

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP**

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

FERNANDA RUANO FERREIRA

**REMUNERAÇÃO DOS DIRETORES EM EMPRESAS
LISTADAS NA B3: UMA ANÁLISE DE INDICADORES DE
DESEMPENHO FINANCEIRO**

São Paulo

2019

FERNANDA RUANO FERREIRA

**REMUNERAÇÃO DOS DIRETORES EM EMPRESAS
LISTADAS NA B3: UMA ANÁLISE DE INDICADORES DE
DESEMPENHO FINANCEIRO**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio
Álvares Penteado - FECAP, como requisito para
obtenção de título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio

São Paulo

2019

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho
Pró-Reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação

FICHA CATALOGRÁFICA

F383r	<p>Ferreira, Fernanda Ruano</p> <p>Remuneração dos diretores em empresas listadas na B3: uma análise de indicadores de desempenho financeiro/ Fernanda Ruano Ferreira. - - São Paulo, 2019.</p> <p>21 f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio</p> <p>Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração com Ênfase em Finanças.</p> <p>1. Governança corporativa – Brasil. 2. Padrões de desempenho – Cargos e funções. 3. Salários – Gênero.</p> <p style="text-align: right;">CDD 658.4</p>
-------	--

Bibliotecária responsável: Iruama de O. da Silva, CRB-8/10268.

FERNANDA RUANO FERREIRA

**REMUNERAÇÃO DOS DIRETORES EM EMPRESAS LISTADAS NA B3:
UMA ANÁLISE DE INDICADORES DE DESEMPENHO FINANCEIRO**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Humberto Gallucci Netto
UNIFESP

Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 31 de Agosto de 2019.

Às pessoas queridas que me
acompanharam nesses últimos dois anos
que, direta ou indiretamente, contribuíram
para a finalização desse trabalho.

Agradecimentos

Tive perto de mim pessoas muito especiais que me apoiaram muito ao longo desses 2 anos.

Agradeço à todos os professores do programa de Mestrado em Administração da Fecap, por todos os ensinamentos transmitidos ao longo do curso.

Agradeço aos meus pais, por todos os tipos de suporte e incentivo para continuar e terminar o curso.

Agradeço aos meus colegas de turma, pela troca de conhecimento, pelos grupos de estudo e pelas reuniões para estudar aos sábados de manhã, em especial à Iasmim, mulher incrível que eu conheci nesse mestrado e espero levar para a vida, por ter me apoiado nos estudos desde o primeiro bimestre. Esse trabalho teve uma parcela dela, e eu vou guardar isso com muito carinho.

Agradeço ao meu namorado, Fabio, por toda a paciência, carinho e suporte. Eu sei que não foi fácil.

Agradeço aos meus colegas de trabalho mais próximos por toda a torcida para que tudo desse certo.

Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio e aos professores da banca da qualificação por todas as contribuições, em especial, ao Prof. Dr. Humberto Gallucci Neto, por ter disponibilizado informações importantes para a pesquisa.

Sem o conjunto de todas essas pessoas, a jornada teria sido muito mais difícil. Obrigada!

Remuneração dos diretores em empresas listadas na B3: Uma análise de indicadores de desempenho financeiro

Fernanda Ruano Ferreira

Mestre em Administração

E-mail: fernanda_ruano_ferreira@hotmail.com

Resumo

O principal objetivo do presente artigo é investigar a possibilidade de correlação entre tamanho e performance econômica da firma em comparação à remuneração média dos diretores. A análise observa dados de 264 empresas listadas na B3, e contempla o período de 2009 até 2016. Entre os principais resultados, foram encontradas uma relação positiva entre a remuneração e o desempenho financeiro e entre a remuneração e o tamanho da firma.

Palavras-chave: Remuneração de executivos. Desempenho. Tamanho da empresa. Gênero.

Abstract

The main objective of this article is to investigate the possibility of correlation between size and economic performance of the firm compared to the average compensation of the directors. The analysis shows data from 264 companies listed in B3, and covers the period from 2009 to 2016. Among the main results, we found a positive relevance between compensation and financial performance and between compensation and firm size.

