REM é o logaritmo natural da remuneração; PREST é a variável para o prestígio; ROE é o retorno sobre o Patrimônio Líquido; MB é a variável *Market-to-book*; RA é o retorno acionário; DUE é a dualidade; TCA é o tamanho do conselho de administração; NCI é o número de conselheiros independentes; TUE é Turnover executivo; IE é a idade do executivo; GIE é o grau de instrução do executivo; EXP é a experiência prévia e ALAV é a alavancagem total da empresa. Foram utilizados efeitos fixos temporais por meio da variável ano.
**** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1*

Três testes adicionais foram analisados para verificar o ajustamento do modelo. O teste Sargan verifica a validade do conjunto de instrumentos. A hipótese nula do teste é que as variáveis instrumentais e os resíduos não são correlacionados e os instrumentos são válidos, podendo ser

utilizados no modelo. Para o teste AR (1), não é possível rejeitar a ausência de autocorrelação de primeira ordem. Para o teste AR (2), é possível verificar por meio do p-valor que ele não é significante, o que demonstra que o modelo está bem identificado. Dessa forma, o modelo GMM-*Sys* proporciona resultados robustos a possíveis problemas de heterocedasticidade e autocorrelação. Ao analisar a significância das variáveis que emergiram da literatura e que determinam a remuneração executiva, verifica-se que o modelo aponta a influência das defasagens das variáveis sobre remuneração das empresas brasileiras.

Verifica-se, por meio da Tabela 4, que o prestígio em *t-1* tem influência na remuneração dos executivos no período *t* a um nível de significância de 5% e que o prestígio da empresa tem uma relação positiva com a remuneração executiva. Assim sendo, empresas mais reconhecidas remuneram melhor seus executivos, dado que um aumento no prestígio em um ano corresponde em um aumento de 0,563 na remuneração do ano subsequente.

Esse resultado sugere que os CEOs que experimentam aumento no nível de prestígio das empresas têm aumento na remuneração do ano seguinte, assim como em Cheng *et al*. (2017), que descobrem que um movimento para cima (para baixo) no *ranking* da lista MAC - *Most Admired Companies* da Fortune para empresas americanas, está associado a mais (menos) pagamento. Esse resultado também está relacionado, ainda que indiretamente, ao estudo de Focke *et al*. (2017) sobre a remuneração paga aos CEOs na lista Fortune das 100 empresas mais admiradas dos Estados Unidos onde relataram que os CEOs dessas empresas recebem uma remuneração de 8% a 10% menor que seus pares em outras 100 empresas comparáveis mas que não estavam classificadas na lista MAC.

Os resultados apresentados na Tabela 4 contradizem aqueles apontados por Focke *et al* (2017). No entanto, é importante destacar que as análises não são diretamente comparáveisporque Focke *et al*. (2017) compararam a remuneração dos CEOs das empresas da lista mais admirada com a remuneração dos CEOs das empresas pares, enquanto as análises aqui realizadas examinam as alterações nas pontuações do indicador de prestígio das empresas brasileiras. As interpretações dos resultados permitem não rejeitar a hipótese 01a e constatar que um movimento para cima no indicador de prestígio está associado a aumento no pagamento e que os executivos são compensados pelo aumento do prestígio das empresas. Portanto, é possível rejeitar a hipótese 01b.

O resultado da análise da relação entre desempenho da empresa e remuneração de executivos, é de que há uma associação positiva e significativa entre o desempenho contábil medido pelo ROE e a remuneração dos executivos. A variável ROE mede o quanto de lucro a empresa gera com o capital investido pelos acionistas. No modelo GMM, é possível verificar que o ROE é significativo a 5% e que o aumento de uma unidade no índice de Retorno do Patrimônio Líquido tende a provocar um acréscimo

de 0,830 na remuneração dos executivos. O ROE é uma *proxy* para o desempenho contábil, o que fortalece a relação entre o desempenho e a remuneração, portanto, não se rejeita a hipótese 02a. Esse resultado está em linha com os estudos de Yang, Cullinan e Liu (2018); Machado e Rogers (2016); Ventura (2013) Vasconcelos e Monte (2012); Camargos e Helal (2007) e; Firth, Fung e Rui (2006).

