
SALÁRIOS ALTOS, BÔNUS ASTRONÔMICOS E STOCK OPTIONS: O QUE EXPLICA AS ELEVADAS REMUNERAÇÕES EXECUTIVAS?

*HIGH WAGES, ASTRONOMIC BONUS, AND STOCK OPTIONS: WHAT DOES EXPLAIN
LARGE EXECUTIVE COMPENSATIONS?*

Marcelo Desterro

*Mestrando em Administração
Fundação Getúlio Vargas- FGV Endereço: Rua
Jornalista Orlando Dantas, 30
Rio de Janeiro, Cep: 22231-010 – Brasil
Telefone: (21) 3083 2419
E-mail: marcelo.queiroz@fgvmail.br*

Joaquim Rubens Fontes-Filho

*Doutor em Administração (FGV/EBAPE)
Professor da Fundação Getúlio Vargas- FGV
Endereço: Rua Jornalista Orlando Dantas, 30
Rio de Janeiro, Cep: 22231-010 – Brasil
Telefone: (21) 3083 2419
E-mail: joaquim.rubens@fgv.br*

*Recebido: 20/08/2017 Aprovado: 20/12/2017
Publicado: 30/12/2017*

Felipe Buchbinder

*Doutor em Administração (FGV/EBAPE)
Professor da Fundação Getúlio Vargas- FGV
Endereço: Rua Jornalista Orlando Dantas, 30
Rio de Janeiro, Cep: 22231-010 – Brasil
Telefone: (21) 3083 2419
E-mail: felipe.buchbinder@fgv.br*

Gabriella Karine Vieira Nascimento

*Graduada em Ciências Contábeis (UFES)
Fundação Getúlio Vargas- FGV
Endereço: Rua Jornalista Orlando Dantas, 30
Rio de Janeiro, Cep: 22231-010 – Brasil
Telefone: (21) 3083 2419
E-mail: gabi.con2010@hotmail.com*

RESUMO

O artigo tem como objetivo identificar os efeitos de algumas variáveis selecionadas sobre a remuneração dos executivos nas empresas brasileiras. Para a realização desta pesquisa foram coletadas informações do item 13.2 dos Formulários de Referência e do Econômica de 272 empresas brasileiras de capital aberto com ações na BM&FBovespa. Foram elaboradas três hipóteses, destacando como variável dependente a remuneração – fixa, variável e total – e tendo como variáveis independentes fatores como o tamanho das empresas, o setor de atuação e o seu segmento de negociação na bolsa. As análises dos dados através das regressões apontaram evidências de que a remuneração média dos executivos se relaciona positivamente com o tamanho da empresa, que alguns setores de atuação remuneram melhor seus executivos do que outros e que os segmentos de listagem Novo Mercado e Nível 2 pagam mais aos seus diretores.

Palavras-chave: Remuneração executiva; Teoria da agência; Remuneração fixa; Remuneração variável.

ABSTRACT

This study aims to identify the effects of selected variables over executive compensation in Brazilian companies. In order to carry out this research, executive information was collected from session 13.2 of the Reference Form and Economics Forms, regarding 272 Brazilian publicly traded companies with shares in BM & FBovespa. Three hypotheses were elaborated, highlighting as dependent variable the compensation

- the fixed, the variable and the total - and having as independent variables the size of the companies, the sector of activity, and its trading segment in the stock exchange. The analysis of the data through the regressions showed evidence that the average compensation of executives is positively related to the size of the company, that some industries pay their executives better than others, and that the listing segments Novo Mercado and Nível 2 pay more to its directors.

Keywords: *Executive compensation; Agency theory; Fixed compensation; Variable compensation.*

1 INTRODUÇÃO

Ao longo dos últimos quinze anos, as elevadas remunerações de executivos têm sido objeto de questionamento por governos, pela sociedade e por investidores. A crise iniciada com a falência da Enron em 2001 introduziu na agenda internacional dos debates políticos a questão dos valores pagos pelas empresas a seus executivos de topo, evidenciando um frequente distanciamento entre a atuação desses executivos, os resultados ou problemas nas empresas, e a conjuntura social e econômica. A falência do banco americano Lehman Brothers em 2008 catalisou as dúvidas quanto aos comportamentos induzidos pelas políticas agressivas de remuneração em termos de exposição a risco pelas empresas e orientação para curto prazo, e a assimetria entre os resultados auferidos pelos investidores e a remuneração recebida pelos administradores.

Em decorrência dessa situação, diversos países colocaram em discussão medidas como a limitação da remuneração a administradores e a outorga de poderes aos acionistas para deliberarem sobre essa remuneração, como exemplificado pelo Dodd-Frank Act “say-on-pay”, de 2010, nos Estados Unidos. Outro exemplo seria a aprovação pela Securities and Exchange Commission (SEC), reguladora do Mercado de capitais dos Estados Unidos, de uma regra exigindo que as companhias abertas divulgassem a razão entre a remuneração de seu principal executivo e a remuneração mediana dos empregados, apesar da dificuldade do uso da mediana nessa análise.

Diversos estudos têm buscado identificar relações entre remunerações em excesso e fatores pertinentes às empresas, tais como a valorização das ações, o mercado de trabalho de executivos, a complexidade do contexto de negócio, a inefetividade do conselho de administração, os efeitos do setor, entre tantos outros. Contudo, permanece a lacuna quanto a explicações ou teorias adequadas para compreender com clareza essas relações.

Fato é que a questão da remuneração executiva é caracterizada pela pouca transparência em aspectos como os termos e os valores envolvidos, a relação entre a remuneração e a contribuição efetiva para o lucro, os prazos para recebimento dos direitos às opções e a grande distância entre essa remuneração e aquela recebida pelos empregados. O best-seller de Piketty (2014), *Capital in the Twenty-First*, destaca e problematiza essa disparidade, argumentos que são potencializados em um cenário de recessão e desemprego nas economias desenvolvidas desde a crise iniciada pela falência do Lehman Brothers em 2008.

Embora esses questionamentos tenham ganhado impulso principalmente nos mercados europeu e americano, atraíram significativa atenção também no Brasil. Conforme dados do portal Exame, o distanciamento entre a remuneração dos presidentes ou Chief Executive Officers (CEOs) e dos empregados de níveis operacionais é o que se mostra mais expressivo entre todos os países, chegando a valores 65 vezes maiores, ante 49 nos EUA, 39 na Europa e 23 na Ásia. É possível inclusive que essas distâncias sejam maiores. Análise internacional da Bloomberg divulgada em abril de 2013 pelo Huffington Post apontou que essa relação cresceu 1000 por cento desde 1950, sendo que consideradas apenas os CEOs das 500 maiores empresas da Fortune a relação que era de 20 para 1 em 1950, variou para 42 por 1 em 1980, 120 para 1 em 2000 e alcança 204 para 1 atualmente. Dados de 2013 para a remuneração das 100 maiores empresas americanas evidenciou uma mediana de 72 vezes e média de 86 vezes maior, com a maior relação encontrada na rede de farmácias CVS Caremark, onde o CEO recebeu

US\$ 12 milhões frente à média salarial de US\$ 28,7 mil, uma proporção de 422:1, sendo a maior remuneração total da lista a recebida por K. Rupert Murdoch, da Twenty-First Century Fox, que recebeu 20,9 milhões em 2013 segundo análise do site www.radford.com.