Key-words: Remuneration of executives. Performance. Company size. Genre

1 Introdução

A necessidade de aumentar o nível de Governança Corporativa a fim de elevar a confiabilidade transmitida aos acionistas por meio da divulgação de informações levou à maior transparência de resultados e valores da companhia (Silva & Chien, 2013). A necessidade de obter maior conhecimento sobre a remuneração dos executivos e membros do conselho ganhou força após a divulgação de casos críticos envolvendo a participação dos gestores, iniciando um debate sobre a relação entre os acordos feitos pelas empresas de capital aberto e a remuneração dos administradores (Fernandes N. , 2005); (Hall & Liebman, 1998).

De acordo com Silva e Chien (2013), esse cenário favoreceu o surgimento e avanço de pesquisas e estudos que buscam avaliar a relação e relevância da remuneração dos membros do conselho ou diretoria em comparação ao tamanho ou desempenho financeiro da firma. Os primeiros estudos tiveram origem na literatura internacional, e vem avançando para o Brasil à medida que aumentam as informações disponíveis. Os mesmos autores ainda indicam que embora os resultados encontrados sejam controversos, a grande maioria sugere que as companhias que apresentam melhor remuneração aos executivos apresentam desempenho superior.

No Brasil, favorecido pela Instrução 480 da CVM, a obrigatoriedade da publicação de informações sobre a remuneração contribuiu para o surgimento de diversos estudos sobre o tema (Aguilar & Pimentel, 2017; Silva & Chien, 2013). Da mesma maneira que as pesquisas internacionais, as investigações utilizando dados de empresas brasileiras também apresentam dados controversos, entretanto, sugerem uma relação positiva entre remuneração e desempenho.

Este trabalho tem como objetivo identificar se a remuneração média dos administradores exerce alguma influência no desempenho financeiro da companhia ou no tamanho das empresas a partir de 2009, ano no qual passou a existir a obrigatoriedade de divulgação das informações sobre as companhias através do Formulário de Referência na CVM. Este estudo se diferencia das demais pesquisas sobre remuneração executiva no Brasil ao abranger um período grande, de 2009 até 2016 e espera-se que os resultados encontrados contribuam para as pesquisas acadêmicas voltadas para o cenário nacional. Além disso, destaca-se pela importância de discutir questões de gênero no meio acadêmico.

O estudo está estruturado da seguinte forma: a próxima seção apresenta a revisão de literatura; em seguida são apresentados os dados e metodologia empregados na pesquisa; por fim, serão apresentadas as análises e principais conclusões.

2 Revisão de Literatura

Jensen e Meckling (1976) analisam a relação entre os executivos e os acionistas na chamada Teoria da Agência, na qual o principal (acionista) e o agente (executivo) observam seus interesses alinhados por meio da remuneração a fim de gerar maior motivação aos executivos e, conseqüentemente, obter desempenho superior. Nesse sentido, a Teoria da Agência prevê que a remuneração oferece incentivos ao executivo para que eles implementem ações visando o aumento da riqueza dos acionistas (Jensen & Murphy, 1990). De acordo com Wallace (1997), os planos de remuneração aos executivos são um método para atenuar os

conflitos de agência por meio da oferta de incentivos para que os administradores tomem decisões que estarão em conformidade com os interesses dos acionistas.

2.1 Remuneração dos executivos

O aumento da remuneração dos executivos despertou a atenção para estudos e debates sobre a remuneração e bônus dos administradores e executivos, principalmente após alguns escândalos ligados ao ambiente corporativo e a relevância que os gestores tiveram nos principais casos (Fernandes N. , 2005). O objetivo foi aumentar a transparência das empresas e melhorar o nível de Governança Corporativa, além de estabelecer maior confiança e conforto aos investidores (Silva & Chien, 2013).

Os estudos iniciais sobre a relação entre a remuneração do conselho e executivos e o desempenho financeiro da firma foram desenvolvidos nos Estados Unidos. A partir de 1992, a divulgação das informações referentes à remuneração dos cinco maiores executivos das companhias passou a ser obrigatória na SEC – US Securities and Exchange Commission (Conyon & Murphy, 2000), possibilitando que estudos ligados ao tema pudessem ser feitos com maior efetividade.