No que concerne ao desempenho de mercado, as evidências empíricas são divergentes. Alguns estudos conduzidos no mercado brasileiro identificaram relação positiva entre a remuneração e o desempenho de mercado (BEUREN; MAZZIONI; SILVA, 2014; FERNANDES; MAZZIONI, 2015). Outros estudos indicaram ausência de relação significativa entre remuneração e desempenho de mercado (SILVA; CHIEN, 2013). Para analisar o desempenho de mercado, foram consideradas as variáveis *market-to-book* e retorno acionário.

Em termos de *market-to-book* (MB), Leone, Wu e Zimmerman (2011) encontraram uma correlação negativa com a remuneração dos executivo, enquanto Chien (2012) e Kaveski *et al*. (2015) encontraram uma relação positiva. Contudo, nesta pesquisa, a variável não apresentou significância estatística, não sendo possível confirmar a relação entre o valor da empresa e a remuneração. Esse resultado reforça o de Camargos, Helal e Boas (2007) que também não comprovaram a relação entre o *market-to-book* e a remuneração. Assim como não foi possível comprovar uma relação entre a remuneração e o MB, também não se comprovou a relação entre a remuneração e o retorno acionário. Esses resultados demonstram que não se pode explicar a remuneração dos executivos a partir de indicadores de mercado, como os elencados nesse estudo. Em face desse resultado, a hipótese 02b deve ser rejeitada.

A governança corporativa envolve a criação de mecanismos que assegurem que as decisões corporativas serão tomadas no melhor interesse dos investidores, de forma a maximizar a probabilidade de os fornecedores de recursos obterem o retorno sobre seu investimento. Diante desse contexto, foi testada a influência das variáveis referentes aos mecanismos de governança sobre a remuneração, sendo eles: dualidade de CEO (DUE), Tamanho do Conselho de Administração (TCA), Independência do Conselho de Administração (NCI) e Turnover do executivo (TUE).

O Conselho de Administração é o principal instrumento de governança no alinhamento de interesses de uma organização. Porém, as estruturas de liderança podem variar entre uma estrutura que contempla a separação de cargos ou não. A Dualidade de CEO, quando a mesma pessoa ocupa os cargos de presidência da empresa e presidência do CA (*Chairman of the Board*), é o tipo de estrutura que não considera a separação dos cargos. Core, Holthausen e Larcker (1999) argumentaram que quando a governança é fraca, o CEO pode extrair remuneração adicional da empresa. Por esse motivo,

os autores sustentaram que existe uma relação negativa entre dualidade e remuneração. Firth, Fung e Rui (2006) constataram que empresas com dualidade remuneram menos os CEOs.

Ao analisar a dualidade das empresas que constam na amostra, foi possível identificar que, das 1.526 observações, 91,61%, contam com uma estrutura de liderança que considera a separação dos cargos. Tendo em vista que 59,63% das empresas analisadas estão dispostas em algum dos segmentos de listagem de governança corporativa, esse resultado pode ser reflexo de um modelo de liderança no qual é vedado o acúmulo de cargos, pois empresas que estão classificadas em níveis diferenciados de governança devem seguir um modelo do tipo separação de cargos. Os resultados da variável dualidade mostraram-se não significativos, corroborando os achados de Cunha, Vogt e Degenhart (2016) e Funchal e Terra (2006), que foram produzidos com dados de empresas brasileiras, assim como os de Conyon (1997) e Conyon e He (2011). Portanto, devido à não significância da variável, conclui-se pela rejeição da hipótese 03.

A literatura anterior sugere que os conselhos corporativos de grande porte compensam seus CEOs mais do que os pequenos (CUNHA; VOGT; DEGENHART, 2016; OZKAN, 2007; CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999) , pois são menos efetivos no monitoramento. Essa hipótese é testada nesse estudo. Ao analisar a amostra de empresas brasileiras, é possível identificar que, em média, o tamanho do conselho é de 6,4 membros, e o desvio padrão é 2,89. O maior conselho é composto de 26 membros. Por meio dos resultados, identifica-se que o TCA não se constitui como uma variável explicativa da remuneração dos executivos. Esse resultado difere de Core *et al*., (1999) e permite a rejeição da hipótese 04. Por outro lado, reforça os achados de Benini *et al*. (2016) que foram testados no mercado brasileiro.