No Brasil, metade das grandes empresas instaladas no país pagam incentivos de longo prazo, que representam mais de 80% dos rendimentos anuais dos principais executivos ou CEOs. Os pacotes de remuneração visam alinhar as expectativas dos acionistas no curto e longo prazo, e são tipicamente construídos sobre três componentes: o salário base, o abono anual ou bônus baseado em desempenho, associados à remuneração de curto prazo, e a parcela variável associada a ações, que representa o componente de longo prazo. Além disso, outros benefícios são também incluídos nos pacotes (perquisites), a exemplo de automóveis, cartões de crédito corporativo, seguros, planos de aposentadoria, etc. Chama a atenção, contudo, o resultado de levantamento realizado pela Towers Perrin com 2,8 mil companhias em 40 países que apontou que cerca de 60% dos empresários e executivos acreditavam que os altos executivos ganhavam mais do que deveriam, sendo que, no Brasil, 76% afirmaram que a remuneração estava muito elevada e 84% que os acionistas deveriam ter maior participação na definição dos pacotes de remuneração (COHEN; VITURINO; VIEIRA, 2012).

Ocorre que esse crescimento da remuneração traz diversas repercussões na empresa, na sociedade e na economia de forma geral. Para a empresa, o aumento no valor da remuneração significa uma redução de recursos para investimento ou retorno para os acionistas, aumentando, em última instância, o custo do capital (equity), e uma relação possivelmente perversa e desmotivadora entre executivos e demais empregados pelo distanciamento na remuneração e conseqüente percepção de inequidade. Para a sociedade, essa elevada remuneração induz o surgimento de novas elites econômicas, em um movimento que pode exigir acomodações sociais ou mesmo conflitos, especialmente em momentos de recessão. Por fim, para o país e para a economia é necessário avaliar até que ponto esse aumento na remuneração está relacionado ao aumento da produtividade ou valor da empresa, ou apenas uma transferência de renda dos acionistas – e, em decorrência de lógicas tributárias, do governo – para os executivos.

Nos estudos de governança corporativa, a remuneração executiva está associada ao conjunto dos mecanismos internos à empresa voltados ao alinhamento de interesses entre executivos e acionistas. Partindo das proposições da teoria da agência e do pressuposto de um potencial comportamento oportunista dos agentes, é preconizado que mecanismos internos e externos de controle sejam utilizados para reduzir os problemas de agência. Devem ser também buscadas soluções para ampliar a probabilidade e motivação dos gestores para agirem no interesse dos acionistas, soluções para atrelar contratualmente os gestores (bonding), além de monitorar e prover incentivos adequados aos gestores para assegurar que sigam seu comportamento no interesse do principal (DENIS, 2001).

Embora a teoria da agência seja, certamente, o mais importante referencial teórico utilizado nas pesquisas sobre remuneração executiva, dificuldades no estabelecimento de vínculos entre remuneração e desempenho estimularam o uso de outras lentes teóricas e paradigmas (BAETEN et al., 2011). Assim, diversas explicações podem ser estabelecidas para os pacotes de remuneração executiva, sejam elas de natureza prescritiva ou explicativa.

Seguindo a teoria da agência, a remuneração executiva é rígida tanto pelas práticas e valores do mercado quanto pela necessidade de definir incentivos que permitam ajustar interesses de acionistas e executivos no negócio, o chamado problema de agência. Entretanto, explicar as remunerações apenas com base em incentivos para alinhamento de interesses pode não ser suficiente para justificar as diferenças nas estruturas de remuneração em setores sujeitos a menores problemas de agência, a exemplo dos setores regulados, ou para explicar os maiores valores praticados na remuneração de administradores em empresas familiares ou ainda diferenças internacionais entre setores.

Ademais, considerando que o efeito indústria – ou seja, as características e particularidades de um determinado setor da economia – representa, no caso americano, 19% do resultado das empresas (MCGAHAN; PORTER, 1997), deve ser avaliado também de que forma a composição dos indicadores

de resultado na estrutura de remuneração varia, ou deve variar, entre indústrias, de forma a capturar efetivamente o valor agregado pelos executivos. Estudo de Dalmacio, Rezende, e Slomski (2009) para o Brasil, examinando um conjunto de sete indicadores contábeis (Margem Bruta, Margem EBIT, Margem Operacional, Margem Líquida, Margem EBITDA, Rentabilidade do Ativo e Rentabilidade do Patrimônio Líquido), evidenciou que a variabilidade desses indicadores estava frequentemente associada a um grupo particular de indústrias, sugerindo que apenas nesses casos poderiam ser relacionados os êxitos obtidos pelas empresas com méritos do gestor. Ou seja, quando a variação dada pelo desvio padrão de um indicador para as empresas instaladas fosse pequena, não seria adequado atrelar a remuneração variável a esse indicador, pois o resultado representaria o efeito-indústria, e não a contribuição do gestor.

Levantamentos recentes têm evidenciado que o executivo brasileiro está entre os mais bem pagos do mundo. Uma matéria da revista Exame (AMORIM, 2012) mostrou que entre 2007 e 2012 o número de executivos que receberam mais de 1 milhão de reais por ano duplicou, sendo que a remuneração total do presidente de uma grande companhia alcançou a média de 2,7 milhões de reais. Conforme o questionamento da matéria, “Com tanto dinheiro na mesa, renasce uma das mais antigas perguntas do mundo corporativo: qual o jeito certo de remunerar? Ter executivos tão bem pagos traz retorno para o acionista? Dá para criar um plano que retenha os melhores sem esfumar o caixa?”.

Conforme tem evidenciado as pesquisas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), grandes empresas tendem a pagar mais aos executivos. Assim, os dados das empresas para 2012 evidenciaram que empresas com faturamento acima de R\$ 10 bilhões apresentavam a maior mediana de remuneração dos diretores, valor 161,0% acima da mediana da amostra total de 290 empresas (INSTITUTO, 2013).

Certamente a discussão sobre política de remuneração de executivos é de grande interesse para investidores e mercado de capitais, uma vez que está diretamente relacionada às práticas e incentivos para maximização do retorno dos investimentos. Entretanto, como observado nos Estados Unidos com o Dodd-Frank Act e em discussões na Europa sobre limites à remuneração de gestores, deve ser analisada também segundo uma perspectiva mais abrangente, pelos impactos sobre as práticas de remuneração dos escalões médios nas empresas, pela distribuição do trabalho e distribuição dos resultados, e nas próprias políticas sociais. Sendo assim, conhecer os fatores e os elementos que se relacionam à remuneração executiva é de crucial importância para os investidores definirem qual a melhor maneira de remunerar os executivos de suas empresas a fim de que estes possam representar seus interesses adequadamente. Além disso, preocupados com a performance de suas empresas, os proprietários buscam saber até que ponto o pagamento destinado aos principais administradores é relevante para que elas apresentem um bom desempenho.

É nesse contexto que este estudo foca no problema de identificar que variáveis apresentam melhor relação, ou poder explicativo, da remuneração dos executivos das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, a bolsa de valores, e de que forma ocorrem seus efeitos. A seção seguinte apresenta e contextualiza as principais teorias que orientam o debate sobre a remuneração executiva internacionalmente e suas particularidades no caso brasileiro. Na sequência, são apresentadas as principais fontes de informação disponíveis para essas análises (Formulário de Referência, Notas Explicativas, Distribuição do Valor Adicionado), com vistas a situar como as questões de remuneração são pautadas nas deliberações e divulgações das empresas. A terceira seção apresenta a metodologia e os principais resultados e evidências de relação entre a remuneração e variáveis endógenas e exógenas, e no quarto item esses resultados são discutidos à luz do referencial teórico.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Agência

O surgimento das questões atuais de governança corporativa pode ser associado à obra de 1932 de Berle e Means que, diante da formação de grandes empresas nos Estados Unidos, identificaram o advento da empresa semi-pública, caracterizada pela pulverização da propriedade e separação entre controladores e proprietários. Como notaram, a partir do momento em que a sociedade anônima reúne a riqueza de várias pessoas sob um mesmo controle central, ela tira o proprietário autônomo do comando da empresa, transferindo as decisões relativas à eficiência e à produção de lucros a gestores profissionais (FONTES; ANJOS, 2013).