Nesse contexto, Wallace (1997) analisa se os gestores tomam decisões consistentes com os incentivos das novas medidas baseadas em renda residual e observa evidências que comprovam que existe uma relação entre as medidas de desempenho e as ações tomadas pelos executivos da firma. Murphy (1985) coletou dados de 5.000 executivos das maiores empresas de capital aberto dos Estados Unidos entre 1964 e 1981 a fim de examinar a relação entre o desempenho financeira da firma e a remuneração da gerência. Os dados coletados focam nos executivos individualmente além de apresentar os efeitos do desempenho nos seis tipos de remuneração – Salário, Bônus, Salário com Bônus, Compensação Diferida, Valor das Opções de Ações e Compensação Total. Como resultado, a remuneração mostrou-se positivamente e fortemente correlacionada com o desempenho financeiro medido pelo retorno do acionista e crescimento nas vendas da empresa.

Os estudos econométricos que avaliam o tamanho da firma levam em conta que esse é um fator determinante da remuneração dos executivos e o desempenho assume um papel minoritário para a remuneração (Murphy, 1984). O trabalho de Baker, Jensen, e Murphy (1988) enfatiza a ideia de que existe uma relação de causalidade entre o tamanho da firma e a remuneração dos diretores e CEO, refletindo, portanto, mais do que as suas habilidades.

Há estudos que fazem uma comparação entre dois mercados. Conyon e Murphy (2000) promoveram uma comparação da remuneração dos principais executivos das companhias dos

Estados Unidos e Reino Unido. Nos dois mercados existe a obrigatoriedade de divulgar as informações detalhadas sobre a remuneração, e os mercados de capitais e economias subjacentes são semelhantes, entretanto, observaram-se diferenças ao observar o tamanho da firma e o desempenho financeiro, apresentando maior evidência das maiores empresas e nas companhias financeiras.

Na mesma linha comparativa, Kaplan (1994), estuda o mercado americano e japonês. Diferentemente dos conceitos trazidos por Conyon e Murphy (2000), o mercado japonês difere do americano em muitos aspectos. Kaplan buscou explorar a relação entre a rotatividade dos executivos e remuneração do crescimento das empresas, incluindo lucro, retorno das ações e evolução das vendas. Os resultados encontrados mostram que nos dois países, a remuneração dos executivos está positivamente correlacionada com o desempenho financeira e retorno das ações.

Fora do mercado americano, Fernandes (2005) examina as empresas da Bolsa de Valores de Portugal. Da mesma forma que maioria dos países europeus, o sistema português é composto apenas por diretores executivos e diretores não executivos, sistema de conselho unitário, no qual os executivos cuidam de tarefas administrativas ligadas ao dia-a-dia da organização, enquanto os demais diretores acompanham e monitoram os processos, ou seja, a administração da companhia é concentrada em apenas um órgão (Millet-Reyes & Zhao, 2010). No caso do estudo, o tamanho da firma teve maior relação com a remuneração do que o desempenho financeiro, sugerindo que existe uma relação desconexa entre os administradores e os interesses dos investidores e acionistas.

De acordo com Jensen, Murphy e Wruck (2004), a remuneração dos executivos nos Estados Unidos possui quatro componentes básicos: salário-base, bônus anual vinculado ao desempenho financeiro (contábil), planos de incentivos e *stock options* (Beuren, Silva, & Mazzioni, 2014). No Brasil, a adoção da metodologia de planos de incentivos baseados em ações para os executivos teve início na década de 1970, sob influência de empresas americanas instaladas no Brasil e expresso no artigo 168, da Lei nº 6.404/76 (Nunes & Marques, 2005).

No contexto brasileiro, a maioria dos estudos sugere que companhias que melhor remuneram seus executivos apresentam valor e desempenho superiores (Silva & Chien, 2013).