Outra característica importante da estrutura do conselho é sua independência (NCI), pois a composição do conselho de administração é frequentemente associada aos níveis de monitoramento. A composição do conselho pode ser importante, já que diferentes tipos de conselhos têm diferentes efeitos na remuneração executiva. Os proponentes da hipótese do poder gerencial (BEBCHUK; FRIED; WALKER, 2002) argumentaram que o poder de influenciar os conselhos permite aos executivos extrair rendas, por exemplo, através de pagamento excessivo. Uma implicação da teoria é que tornar os conselhos mais independentes é fundamental para melhorar a governança corporativa. Os dados desta pesquisa revelam que a proporção de conselheiros independentes no conselho de administração não se constitui como um dos determinantes da remuneração. Assim sendo, rejeita-se a hipótese 05 porque não foi encontrada significância estatística, assim como em Cunha, Vogt e Degenhart (2016).

A teoria sugere que as empresas escolherão estratégias de pagamento que reduzam os custos de monitoramento. Esse ponto de vista é eficiente porque o diretor está comprando o trabalho do agente.

Ao revisar a literatura sobre a rotatividade e remuneração do agente, identificou-se que poucos estudos analisam o *turnover* como uma variável explicativa para a remuneração. Nesse sentido, executivos que não estão exercendo suas atividades corretamente poderão ser substituídos e os problemas de agência minimizados.

Ao analisar a rotatividade de CEO na amostra, identifica-se que 16,84% das observações correspondem a valores que identificam a mudança de CEO. Portanto, entre as 1.526 observações no painel, 257 são identificadas com valor 1, que corresponde à mudança no executivo principal no ano anterior. Identificou-se que a mudança na presidência da empresa afeta a remuneração média dos executivos e que esse efeito é positivo, ou seja, quando, no ano anterior ocorre alteração na presidência da empresa, no ano subsequente ocorre alteração na remuneração. O sinal positivo do coeficiente demonstra que, quando há a alteração, a contratação do próximo CEO é estabelecida com valores superiores ao anterior. Com base nos resultados, é possível identificar que, quando há alteração, os novos gestores são contratados por um valor mediano 38% maior. Essas evidências permitem a não rejeição da hipótese 06.

Dentre os fatores que podem afetar a compensação, estão elencadas as características pessoais dos titulares de cargos (DECKOP, 1988). Com base nessa perspectiva, muitos estudos têm relacionado as características dos altos executivos com o desempenho empresarial, na tentativa de verificar se as características dos CEO afetam a gestão e consequentemente o desempenho empresarial. No entanto, são poucos os estudos que têm relacionado essas características à remuneração dos executivos (PEREIRA *et al*., 2016). Nesse sentido, três variáveis foram testadas para identificar se as características dos CEOs determinam o nível de remuneração: idade, grau de instrução e experiência anterior do presidente da empresa.

Ao analisar a hipótese de que, quanto maior a idade do CEO, maior a remuneração do executivo, identificou-se que a variável idade do executivo (IE) não se mostrou estatisticamente significativa na estimação do modelo. Essa evidência é distinta do estudo realizado no mercado italiano, pois Brunello, Graziano e Parigi (2001) descobrem que executivos mais velhos recebem uma remuneração maior do que executivos jovens. Já a estimativa para o coeficiente de idade no estudo de Deckop (1988) é consistentemente negativa. Essa constatação apoia o estudo de Pereira *et al*. (2016), no Brasil, e de Pereira (2015), em Portugal, que também não encontraram influência da idade na remuneração. Assim sendo, rejeita-se a hipótese 07.

Sobre o grau de instrução do executivo, Leonard (1990) identificou que para cada ano escolar, o executivo americano aumenta a sua remuneração em 11%. No Brasil, Pereira *et al*. (2016) afirmaram que executivos com maior formação acadêmica recebem, em média, mais do que aqueles com menores

níveis estudo. Os resultados desse estudo não permitem confirmar essa hipótese, pois a variável GIE não é estatisticamente significativa, assim como o estudo conduzido por Pereira (2015) em firmas portuguesas. Deste modo, rejeita-se a hipótese 08.

Por fim, foi analisada a experiência anterior do CEO e verificada sua experiência prévia de trabalho gerencial, mas não como diretor; se foi diretor de empresa não listada em bolsa, ou ainda, se foi diretor de empresa listada em bolsa. Novamente a variável que mede as características dos executivos não demonstrou significância estatística. Como não é possível estabelecer um vínculo entre a remuneração e a experiência anterior do executivo, não é possível analisar se a experiência teria uma força de barganha na hora de estabelecer a remuneração. Essas evidências levam à rejeição da hipótese 09.