Segundo Jensen e Meckling, um dos sentidos das sociedades anônimas é permitir a separação entre quem controla e quem é proprietário da empresa. Os acionistas repassam a gestão da empresa para executivos profissionais, permitindo que ela seja administrada por pessoas mais capacitadas. Isso não só traz eficiência para a organização como também permite que os investidores se dediquem a outras atividades (CARVALHAL DA SILVA; CHIEN, 2013).

A separação entre controle e propriedade na empresa moderna foi estudada por Jensen e Meckling (1976), que notaram a ocorrência de custos associados a esse movimento. Tais custos teriam origem quando um grupo de pessoas realiza algum serviço em benefício de outras, movimento que exige delegação de autoridade. Esses custos correspondem à remuneração que os executivos recebem pelo seu trabalho de administrar a empresa e representar os interesses dos acionistas. Salários, gratificações, bônus e outras modalidades de remuneração estão inseridas nessa categoria, que na maioria das empresas estão vinculados a parâmetros de rendimento. Além disso, também existem os custos indiretos, que derivam da possibilidade de os gestores não representarem adequadamente os interesses dos investidores. Ou seja, como os investidores se alienam parcialmente da administração de seu patrimônio, correm riscos de não ter seus interesses representados da maneira que esperam.

Nesse contexto, vale ressaltar a importância da Teoria da Agência, difundida por Jensen e Meckling no ano de 1976. Essa teoria se baseia na oportunidade que o agente detentor de informações privilegiadas tem de alterar decisões econômico-financeiras para atender a seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos investidores. Sendo assim, a relação de agência consiste em uma relação que define as atividades que serão desempenhadas pelos administradores no exercício de suas funções, tendo como base a oportunidade que o agente detentor de informações privilegiadas tem de orientar as decisões econômico-financeiras sob seu controle para satisfazer seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas, caracterizando a emergência do oportunismo gerencial possibilitado pela assimetria de informações entre as partes (FIANI, 2002). Indo além, a Teoria da Agência acabou com os pressupostos anteriores de que empresas possuíam apenas um dono e que ele também atuava como gestor, não havendo existência de conflitos de interesses. Sendo assim, ela afirma que os conflitos podem ter origem entre os vários interessados na firma (LOPES; MARTINS, 2012).

Conforme Carvalhal da Silva e Chien (2013) concluem, não é sempre que os interesses dos executivos e dos acionistas estarão alinhados. O que acontece na prática é que os executivos vão buscar maximizar sua utilidade, resultando eventualmente em atitudes oportunistas, quase nunca alinhadas aos interesses dos investidores.

2.2 Estudos Anteriores

A remuneração executiva se tornou objeto de diversos estudos, cada um deles voltado a um determinado aspecto do tema. No âmbito nacional, Fernandes e Mazzioni (2013) investigando uma possível relação entre medidas de desempenho e a remuneração dos executivos em empresas brasileiras do setor financeiro de capital aberto ao longo dos anos 2009, 2010 e 2011, concluíram que aquelas que se valeram de remuneração variável tendem a apresentar uma correlação positiva significativa com as

variáveis de desempenho. Contudo, as diversas análises de correlação apontaram resultados heterogêneos, não permitindo afirmar que exista uma correlação significativa entre a remuneração total dos executivos e a performance das empresas estudadas.

Carvalho da Silva e Chien (2013) em uma análise de 420 companhias abertas brasileiras entre os anos de 2002 e 2009 indicam que não existe relação significativa entre remuneração executiva, valor e desempenho da empresa. Para a realização do estudo, os autores utilizaram modelos dinâmicos de regressão linear múltipla, estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemático, no sentido de controlar possíveis fontes de endogeneidade. Dessa forma, seus estudos se alinham a literatura internacional, indo ao encontro dos trabalhos de Firth et al. (1996), Duffhues e Kabir (2008), Barontini e Bozzi (2011), Luo e Jackson (2012). Vale dizer que outros estudos relevantes apresentaram resultado divergente, como é o caso de Murphy (1985).

Dias (2010) buscou identificar os elementos capazes de explicar a utilização do plano de opções como forma para a remuneração executiva, se baseando na Teoria da Agência e diante de uma amostra de 237 companhias, das quais 85 adotavam o stock option. Sua pesquisa teve como resultado variáveis que explicavam a utilização do plano de opções, dentre elas: concentração de capital, dimensão, oportunidade de crescimento, propriedade estrangeira e regulamentação. Além disso, Dias também constatou que as variáveis consideradas em estudos internacionais, quando usadas em conjuntos para explicar a utilização de planos de stock options, podem ser aplicadas com sucesso ao cenário nacional.

Já Dalmácio, Rezende e Slomski (2007) analisaram os indicadores de performance utilizado pelas empresas em diversos setores da economia brasileira entre os anos de 1998 e 2005. Como resultado, a pesquisa mostra que em determinados setores específicos, como o de telecomunicações; o de construção, alimentos e bebidas; e veículos, a utilização de indicadores de performance margem e rentabilidade como parâmetros de remuneração para os gestores obtém sucesso ao alinhar interesses de administradores e acionistas.

Em estudo dedicado apenas ao setor elétrico brasileiro, Nascimento, Franco e Cherobim (2012) procuraram identificar a existência de uma relação entre índices contábeis financeiros e as práticas de remuneração variável nas empresas desse setor. Tomando como base uma amostra de 49 empresas listadas na BM&FBOVESPA e utilizando como índices contábeis margem líquida (ML); taxa de retorno sobre o ativo total (TRAT); retorno sobre o patrimônio líquido (RPL); e o lucro disponível ao acionista (LPA), os autores realizaram uma análise descritiva e aplicaram o teste estatístico de correlação do coeficiente de Spearman para fins de atender o objetivo. A pesquisa constatou que o estímulo financeiro aos executivos contribui para um desempenho positivo na empresa apenas quando aliado a um conjunto de incentivos. Aplicada isoladamente, a remuneração não é capaz de aumentar o engajamento dos administradores a ponto de isso repercutir no desempenho da empresa.

2.3.2.3 Remuneração dos executivos: quais variáveis influenciam

A remuneração dos gestores corresponde à quantia que eles recebem em função de seu trabalho na empresa. Conforme Carvalho e Deivid Junior (2012), é perceptível a grande diferença salarial entre as empresas, setores e a forma de remuneração utilizada. Eles definem que a estrutura de remuneração dos executivos é composta principalmente pelo salário-base, pelos planos anuais de bônus e opções de ações. Mais especificamente, estabelecem cada tipo de remuneração:

- Salário-base: é o componente fixo da remuneração. Constitui o valor anual de acordo com a função executada levando em consideração as características peculiares de cada empresa;
- Planos anuais de bônus: representa uma remuneração variável aos principais executivos conforme o desempenho individual e da empresa;
- Opções de ações: contratos que dão direito à compra de uma parcela de uma cota de ações.

Camargos e Helal (2007), em estudo que analisou variáveis de desempenho financeiro e de governança corporativa que explicam a remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto que tem American Depositary Receipt (ADRs) listados em bolsas norte-americanas, constataram que existe uma relação positiva e significativa entre a remuneração, o desempenho financeiro e variáveis ligadas ao conselho de administração, como, por exemplo, a experiência do conselheiro. Por outro lado, Funchal e Terra (2006), em análise que contemplou 67 empresas latino-americanas que emitiram American Depositary Receipt, verificaram que o desempenho da empresa e aspectos da governança corporativa, como forma de propriedade da empresa, não são variáveis influentes na remuneração executiva. Apesar dessas divergências, os autores encontraram uma influência positiva e estatisticamente significativa no que se refere ao efeito do tamanho da empresa na remuneração executiva, se alinhando a diversos estudos.