Assim como nos Estados Unidos, a legislação brasileira aplicou medidas com a finalidade de fortalecer o nível de Governança Corporativa e aumentar a transparência das companhias para o mercado, acionistas e investidores. A partir de 2009, a Instrução 480 promulgada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) estabeleceu a obrigatoriedade da

publicação de dados sobre remuneração de executivos no Formulário de Referência (Aguiar & Pimentel, 2017); (Silva & Chien, 2013).

Os principais estudos cuja abordagem é o foco do presente estudo, ou seja, relação entre remuneração de executivos e desempenho empresarial apresentaram resultados semelhantes. Beuren, Silva e Mazzioni (2014), não encontraram nenhuma correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro da empresa, porém, observaram que há relação positiva entre o tamanho da empresa e remuneração dos gestores. Silva e Chien (2013) também não encontraram evidências de que as empresas que remuneram melhor os seus executivos tem maior desempenho operacional ou valor de mercado. Para Funchal e Terra (2006) e Krauter (2009), o desempenho também não é uma variável significativa para a remuneração dos executivos. Já Camargos, Helal e Boas (2007) analisaram uma amostra menor contendo apenas as empresas brasileiras listadas de capital aberto que tem American Depositary Receipts (ADRs), e encontraram uma relação positiva entre remuneração e desempenho financeiro.

No estudo de Fernandes e Mazzioni (2015), os autores buscaram observar apenas as empresas brasileiras do setor financeiro. De acordo com Wright e Matolcsy (2011), a remuneração dos executivos do setor financeiro apresenta diferenças consideráveis quando comparada aos demais setores. Ao analisar a remuneração total dos executivos, os autores não observaram nenhuma correlação significativa entre remuneração e desempenho financeiro. No entanto, ao observar a remuneração fixa, os resultados apresentaram correlações fortemente significativas. Utilizando como variável explicativa o fator família, Santos e Silva (2018) observam a remuneração dos executivos sob enfoque familiar de 110 empresas brasileiras, ou seja, se a empresa é classificada como familiar ou não, baseando-se no controle e na gestão. A partir desse estudo, foi possível verificar que as empresas familiares possuem uma menor remuneração total e variável em comparação às empresas não familiares. Isso se deve à maior concentração dos objetivos organizacionais da empresa aos interesses da família e ao alinhamento de interesses de forma mais natural.

2.2 Participação de mulheres em cargos executivos

A participação de mulheres em cargos executivos nos Estados Unidos teve um crescimento significativo nos últimos anos (Huang & Kisgen, 2011). Na medida em que a demografia se tornou mais diversificada, os cargos administrativos ganharam uma representação maior das mulheres e, ao observar o desenvolvimento da presença das mulheres, espera-se que exista um aumento de 40% no número de mulheres e minorias em cargos elevados (Catalyst, 2019; European Commission, 2012).

As disparidades de gênero obrigaram alguns países europeus a instituir cotas para as mulheres nos conselhos em companhias de capital aberto (Christiansen, Lin, Pereira, Topalova, & Turk, 2016). Estudos recentes acreditam que a diversidade de gênero em cargos elevados pode melhorar o desempenho financeiro das empresas, além de gerar heterogeneidade nos valores, atitudes e crenças e aumentar a quantidade de perspectivas durante o processo de tomada de decisão, por estimular o pensamento crítico (Christiansen, Lin, Pereira, Topalova, & Turk, 2016).

Entretanto, os resultados ainda são inconclusivos. McKinsey (2007) encontrou uma relação positiva entre a representação das mulheres no conselho e a *performance* corporativa ao analisar as companhias da *Fortune 500*. Perryman, Fernando, & Tripathy (2015) constataram que as empresas com maior diversidade de gênero apresentam menor risco de mercado e apresentam uma *performance* financeira melhor, ao observar o período de 1992 a 2012 e 2.564 empresas. Khana e Vieito (2013) também observaram o risco de mercado e notaram que empresas cujos CEOs são mulheres é menor em relação às empresas com CEOs homens de empresas americanas. Krishnan e Park (2004) encontraram uma relação positiva entre a proporção de mulheres nas equipes de alta gerência e a *performance* financeira. Foram analisadas 679 empresas da *Fortune 1000* de 1998.