Como variável de controle foi utilizada a alavancagem. A pesquisa de Chang (1992) teve por foco o papel da alavancagem como meio de transferência da riqueza entre acionistas e empregados. O autor evidenciou que a alavancagem tem relação negativa com remuneração, reforçando o benefício do uso da dívida nas empresas. Os resultados demonstram que a alavancagem é significativamente negativa, assim sendo, empresas com maior dívida pagam menos a seus executivos (BASU *et al*. 2007; KANG, KUMAR, LEE 2006).

Para testar se as variáveis significativas (PREST, ROE e TUE) mantêm a significância ao serem analisadas a longo prazo, foram gerados os coeficientes de longo prazo para o modelo GMM-*Sys*. Os resultados estão apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 - Coeficientes de longo prazo das variáveis significativas de curto prazo

REM	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>z	[95%Conf.	Intervalo]
PREST	0,832	0,374	2,220	0,026	0,098	1,566
ROE	1,225	0,539	2,270	0,023	0,169	2,281
TUE	0,728	0,473	1,540	0,124	-0,198	1,654

Fonte: Elaboração própria.

Verifica-se que as variáveis PREST e ROE são significativas a longo prazo, considerados mais de dois períodos de defasagem. Porém, o mesmo não ocorre com a variável (TUE), uma vez que, a longo prazo, ela não é estatisticamente significativa.

A alteração de CEO no ano anterior ($t - 1$) afeta a remuneração no ano subsequente (t), mas não os demais períodos analisados. Esse efeito pode decorrer do efeito existente apenas no ano da rotatividade, porque, após estabelecido o nível de remuneração do presidente da empresa no período de alteração, não se evidenciam novas alterações no nível da remuneração, o que sugere que existe uma dinâmica de adequação de curto prazo.

CONCLUSÕES

O presente trabalho visou analisar como o prestígio da empresa, o desempenho, a governança corporativa e a experiência anterior do CEO impactam na remuneração dos executivos das empresas brasileiras listadas no Brasil, Bolsa, Balcão. Para chegar aos resultados foram conduzidas análises por meio de dados em painel estimado por meio do *System Generalized Method of Moments*. Os resultados mostram que os executivos são compensados por um aumento no nível de prestígio, portanto é possível constatar que um movimento para cima no indicador de prestígio está associado a aumento no pagamento. Essa contribuição se sustenta em dois pressupostos importantes: as pontuações das empresas no índice de prestígio são exógenas e, portanto, é improvável que elas possam exercer influência sobre cada uma das listas que formam o indicador de prestígio; as classificações são baseadas em informações já existentes e identificáveis sobre as empresas que estão sendo classificadas, portanto, é improvável que forneçam novas informações aos participantes do mercado que não sejam as próprias classificações.

Nesta pesquisa, o desempenho foi medido tanto em termos contábeis como em termos de mercado**.** O desempenho contábil foi operacionalizado através da variável Retorno sobre o Patrimônio Líquido, e os dados demonstram que, quando há aumento no desempenho contábil da empresa, há aumento na remuneração. Tais achados reforçam o conceito de que os executivos são remunerados pelo aumento nas taxas de retorno obtidas pelo acionista sob capital investido, e são respaldados pelos estudos de Machado e Roger (2016); Souza, Cardoso e Vieira (2017); Camargos e Helal (2007); Krauter (2013); Vasconcelos e Monte (2013). Em termos de desempenho de mercado, constatou-se que as variáveis não são estatisticamente significativas.

Práticas de governança corporativa das empresas foram analisadas através de quatro variáveis exploradas em estudos anteriores: dualidade, tamanho do conselho, independência do conselho e *turnover* do executivo principal. Apenas a variável *turnover* do CEO demonstrou significância estatística. Para medir se o aumento identificado na remuneração permanece ao longo do tempo, foram estimados os coeficientes de longo prazo do modelo GMM e identificou-se que eles deixam de apresentar significância estatística. Em razão dessa constatação, pode-se conjecturar que o *turnover* impacta a remuneração somente nos momentos em que ocorrem as negociações compensatórias decorrentes de alterações no comando gerencial da empresa.