No que diz respeito a remuneração fixa, Castro (2010) considera que ela é vinculada a prestação dos serviços prestados a empresa, enquanto a remuneração variável deve ser considerada como um bônus ou um prêmio pelo desempenho positivo da empresa.

Apesar das diversas modalidades de remuneração, boa parte das empresas atrela parte da remuneração de seus executivos a algum parâmetro inconstante. Assim, elas fazem uso da remuneração variável para compor parte do montante recebido por seus administradores. Esse tipo de remuneração é objeto de diversas pesquisas. Segundo Marinakis (1997), a participação nos lucros consiste em um pagamento de um montante variável aos empregados, uma vez que corresponde a uma porcentagem do lucro. Sendo assim, quando a empresa apresenta lucro no período, seu funcionário recebe uma porcentagem do mesmo, caso contrário, essa participação deixa de existir. O mesmo autor diz que essa forma de remuneração dificulta a ligação do desempenho individual ou grupal aos resultados da empresa, já que considera apenas o item lucro, que apresenta frequência anual, não contribuindo para um incentivo direto para a melhoria do desempenho no longo prazo.

A bonificação pelos resultados obtidos, mediante pagamento pelo desempenho ou mérito, segundo Baker, Jensen e Murphy (1988), consiste no benefício financeiro oriundo da avaliação de desempenho do empregado, o que acontece ao final de cada ano na maior parte das empresas. Jensen e Meckling (1976) sinalizam o fato de as empresas atuarem em um ambiente complexo, no qual precisam alcançar objetivos conflitantes aos dos indivíduos, sempre mantendo o equilíbrio em um cenário de relações contratuais. Contudo, eles salientam que a empresa não é um indivíduo e que por isso precisa de pessoas motivadas a atuar por seus interesses.

Sendo assim, faz sentido cultivar nos administradores os mesmos sentimentos dos acionistas em relação ao sucesso e desempenho da empresa. Isso teria como consequência a compatibilização de interesses entre investidores e executivos. Tendo isso em mente, Iudícibus et al. (2010) defendem que a parcela da remuneração baseada em ações (stock options) estimula nos funcionários um sentimento de propriedade em relação à empresa fazendo com que eles se interessem em maximizar seu valor de mercado, o que vai ao encontro dos interesses dos acionistas. Dessa forma, a remuneração variável pode ser entendida como um mecanismo que atua no sentido de reduzir os conflitos de agência entre gestores e acionistas.

Podemos notar a existência de diversas estruturas e sistemas de remuneração presentes nas empresas atualmente. Wood Jr e Picarelli Filho (2004) apontam o crescimento na variedade de modelos de remuneração graças à necessidade de encontrar modos criativos de aumentar a ligação entre as organizações e seus empregados. Nesse sentido, conforme Hipólito (2000), a remuneração apresenta como objetivo principal o reconhecimento da contribuição e do valor agregado dos profissionais através da distinção de diferentes níveis de resultado.

Diversos estudos têm apresentado relações conflitivas a respeito da influência de diversas variáveis independentes sobre a remuneração executiva. A maioria das divergências gira em torno do problema de agência e da remuneração como alinhamento de interesses, mas com explicações também

associadas à maior responsabilidade dos executivos, poder de mercado ou escassez de indivíduos competentes, oportunismo gerencial e cultura.

Bebchuk et al. (2002) trazem uma das propostas mais difundidas na mídia em geral (Murphy and Zábojník, 1994), defendendo a teoria que CEOs poderosos e entrincheirados na empresa, com posição difícil de ser removida, manipulam conselhos passivos ou capturados para obterem grandes incrementos em suas remunerações às expensas da empresa. Conselhos frágeis, particularmente em ambientes de propriedade pulverizada, seriam responsáveis pelo crescimento das remunerações executivas. Murphy and Zábojník (1994) contrapõem essa explicação com a lógica de mercado, argumentando que essa lógica de extração de renda deveria também estar presente há muitos anos, o que não explicaria o crescimento recente. Para eles, essa tendência estaria relacionada a uma mudança na composição das habilidades gerenciais necessárias para conduzir uma corporação moderna, mais críticas e mais raras atualmente.

Hoskisson, Castleton e Withers (2009), reforçando a abordagem da teoria da agência, argumentam que embora o monitoramento e a remuneração executiva sejam considerados instrumentos alternativos em um sistema de governança, na realidade configuram-se como complementares, uma vez que a maior intensidade no monitoramento realizado pelos acionistas nas atividades do CEO faz com que esse exija um incremento em sua remuneração. Assim, o crescente aumento na intensidade e no monitoramento têm transferido mais riscos aos executivos, que exigem maiores pagamentos em compensação, conseqüentemente forçando a curva da remuneração executiva para cima.

Também as dimensões culturais são propostas como variáveis explicativas na remuneração executiva. As análises de Tosi e Greckhamer (2004) convergem à conclusão de que as dimensões culturais podem contribuir para a compreensão do efeito país (cross national) sobre a remuneração do CEO, segundo a natureza da "matriz cultural em que o dinheiro e a remuneração são consideradas", além do efeito dos aspectos simbólicos associados aos valores dominantes na sociedade.

Em outra perspectiva, considerada como variável explicativa, a remuneração executiva é considerada falha como instrumento para promover um melhor desempenho da empresa, além de minar a motivação intrínseca dos executivos, inibir seu aprendizado e compreensão das expectativas de outros stakeholders, e desencorajar as considerações sobre o efeito das decisões no longo prazo, também incentivando um comportamento não ético (JACQUART; ARMSTRONG, 2013).

3 METODOLOGIA

O presente artigo buscará entender quais fatores exercem influência sobre a remuneração executiva no Brasil, considerando tanto a parcela fixa quanto a parcela variável da remuneração. Para isso, considerou como variáveis potencialmente explicativas o porte da empresa (medido pelo valor dos ativos), o setor de atuação da empresa e o segmento de negociação da empresa, de maneira semelhante a artigos anteriores, porém ampliando a quantidade de variáveis independentes contempladas. Nesse sentido, são elaboradas a seguir 3 hipóteses, destacando como variável dependente a remuneração total média e tendo como variáveis independentes esses fatores que, segundo a literatura, podem trazer impactos relevantes na composição do pacote de remuneração destinado aos diretores estatutários.

3.1 Coleta de dados

No Brasil, a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 480 de 2009 exigiu das companhias de capital aberto a divulgação da composição da remuneração dos administradores por meio de um documento anual chamado Formulário de Referência (FR) conforme anexo 24 da instrução. Duas subseções da edição de 2014 (com dados de 2013) deste documento foram utilizadas neste estudo. A subseção 13.2, com informações sobre os tipos de remuneração (remuneração fixa, remuneração variável, benefícios pós-emprego, cessação do cargo e baseada em ações) por órgão (conselho de

administração, conselho fiscal e diretoria estatutária) e a subseção 13.11, que informa a remuneração mínima, média e máxima dos membros desses órgãos.

As variáveis independentes segmento de negociação e setor de atuação foram obtidas dos relatórios financeiros das empresas e do site da BM&FBovespa, enquanto que a variável valor dos ativos totais foi extraída da base de dados Economática.

Inicialmente, foi desenhada uma base de dados com as principais variáveis de remuneração dos executivos (remuneração fixa, variável e total) de empresas listadas na Bovespa e que disponibilizaram corretamente seu Formulário de Referência 2014, com a integridade dos itens 13.2 e 13.11, totalizando 272 empresas. Na ausência dessas informações, a empresa não foi incluída na amostra inicial. Em seguida, a base foi preenchida com a receita de vendas, o segmento de negociação, o tipo de controle e o setor de atuação de cada empresa.

Seguindo a metodologia utilizada por estudos anteriores, a exemplo de Okimura, Silveira e Rocha (2007), foram excluídas da amostra empresas do setor de finanças e seguros (bancos, seguradoras e financeiras), totalizando a exclusão de 53 empresas, 19,5% da amostra inicial.

Por força de uma liminar na justiça conseguida pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF), 38 empresas, equivalente a 14% da amostra inicial, foram dispensadas da divulgação de informações dessa subseção. Considerando a ausência de seus dados referentes a remuneração de seus executivos, tais empresas também foram retiradas da amostra inicial.

Por fim, 8 empresas foram excluídas da amostra devido a inexatidão e/ou incoerência de dados relativos a seus ativos totais e a suas receitas de vendas. Dessa forma, a base final contou com 173 empresas listadas na Bovespa.

3.2 Definição das hipóteses

Alinhada com Funchal e Terra (2006), que apontam uma associação positiva e estatisticamente significativa entre remuneração e porte da empresa, a primeira hipótese considera a relação entre o tamanho da companhia e a remuneração destinada a seus diretores. Ou seja, sugere que quanto maior a empresa, maior a compensação de seus executivos, na média. Parte do princípio que empresas maiores, devido a sua maior complexidade de gestão e maior número de responsabilidades atribuídas aos executivos, praticam maiores valores na remuneração quando comparadas a empresas de menor porte. Dessa forma, propomos como primeira hipótese:

H1: O tamanho da empresa (medido em valor dos ativos) está positivamente associado à remuneração total média de seus executivos.

Considerando que o setor de atuação da empresa, ou indústria, exerce influência sobre inúmeras configurações da companhia, tais como a estrutura do conselho de administração e as práticas de monitoramento do corpo executivo, faz sentido levantar a ideia de que ele também atue sobre a remuneração da diretoria (MARLIN; GEIGER, 2012). Nesse sentido, a segunda hipótese considera a associação entre a remuneração total e o setor em que a empresa atua, associado ao seu porte. Em outras palavras, remonta à premissa de que o setor de atuação da empresa e o tamanho juntos influenciam no valor da remuneração total de seus executivos, seja de forma direta, seja devido a pressões isomórficas que modelam a indústria. A explicação para isso seria o fato de que alguns setores da economia exigem mais de seus executivos, seja por questões de concorrência, lucratividade ou risco. Além disso, a presença de órgãos reguladores no setor também influenciaria na remuneração total dos administradores. Sendo assim, o estudo apresenta a seguinte hipótese a ser testada:

H2: O setor de atuação da empresa e o valor de seus ativos totais estão associados à remuneração total média de seus executivos.

A terceira hipótese levantada pelo estudo considera a ideia de que o segmento de negociação da empresa na BM&FBovespa (Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) está associado à

remuneração total média de seus executivos. Ou seja, sugere que o pagamento destinado aos administradores está relacionado à qualidade da governança corporativa da empresa, já que o segmento de listagem classifica as companhias com base na sua adequação a um conjunto de práticas de governança consideradas como referência. Parte do princípio que empresas com um nível de governança corporativa mais alto (considerado melhor e mais sofisticado) pagam menos aos seus executivos, uma vez que possuem mecanismos para controlar o *rent seeking*, evitando que estas sejam capturadas por grupos que passem a se beneficiar da empresa em benefício próprio, incluindo o pagamento de salários desproporcionais, com eventuais prejuízos à imagem, à legitimidade e com efeitos no desempenho dessas empresas (ROSSONI; MACHADO-DA-SILVA, 2013). Em relação aos segmentos de listagem, é importante dizer que o mais exigente e sofisticado deles é o Novo Mercado, seguido pelo Nível 2, Nível 1 e o Tradicional, ordenados do mais rigoroso para o menos rigoroso.

H3: O segmento de negociação da empresa na BM&FBOVESPA está associado à remuneração total média de seus executivos.

3.3 Verificação das hipóteses

(a) Análise da hipótese 1

Para analisar essa hipótese, o logaritmo natural do valor dos ativos totais foi usado como parâmetro para dimensionar o porte da empresa, uma vez que as empresas apresentam valores de ativos totais proporcionais ao seu tamanho. A opção pela utilização do logaritmo neperiano dos ativos totais, em detrimento do valor absoluto dos ativos, se justifica pela necessidade de achatamento dos valores dos ativos.

A partir daí, foi feita a regressão linear simples, seguindo o seguinte modelo:

$$RM = \alpha + \beta \text{LnAtivosTotais} + \epsilon_i \quad (1)$$

Onde RM = remuneração média

LnAtivosTotais = logaritmo natural do valor dos ativos totais da empresa.

Os resultados obtidos foram:

Tabela 1 – R² da remuneração média e tamanho das empresas

R	R ²	Ajustado R ²	Erro Padrão
0,371	0,138	0,133	1366902,9

Fonte: Os autores, 2017.

Como pode-se ver o R² apresentou valor de 0,138, o que indica que uma parcela de aproximadamente 13,8% da variação na remuneração executiva está relacionada diretamente ao tamanho das empresas.

Tabela 2 – ANOVA da remuneração média e tamanho das empresas

	Soma dos quadrados	Graus de liberdade	Média ²	F	Significância
Regressão	5,106E+13	1	5,106E+13	27,328	0,000
Resíduo	3,195E+14	171	1,868E+12		
Total	3,195E+14	172			

Fonte: Os autores, 2017.

Tabela 3 – Regressão entre remuneração média e tamanho das empresas

	Coeficientes		Coeficientes padronizados Beta	t	Significância
	B	Erro padrão			
Constante	-5926483,814	1421592,59		-4,169	0,000
LnAtivosTotais	345499,73	66090,684	0,371	5,228	0,000

Fonte: Os autores, 2017.

A regressão apresenta uma significância próxima a zero, o que corrobora a hipótese levantada. Dessa forma, a regressão sugere existir uma relação significativa entre a remuneração executiva e o Ln dos ativos totais, de modo que quanto maior o valor dos ativos da empresa, maior tende a ser a remuneração fixa de seus executivos. Além disso, o β estimado (345499,73) é consideravelmente alto, indicando que a relação é significativa. Em outras palavras, o resultado apresentado confirma a existência de uma relação positiva e relevante entre as variáveis levantadas, uma vez que permite aceitar a hipótese H1 proposta.

Sendo assim, o modelo sugere que quanto maior a empresa, i.e., quanto maior o valor maior de seus ativos, mais ela paga aos seus funcionários de alta cúpula.

(b) Análise da hipótese 2

Para analisar a segunda hipótese, a remuneração total dos executivos (tanto a parcela fixa quanto a variável) foi tomada como variável dependente e como variáveis independentes foram tomados o setor de cada empresa, que, de acordo com classificação da BM&FBovespa, são: “Bens Industriais”, “Construção e Transporte”, “Consumo Cíclico”, “Consumo Não Cíclico”, “Materiais Básicos”, “Petróleo, Gás e Biocombustíveis”, “Tecnologia da Informação”, “Telecomunicações” e “Utilidade Pública”, bem como o seu porte, novamente medido pelo Ln do valor de seus ativos totais. Para isso foram criadas 9 variáveis dummies - uma para cada setor, com exceção do setor “Utilidade Pública” que foi tomada como referência - e em seguida foi rodada a regressão, seguindo a seguinte equação:

$$RM = \alpha + \beta \text{LnAtivosTotais} + \beta \text{BensIndustriais} + \beta \text{ConstruçãoeTransporte} + \beta \text{ConsumoCíclico} + \beta \text{ConsumonãoCíclico} + \beta \text{MateriaisBásicos} + \beta \text{PetróleoGás e Biocombustíveis} + \beta \text{Tecnologiad a Informação} + \epsilon_i \quad (2)$$

Onde RM = remuneração média dos executivos

LnAtivosTotais = logaritmo natural do valor dos ativos totais da empresa e as demais variáveis correspondem respectivamente aos seus setores.