Por fim, analisou-se como as características pessoais dos CEOs influenciam na remuneração. Com base na literatura, esperava-se que a idade, o grau de instrução e a experiência anterior influenciassem positivamente na remuneração. Esses aspectos se relacionam, de modo geral, com a experiência adquirida pelo ocupante do cargo e pela sua experiência de vida. Nenhuma das três variáveis

apresentou relação significativa com a remuneração, de modo que não foi possível comprovar que essas características determinam o nível de remuneração das empresas analisadas.

REFERÊNCIAS

ABOWD, J. M.; KAPLAN, D. S. "Executive Compensation: six questions that need answering". **Journal of Economic Perspectives**, vol. 13, n. 4, 1999.

AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C. "Remuneração de Executivos e Desempenho no Mercado Brasileiro: Relações Contemporâneas e Defasadas". **Revista de Administração Contemporânea**, vol. 21, n. 4, 2017.

ARELLANO, M.; BOND, S. "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations". **The Review of Economic Studies**, vol. 58, n. 2, 1991.

ARELLANO, M.; BOVER, O. "Another look at the instrumental variable estimation of error-components models". **Journal of Econometrics**, vol. 68, n. 1, 1995.

BASU, S. *et al.* Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan. **Pacific Basin Finance Journal**, vol. 15, n. 1, 2007.

BEBCHUK, L.; FRIED, J. M.; WALKER, D. I. "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation". **University of Chicago Law Review**, vol. 69, 2002.

BENINI, D. R. *et al.* "Governança Corporativa e Remuneração dos Executivos: Um estudo das Empresas que Compõem o Índice Brasil 100 da BM&FBovespa". **Anais do XIV Congresso USP de iniciação científica em Contabilidade**. São Paulo: USP, 2016.

BERLE, A. A; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan Company, 1932.

BEUREN, I. M.; MAZZIONI, S.; SILVA, M. Z. "Remuneração Dos Executivos Versus Desempenho das Empresas". **Revista Admiistração FACES**, vol. 13, n. 2, 2014.

BILLOR, N.; HADI, A. S.; VELLEMAN, P. F. "BACON: Blocked adaptive computationally efficient outlier nominators". **Computational Statistics and Data Analysis**, vol. 34, n. 3, 2000.

BLUNDELL, R.; BOND, S. "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models". **Journal of Econometrics**, vol. 87, n. 1, 1998.

BRUNELLO, G.; GRAZIANO, C.; PARIGI, B. "Executive compensation and firm performance in Italy". **International Journal of Industrial Organization**, vol. 19, n. 1, 2001.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H. "Remuneração Executiva, Desempenho Econômico-Financeiro e a Estrutura de Governança Corporativa de Empresas Brasileiras". **Anais do XXXI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**. Maringá: ANPAD, 2007.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H.; BOAS, A. P. "Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho das empresas brasileiras". **Anais do XXVII Encontro Nacional de**

Engenharia de Produção. Rio de Janeiro: ABEPRO, 2007.

CAO, J.; PAN, X.; TIAN, G. "Disproportional ownership structure and pay-performance relationship: Evidence from China's listed firms". **Journal of Corporate Finance**, vol. 17, n. 3, 2011.

CHANG, C. "Capital Structure as an Optimal Contract Between Employees and Investors". **The Journal of Finance**, vol. 47, n. 3, 1992.

CHENG, Y. *et al.* "When is good news bad and vice versa? The Fortune rankings of America's most admired companies". **Journal of Corporate Finance**, vol. 43, 2017.

CHIEN, A. C. Y. **A Remuneração dos Executivos tem Impacto no Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto?** (Dissertação de Mestrado em Finanças e Economia Empresarial). Rio de Janeiro: FGV, 2012.

CONYON, M. J. "Corporate governance and executive compensation". **International Journal of Industrial Organization**, vol. 15, n. 4, 1997.

CONYON, M. J.; HE, L. "Executive compensation and corporate governance in China". **Journal of Corporate Finance**, vol. 17, n. 4, 2011.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance". **Journal of Financial Economics**, vol. 51, n. 3, 1999.

CUNHA, P.; VOGT, M.; DEGENHART, L. "Governança corporativa e remuneração dos diretores executivos das empresas Brasileiras". **Enfoque: Reflexão Contábil**, vol. 35, n. 2, 2016.