Os resultados obtidos foram:

Tabela 4 – R² da remuneração média e o setor das empresas

R	R ²	Ajustado R ²	Erro Padrão
0,432	0,187	0,147	1355677,241

Fonte: Os autores, 2017.

Logo de início, nota-se que o modelo excluiu a variável “Telecomunicações”, correspondente às empresas que atuam nesse setor. Isso se justifica pelo fato desse setor não guardar nenhuma relação com as variáveis levantadas.

Como é mostrado na tabela, o R² apresenta o valor de 0,187, o que significa que 18,7% da variação na remuneração total dos executivos é explicada pelo conjunto das variáveis independentes consideradas.

Tabela 5 – ANOVA da remuneração média e o setor das empresas

	Soma dos quadrados	Graus de liberdade	Média ²	F	Significância
Regressão	6,915E+13	8	8,644E+12	4,703	0,000
Resíduo	3,014E+14	164	1,838E+12		
Total	3,706E+14	172			

Fonte: Os autores, 2017.

Tabela 6 – Regressão entre remuneração média e o setor das empresas

	Coeficientes		Coeficientes padronizados Beta	t	Significância
	B	Erro padrão			
Constante	-8380466,405	1711652,265		-4,896	0,000
LnAtivosTotais	429970,893	75012,78	0,462	5,732	0,000
Bens Industriais	694250,57	403580,793	0,158	1,72	0,087
Construção e Transporte	944501,673	3563151,653	0,247	2,65	0,009
Consumo Cíclico	818911,617	356408,873	0,232	2,298	0,023
Consumo Não Cíclico	763850,52	363945,468	0,187	2,099	0,037
Materiais Básicos	827675,857	416626,8	0,173	1,987	0,049
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-375083,504	826695,003	-0,033	-0,454	0,651
Tecnologia da Informação	435665,562	731243,475	0,045	0,596	0,552

Fonte: Os autores, 2017.

Em relação aos setores, o modelo indica que “Construção e Transporte”, “Consumo Cíclico”, “Consumo Não Cíclico” e “Materiais Básicos”, juntamente com a variável de porte das empresas (LnAtivosTotais), guardam uma relação significativa com a remuneração total dos executivos, já que sua significância apresenta valores abaixo de $\alpha = 5\%$. Além disso, essas mesmas variáveis independentes, por apresentarem valores β positivos e relevantes para o modelo, também demonstram ser significativas. Em relação às variáveis independentes “Bens Industriais”, “Petróleo Gás e Biocombustíveis”, “Tecnologia da Informação” e “Telecomunicações”, o resultado da regressão rejeita qualquer tipo de relação entre elas e a remuneração dos executivos, uma vez que suas significâncias são consideradas altas o suficiente ($>\alpha = 5\%$) para que seja garantida alguma relação com a variável dependente.

Dessa forma, o modelo definido pela regressão estabelece que as variáveis “Construção e Transporte”, “Consumo Cíclico”, “Consumo Não Cíclico” e “Materiais Básicos”, juntamente com a variável de porte das empresas (LnAtivosTotais), estão alinhadas com a hipótese levantada (H2: O setor de atuação da empresa e o valor de seus ativos totais estão associados à remuneração total média de seus executivos) por apresentarem significâncias consideradas baixas ($<\alpha = 5\%$) e coeficientes significativos, i.e., que de fato impactam a remuneração. Ou seja, isso significa que esses setores pagam remunerações maiores do que o setor tomado como referência (“Utilidade Pública”) na proporção dos β apresentados de maneira consistente e relevante. Por outro lado, o modelo evidencia que os demais setores, “Bens Industriais”, “Petróleo Gás e Biocombustíveis”, “Tecnologia da Informação” e “Telecomunicações”, não se descolam do setor “Utilidade Pública” no que diz respeito à remuneração, sugerindo não haver diferença de remuneração entre eles.

(c) Análise da hipótese 3

Para analisar a terceira hipótese, a remuneração total média dos executivos (tanto a parcela fixa quanto a variável) foi tomada como variável dependente, e como variáveis independentes foram tomados os segmentos de negociação de cada empresa de acordo com a classificação da BM&FBovespa - Nível 1, Nível 2, Novo Mercado, Programa de BDR e Tradicional. Novamente, foram criadas variáveis

dummies - uma para cada segmento, com exceção do segmento Tradicional, que foi tomado como referência - e, na sequência, foi rodada a regressão, seguindo o modelo:

$$RM = \alpha + \beta \text{Nível1} + \beta \text{Nível2} + \beta \text{NovoMercado} + \epsilon_i \quad (3)$$

Onde RM = remuneração média dos executivos

LnAtivosTotais = logaritmo natural do valor dos ativos totais da empresa e as demais variáveis correspondem respectivamente aos seus segmentos de listagem.

Os resultados obtidos foram:

Tabela 7 – R² da remuneração média e o segmento de negociação das empresas

R	R ²	Ajustado R ²	Erro Padrão
0,365	0,133	0,118	1378770,66

Fonte: Os autores, 2017.

Na Tabela 7, identificamos um R² de 0,133, indicando que aproximadamente 13,3% da variação na remuneração destinada aos executivos acontece devido ao segmento de negociação da empresa.

Tabela 8 – ANOVA da remuneração média e o segmento de negociação das empresas

	Soma dos quadrados	Graus de liberdade	Média ²	F	Significância
Regressão	4,92911E+13	3	1,64304E+13	8,643	0,000
Resíduo	3,2127E+14	169	1,90101E+12		
Total	3,70562E+14	172			

Fonte: Os autores, 2017.

Tabela 9 – Regressão entre remuneração média e o segmento de negociação das empresas

	Coeficientes		Coeficientes padronizados Beta	t	Significância
	B	Erro padrão			
Constante	846150,635	171015,453		4,948	0,000
Nível 1	347464,23	418900,598	0,063	0,829	0,408
Nível 2	1092433,645	468345,106	0,174	2,333	0,021
Novo Mercado	1119064,972	227180,746	0,382	4,926	0,000

Fonte: Os autores, 2017.

No que diz respeito à consistência do modelo e a aceitação ou rejeição da hipótese, a regressão sugere que os segmentos Novo Mercado e Nível 2 guardam relação significativa e positiva com a remuneração executiva, indicando que esses segmentos pagam mais do que o segmento Tradicional (tomado como referência), uma vez que suas significâncias foram baixas ($\alpha = 5\%$). Além disso, também podemos afirmar que essa relação é significativa, já que os coeficientes apresentados por essas variáveis são consideravelmente altos - maiores que 1.000.000, o que significa que essas empresas pagam 1.000.000 de reais a mais por ano quando comparadas com o segmento Tradicional. Já em relação à variável Nível 1, a regressão sugere que esse segmento não paga mais aos seus executivos quando comparado ao segmento Tradicional, já que a significância apresentada para esse segmento foi alta ($\alpha = 5\%$), o que leva a rejeitar a ideia de que tal segmento guarda algum tipo de associação com a remuneração executiva.

Ou seja, o modelo estabelece que empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 2 se relacionam positivamente com a remuneração executiva quando comparadas com o segmento Tradicional. Ao mesmo tempo, propõe que empresas do segmento Nível 1 não guardam nenhum tipo de vínculo com a remuneração dos executivos, aplicando remuneração próxima ao segmento Tradicional.

Nesse sentido, esses resultados associam melhores práticas de governança corporativa à maiores

remunerações da alta cúpula, uma vez que empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 2 aplicam preceitos de governança corporativa considerados mais saudáveis para as empresas quando comparadas aos demais segmentos (Nível 1 e Tradicional).

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Com o intuito de averiguar se as hipóteses justificadas teoricamente na seção precedente encontram suporte empírico, analisamos as relações entre as variáveis teorizadas por meio de modelos de regressão lineares simples e múltiplas.

As remunerações médias dos executivos, utilizadas como variáveis dependentes, bem como o ativo total, utilizado para mensurar o porte da empresa, exibiam histogramas muito assimétricos, perpassando diversas ordens de grandeza, o que tende a gerar outliers e outros problemas em modelos de regressão. Por esse motivo, tais variáveis foram sujeitas à transformação logarítmica.

A multicolinearidade entre variáveis quantitativas foi verificada por meio do fator de inflação de variância (VIF), considerando-se indicativo de multicolinearidade valores de VIF maiores ou iguais a 5.

A primeira hipótese considera que o tamanho da empresa está positivamente associado à remuneração média de seus executivos. Ou seja, levanta a ideia de que quanto maior o porte da empresa, maior a compensação de seus executivos. O resultado das análises estatísticas confirma a hipótese, uma vez que o valor de significância apresentado foi próximo a zero, mostrando existir uma relação consistente entre o tamanho da empresa - aqui medida pelo Ln dos ativos totais - e a remuneração destinada aos seus gestores. Além disso, também vale ressaltar o valor apresentado pelo R^2 (0,138), o que significa que aproximadamente 13,8% da variação na remuneração fixa é explicada pelo porte da empresa. Tendo isso em mente, a regressão deixa evidente uma relação proporcional entre remuneração fixa dos executivos e tamanho da empresa. Em outras palavras, o modelo nos permite afirmar que quanto maior a empresa, maior tende a ser o pagamento destinado aos seus diretores. Nesse sentido, os resultados encontrados vão ao encontro dos estudos de Funchal e Terra (2006), que, contemplando 67 empresas latinas que emitiram ADRs (American Depositary Receipts), constataram a influência positiva e estatisticamente significativa do tamanho da companhia sobre a remuneração executiva.

Já a segunda hipótese levanta a ideia de que o setor de atuação da empresa e o valor de seus ativos totais estão associados à remuneração total de seus executivos. Em outras palavras, sugere que a atividade econômica da empresa atuaria exercendo influência sobre o valor da remuneração total destinada aos seus executivos. As análises estatísticas mostraram que os setores “Construção e Transporte”, “Consumo Cíclico”, “Consumo Não Cíclico” e “Materiais Básicos”, juntamente com a variável de porte das empresas (LnAtivosTotais), de fato influenciam a remuneração executiva quando comparadas ao setor “Utilidade Públicas”. Além disso, pelo valor positivo dos coeficientes apresentados para essas variáveis, o modelo sugere que esses setores pagam mais quando comparados ao setor de controle “Utilidade Pública”. Por outro lado, o modelo indica que os setores “Bens Industriais”, “Petróleo Gás e Biocombustíveis”, “Tecnologia da Informação” e “Telecomunicações” não se vinculam consistentemente à remuneração, uma vez que suas significâncias foram altas. Vale dizer que o R^2 estimado para esse modelo é de 0,187, apontando que 18,7% da variação na remuneração executiva é explicada pela associação entre setor de atuação e o tamanho da empresa. Em síntese, considerando os resultados alcançados, podemos dizer que alguns setores pagam mais a seus executivos quando comparados a outros.

A terceira hipótese surge propondo que o segmento de negociação da empresa na BM&FBovespa se associa à remuneração total média de seus executivos. Em outras palavras, levanta a ideia de que as práticas de governança corporativa da empresa influenciam a compensação destinada aos seus executivos. O resultado da regressão vai ao encontro da hipótese levantada, mostrando que as variáveis relativas à segmentação Novo Mercado e Nível 2 se relacionam de maneira consistente à remuneração

total média dos executivos. No que diz respeito à parcela explicada pelo modelo, o R^2 de 0,133 indica que 13,3% da variação no pagamento dos executivos pode ser explicado pelo segmento de listagem no qual a empresa se encontra. Em relação a esses resultados, vale notar que eles contrariam a ideia que dá base a formação da hipótese H3, que inicialmente propõe que empresas não aderentes a boas práticas de governança corporativa estariam facilmente sujeitas a pagar altos salários aos seus diretores, uma vez que tais práticas de governança, quando aplicadas, inibem a apropriação por parte da diretoria (*rent seeking*).

O trabalho contribui para a literatura na medida em que desvenda os elementos que explicam a remuneração executiva em empresas brasileiras de capital aberto. Embora parte de sua conclusão e suas análises estejam alinhadas com estudos anteriores, a pesquisa se diferencia e traz contribuições novas para a área em diversos aspectos até então pouco explorados. Dentre eles, destacamos o fato de trabalhar com todas as empresas brasileiras listadas em bolsa, com exceção das empresas do setor de Finanças e daquelas que não disponibilizaram seus dados integralmente. Ou seja, a amostra utilizada contempla uma quantidade substancial de empresas, o que contribui para a solidez das análises estatísticas, e se debruça sobre a realidade brasileira como um todo. Além disso, a pesquisa também se sobressai por se contrariar à ideia de que empresas com melhores práticas de governança corporativa (listadas no Novo Mercado) tendem a pagar menos aos seus executivos, desmistificando a noção de que, ao inibir a apropriação executiva (*rent seeking*), a empresa passaria a compensar seus executivos de maneira mais equilibrada. Por último, vale dizer que, diferentemente dos demais, o presente estudo esclarece especificamente como a diferença de remuneração executiva por setor de atuação se manifesta nas empresas. Em outras palavras, o estudo evidencia quais setores da economia pagam mais aos seus gestores em comparação a outros.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo compreender como um conjunto de variáveis selecionadas está associado à remuneração dos executivos no Brasil. Três hipóteses foram propostas e verificadas pela análise estatística. Os resultados mostram que, como discutido no referencial teórico, diversos fatores influenciam a remuneração executiva. Dentre eles, o porte da empresa associado ao setor de atuação merece destaque, não só porque sua influência sobre a remuneração se mostrou sólida estatisticamente, mas também porque sua variação explica boa parte da variação na remuneração média. Sendo assim, a confirmação do teste aponta que quanto maior a empresa, maior a remuneração fixa de seus executivos e que os setores “Construção e Transporte”, “Consumo Cíclico”, “Consumo Não Cíclico” e “Materiais Básicos” remuneram seus administradores de alta cúpula com valores maiores. O segmento de listagem das empresas também apresentou uma influência consistente sobre a remuneração executiva do ponto de vista estatístico, em relação às empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 2.

Como limitações do estudo, deve ser considerado que apenas um ano foi abordado na análise, o que pode trazer influências de sazonalidades de alguns setores – a exemplo de petróleo e gás – e estar associado a situações macroeconômicas específicas do ano de 2013. Outro ponto importante é que inúmeras empresas não estão fornecendo as informações de remuneração de seus executivos, amparadas pelo mandato de segurança obtido pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças do Rio de Janeiro (IBEF/RJ), que abrange cerca de 14% das companhias abertas listadas, fato que diminui e pode trazer certo viés aos resultados.

Futuros estudos podem ampliar as análises realizadas, por exemplo, realizando verificação longitudinal das práticas de remuneração a partir da coleta de dados dos formulários de vários anos, uma vez que a série teve início em 2010. Além disso, estatísticas mais sofisticadas poderiam melhorar a precisão das análises, por exemplo, pelo uso de regressão logística ou análise discriminante. Outra sugestão seria aumentar a amostra de empresas tomadas como base, com o sentido de tornar o estudo mais abrangente.