DE LUCA, M. M. M. *et al.* "Reputação do diretor-executivo e desempenho nas companhias abertas da América Latina". **Enfoque: Reflexão Contábil**, vol. 36, n. 1, 2017.

DECKOP, J. R. "Determinants of Chief Executive Officer Compensation". **Industrial and Labor Relations Review**, vol. 41, n. 2, 1988.

ELSAYED, N.; ELBARDAN, H. "Investigating the associations between executive compensation and firm performance: Agency theory or tournament theory". **Journal of Applied Accounting Research**, vol. 19, n. 2, 2018.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados**. São Paulo: Editora LTC, 2020.

FERNANDES, F.; MAZZIONI, S. "A correlação entre a remuneração de executivos e o desempenho das empresas brasileiras do setor financeiro". **Revista Contabilidade Vista e Revista**, vol. 26, n. 2, 2015.

FERREIRA, L. O. G. **Padrões e Características da Remuneração de Executivos de Empresas Brasileiras de Capital Aberto** (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis). Brasília: UnB, 2012.

FIRTH, M.; FUNG, P. M Y; RUI, O. M. "Corporate performance and CEO compensation in China". **Journal of Corporate Finance**, vol. 12, n. 4, 2006.

FOCKE, F. *et al*. "The impact of firm prestige on executive compensation". **Journal of Financial Economics**, vol. 123, n. 2, 2017.

FUNCHAL, J. A. **Determinantes da Remuneração de Executivos em Empresas de Capital Aberto Latino-Americanas** (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis). São Leopoldo: UNISINOS, 2005.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. "Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Governança Corporativa: um Estudo Empírico em Empresas Latino-Americanas". **Anais do XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**. Salvador: ANPAD, 2006.

GERHART, B. A; MILKOVICH, G. T; MURRAY, B. "Pay , Performance , and Participation". **Research Gate** [1992]. Disponível em: <www.researcggate.net>. Acesso em: 23/01/2023.

GUTHRIE, K.; SOKOLOWSKY, J.; WAN, K. M. "CEO Compensation and Board Structure Revisited". **The Journal of Finance**, vol. 67, n. 3, 2012.

HAMBRICK, D. C.; MASON, P. "Upper Echelons : The Organization as a Reflection of Its Top Managers". **Management**, vol. 9, n. 2, 1984.

JENSEN, M. C. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems". **Journal of Finance**,vol. 48, n. 3, 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". **Journal of Financial Economics**, vol. 3, n. 4, 1976.

KANG, S. H.; KUMAR, P.; LEE, H. "Agency and Corporate Investment : The Role of Executive Compensation and Corporate Governance". **The Journal of Business**, vol. 79, n. 3, 2006.

KAPLAN, S. N. "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States". **Journal of Political Economy**, vol. 102, n. 3, 1994.

KAVESKI, I. D. S. S. *et al.* "Fatores Determinantes da Remuneração Baseada em Ações de Empresas Brasileiras". **Revista de Administração da Unimep**, vol. 13, n. 2, 2015.

KAY, I. **CEO pay and shareholder value**. London: CRC Press, 1998.

LEONARD, J. S. "Executive Pay and Firm Performance". **Industrial and Labor Relations Review**, vol. 43, n. 3, 1990.

LEONE, A. J.; WU, J. S.; ZIMMERMAN, J. L. "Asymmetric Sensitivity of CEO Cash Compensation to Stock Returns". **Journal of Accounting and Economics**, vol. 42, 2011.

MACHADO, D. G.; BEUREN, I. M. "Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas". **Gestão e Regionalidade**, vol. 31, n. 92, 2015.

MACHADO, T.; ROGERS, P. "Remuneração dos executivos e o desempenho de companhias abertas brasileiras classificadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa". **Revista Mineira de Contabilidade**, vol. 17, n. 1, 2016.

MELO, C. M. M. D. **Remuneração de executivos e persistência do desempenho econômico-financeiro: um estudo no mercado acionário brasileiro** (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis). Natal: UFRN, 2017.

MENDES-DA-SILVA, W.; MELO, L. Q. "Governança Corporativa, Desempenho e Turnover de Executivos: Um Estudo Comparativo Entre Indústrias Brasileiras Familiares e Não Familiares". **Anais do XXIX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**. Brasília: ANPAD, 2005.