REFERÊNCIAS

- AMORIM, Lucas. A lógica da grana na remuneração dos executivos brasileiros. **Revista Exame**, São Paulo, ed. 1018, 08 jun. 2012. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1018/noticias/a-logica-da-grana-na-remuneracao-dos-executivos-brasileiros>>. Acesso em: 4 jul. 2017.
- BAKER, George P.; JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. Compensation and incentives: practice vs. theory. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 43, n. 3, jul. 1988. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2307/2328185>>. Acesso em: 6 jul. 2017.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.
- CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H.; BOAS, A. P. Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 27., 2007, Foz do Iguaçu. **Anais...** São Paulo: Abepro, 2007. CD ROM.
- CARVALHAL DA SILVA, André Luiz; YI CHIEN, Alisson Chen. Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, Dez. 2013. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305830045002>>. Acesso em: 26 jun. 2017.
- CARVALHO, J.R.; DEVIDE JUNIOR, A. Remuneração executiva e desempenho empresarial: evidências do “guia exame – 100 melhores empresas para você trabalhar”. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 40., 2012, Porto de Galinhas. **Anais eletrônicos...** Porto de Galinhas: Anpec, 2012. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro_2012.htm>. Acesso em: 11 jun. 2017.
- CASTRO, A. I. **Remuneração dos administradores de companhias de capital aberto**. 2010. 50f. Monografia (Graduação em Direito). Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica, São Paulo, 2010.
- COHEN, D.; VITURINO, R.; VIEIRA, A. Quanto você vale. **Revista Época Negócios**, São Paulo, ed. 101, 02 abril 2013. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Resultados/noticia/2012/09/quanto-voce-vale.html>>. Acesso em: 2 jul. 2017.
- CUNHA, J.V.A.; RIBEIRO, M. de S.; SANTOS, A. dos. A demonstração do valor adicionado como instrumento de mensuração da distribuição de riqueza. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, n. 37, p. 7-23, jan./abr. 2005.
- DALMÁCIO, F. Z.; REZENDE, A. J.; SLOMSKI, V. Medidas de performance como determinantes de remuneração dos gestores: méritos do gestor ou características do setor. In: X CONGRESO DEL INSTITUTO INTERNACIONAL DE COSTOS, 10., 2007, Lyon. **Anais eletrônicos...** Lyon: Intercostos, 2007. Disponível em: <<http://www.intercostos.org/pt/conferences-3/9?view=congreso&start=100>>. Acesso em: 11 jun. 2017.
- DENIS, D. K. Twenty-five years of corporate governance research...and counting. **Review of Financial Economics**, New Orleans, v. 10, n. 3, p. 191-212, jun. 2001.
- DIAS, W. O. **Remuneração variável nas empresas brasileiras: estudo de determinantes da utilização de stock options**. 2010. 105 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2010.

FERNANDES, F. C.; MAZZIONI, S. A correlação entre remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 7., 2013, Fortaleza. **Anais eletrônicos...** Fortaleza: Furb, 2013. Disponível em: <<http://www.furb.br/web/3866/congresso-anpcont/trabalhos/selecionados>>. Acesso em: 17 jun. 2017.

FIANI, R. Teoria dos custos de transação. In: KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia. **Economia industrial: fundamentos teóricos e práticos no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002. Cap. 12, p. 267-286.

FONTES FILHO, J. R.; ANJOS, P. V. Efeitos da Regulação Sobre Práticas de Governança Corporativa. In: INTERNATIONAL CONFERENCE OF THE IBEROAMERICAN ACADEMY OF MANAGEMENT – MANAGEMENT IN IBEROAMERICAN COUNTRIES: CULTURAL PERSPECTIVE, 7., 2011. **Anais**. Lima, 2011.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: EnANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2006. CD-ROM.

HIPÓLITO, J. A. M. Remuneração por competências: recompensando o desenvolvimento e a contribuição do profissional. **Revista FAE Business**, Curitiba, n. 3, p. 28-31, set. 2002.

HOSKISSON, R. E.; CASTLETON, M. W.; WITHERS, M. C. Complementarity in Monitoring and Bonding: More Intense Monitoring Leads to Higher Executive Compensation. **Academy of Management Perspectives**, New York, v. 23, n.2, p. 57-74, maio 2009.

INSTITUTO Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). **Remuneração dos administradores**, 4 ed. São Paulo: IBGC, 2013. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/PesquisaRemuneracaoAdmin_4Edicao%281%29.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2017.

JACQUART, P.; ARMSTRONG, J. S. The Ombudsman: Are Top Executives Paid Enough? An Evidence-Based Review. **Interfaces**, Catonsville, v. 43, n. 6, p. 580-589, dez. 2013.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>>. Acesso em: 10 mar. 2017.

JOHNSON, R. A.; WICHERN, D. W. **Applied Multivariate Statistical Analysis**. New Jersey: Prentice-Hall, 2007.

LOPES, A. B.; IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria avançada da contabilidade**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

LOPES, A. B.; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade – uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2012.

MARLIN, D.; GEIGER, S. W. The Composition Of Corporate Boards Of Directors: Does Industry Matter? **Journal of Business & Economics Research**, Littleton, v. 10, n. 3, p. 157-161, mar. 2012.

MARINAKIS, A. E. A participação dos trabalhadores nos lucros e resultados das empresas no Brasil: um instrumento para acelerar a reestruturação necessária. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 37, n. 4, p. 56-64, out./dez. 1997. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75901997000400007>>. Acesso em: 10 mar. 2017.

MCGAHAN, A. M.; PORTER, M. E. How much does industry matter, really? **Strategic Management Journal**, p. 15-30, 1997.

MURPHY, Kevin. Corporate Performance and Managerial Remuneration. **Journal of Accounting and Economics**, Rochester, v. 7, n. 1-3, p. 11–42, abril 1985.

MURPHY, K. J.; ZÁBOJNÍK, J. CEO Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends. **The American Economic Review**, San Diego, v. 94, n. 2, p. 192-196, jan. 2004.

NASCIMENTO, C. DO; FRANCO, L. M. G.; CHEROBIM, A. P. M. S. Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 8, n. 1, p. 22-36, jan./mar. 2012.

NUNES, A. A. Concessão de opções de ações a funcionários: um problema contábil. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 19, n. 1, p. 109-129, jan./mar. 2008. Disponível em: <<http://web.face.ufmg.br/face/revista/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/349>>. Acesso em: 10 mar. 2017.

OKIMURA, R. T., SILVEIRA, A. M., ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, art.8, p. 119-135, jan./mar. 2007. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/rac-e>>. Acesso em: fev. 2017.

PEREIRA, Ivo Nuno; ESPERANÇA, José Paulo. Top executive compensation in less developed capital markets. **Corporate Governance**, West Yorkshire, v. 15, n. 1, p. 122-133, fev. 2015.

RAPPAPORT, A. **Creating shareholder value**. New York, NY: Free Press, 1986.

ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Institucionalismo Organizacional e Práticas de Governança Corporativa. **Revista de Administração Contemporânea RAC**, Curitiba, Edição Especial, art. 7, p. 173-198, set. 2010.

ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&F BOVESPA. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 53, n. 3, mai./jun. 2013.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Pay ratio disclosure. Dez. 2014. Disponível em: <<http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9452.pdf>>. Acesso em: 29 abr. 2017.

TOSI, H. L.; GRECKHAMER, T. Culture and CEO Compensation. **Organization Science**, Gainesville, v. 15, n. 6, p. 657-670, nov./dec. 2004.

WOOD JR, Thomaz; PICARELLI FILHO, Vicente. **Remuneração e carreira por habilidades e por competências: preparando a organização para a era das empresas de conhecimento intensivo**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.