MOSER, E. M.; VITOR, P.; SILVA, G. "Dualidade de CEO em Empresas Brasileiras". **Anais do VIII Congresso Brasileiro de Administração e Contabilidade**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2017.

MURPHY, K. J. **Executive Compensation**. Los Angeles: University of Southern California, 1999.

MURPHY, K. J. "Incentives, learning, and compensation: a theoretical and empirical investigation of managerial labor contracts". **Tand Journal of Economics**, vol. 17, n. 1, 1986.

NAKAMURA, W. T. *et al.* "Determinantes De Estrutura De Capital No Mercado Brasileiro – Análise De Regressão Com Painel De Dados No Período 1999-2003". **Revista de Contabilidade e Finanças**, vol. 18, n. 44, 2007.

OZKAN, N. "Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies". **Journal of Multinational Financial Management**, vol. 17, n. 5, 2007.

PEREIRA, B. *et al.* "Relação entre as características observáveis dos CEOs e a remuneração". **Contabilidad y Negocios**, vol. 11, n. 21, 2016.

PEREIRA, I. N. "Top executive compensation in less developed capital markets". **Corporate Governance**, vol. 15, n. 1, 2015.

RISSATTI, J. C.; SALVADOR DE SOUZA, J. A.; BORBA, J. A. "O que Informam os Formulários de Referência sobre as Características e Remuneração de Executivos?". **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, vol. 14, n. 1, 2019.

SENHORAS, E. M. (org.). **Governança Corporativa**: Estudos Administrativos. Boa Vista: Editora IOLE, 2023.

SILVA, A. L. C.; CHIEN, A. C. Y. "Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas". **Revista Brasileira de Finanças**, vol. 11, n. 4, 2013.

SOUZA, P. V. S.; CARDOSO, R. L.; VIEIRA, S. S. "Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias". **Revista Eletrônica de Administração**, vol. 23, 2017.

THEISS, V.; BEUREN, I. M. "O acionista controlador e a remuneração dos executivos nas empresas listadas". **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, vol. 13, n. 1, 2014.

TIROLE, J. **The theory of corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 2006.

TOSI, H. L. *et al.* "How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies". **Journal of Management**, vol. 26, n. 2, 2000.

VASCONCELOS, A. F.; MONTE, P. A. "A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras". **Registro Contábil**, vol. 4, 2012.

VENTURA, A. F. A. **Remuneração Executiva, Governança Corporativa E Desempenho**: Uma Análise Nas Empresas Listadas Na Bm&Fbovespa (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis). Brasília: UnB, 2013.

XAVIER, P. R.; SILVA, M. O.; NAKAHARA, J. M. **Remuneração variável**. São Paulo: editora Makron, 1999.

YANG, B.; CULLINAN, C. P.; LIU, H. "Analyst following and pay-performance sensitivity: evidence from China". **Applied Economics**, vol. 50, n. 37, 2018.

YERMACK, D. "Do corporations award CEO stock options effectively?". **Journal of Financial Economics**, vol. 39, n. 2, 1995.

YERMACK, D. "Higher market valuation of companies with small board of directors". **Journal of Financial Economics**, vol. 40, 1996.



BOLETIM DE CONJUNTURA (BOCA)

Ano V | Volume 13 | Nº 39| Boa Vista |2023

http://www.ioles.com.br/boca

Editor chefe:

Elói Martins Senhoras

Conselho Editorial

Antonio Ozai da Silva, Universidade Estadual de Maringá

Vitor Stuart Gabriel de Pieri, Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Charles Pennaforte, Universidade Federal de Pelotas

Elói Martins Senhoras, Universidade Federal de Roraima

Julio Burdman, Universidad de Buenos Aires, Argentina

Patrícia Nasser de Carvalho, Universidade Federal de Minas Gerais

Conselho Científico

Claudete de Castro Silva Vitte, Universidade Estadual de Campinas

Fabiano de Araújo Moreira, Universidade de São Paulo

Flávia Carolina de Resende Fagundes, Universidade Feevale

Hudson do Vale de Oliveira, Instituto Federal de Roraima

Laodicéia Amorim Weersma, Universidade de Fortaleza

Marcos Antônio Fávaro Martins, Universidade Paulista

Marcos Leandro Mondardo, Universidade Federal da Grande Dourados

Reinaldo Miranda de Sá Teles, Universidade de São Paulo

Rozane Pereira Ignácio, Universidade Estadual de Roraima