Ao contrário de grande parte dos achados, Ahern e Dittmar (2012), estudaram o mercado norueguês e encontraram que devido às cotas, houve uma queda significativa nos preços das ações e uma queda na variável Q de Tobin nos anos subsequentes ao anúncio da lei. Adams e Ferreira (2009) também encontraram um efeito negativo da diversidade de gênero na *performance* financeira. Retz e Henrekson (2000), por sua vez, estudaram uma amostra de 4.200 empreendedores suecos, sendo apenas 405 mulheres. Os autores encontraram algumas diferenças sistemáticas entre empresas chefiadas por homens e mulheres, mas não identificaram nenhuma evidência de desempenho feminino nos casos observados.

2.3 Desempenho organizacional

Nos últimos anos houve uma preocupação crescente sobre os sistemas de avaliação da *performance* financeira nas empresas e das possibilidades de melhoria da rentabilidade. Essa preocupação acompanhou um crescimento da quantidade de teorias envolvendo o tema, majoritariamente nos Estados Unidos e Europa Ocidental (Buhovac & Groff, 2012). No modelo norte-americano, a remuneração é formada por quatro componentes básicos: salário-base, bônus anual vinculado ao desempenho financeiro (contábil), planos de incentivos e *stock options* (Jensen, Murphy, & Wruck, 2004). No Brasil, a implantação de planos de incentivos

ocorreu na década de 1970, incentivada por executivos oriundos de empresas norte-americanas (Nunes & Marques, 2005). Há alguns estudos que questionam se a adoção de planos de incentivo maximiza o resultado da empresa ou induzem a um comportamento oportunista dos executivos e administradores da empresa, em prol do retorno de um grupo de acionistas, conforme estudos conduzidos por (Bartov & Mohanram, 2004). Nesse sentido, a contabilidade tem papel fundamental no controle e monitoramento do desempenho dos executivos e administradores da empresa (Watts & Zimmerman, 1990).

Reforça-se que o objetivo do estudo é investigar e analisar a influência da remuneração média dos administradores em relação ao desempenho financeiro e tamanho das empresas em um determinado período de tempo.

Para atingir o objetivo principal desse estudo, definiram-se as seguintes hipóteses de pesquisa em relação ao desempenho financeiro:

H1: A remuneração dos executivos está positivamente relacionada ao desempenho das empresas.

H2: A remuneração dos executivos está positivamente relacionada ao tamanho das empresas.

3 Metodologia

3.1 Procedimentos para coleta de dados e amostra

O estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva de natureza quantitativa com fontes de dados documental. As informações contábeis foram retiradas a partir da base de dados existente no Economática®. Já as informações sobre a remuneração dos executivos foram retiradas do endereço eletrônico da CVM e da B3.

A população da pesquisa compreendeu empresas de capital aberto, com registro na CVM ativo entre 2009 e 2016, que publicavam informações periodicamente sobre a remuneração do Conselho de Administração, no Formulário de Referência, exigido pela Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e com informações contábeis disponíveis no Economática®, totalizando 264 empresas em diversos níveis de governança corporativa e grupos econômicos, e 1.916 observações.

Assume-se como variável dependente a remuneração média anual dos membros do Conselho de Administração. Para o cálculo utilizou-se o total da remuneração (fixa e variável) disponibilizada no ano, dividida pela quantidade de membros.

O estudo utiliza dois grupos distintos para a variável independente: i) tamanho da firma – medido pelo patrimônio líquido anual; e, ii) o indicador do desempenho contábil do retorno

sobre patrimônio líquido (ROE), duas variáveis *dummy*, sendo uma de gênero e uma de novo mercado, além de uma variável de controle, medida pelo lucro líquido anual.

3.2 Descrição do Modelo de Regressão

Para investigar as hipóteses de pesquisa, foi desenvolvido um modelo de regressão, segundo a equação 1:

$$RM_{it} = \alpha + \beta_1 ROE + \beta_2 TAM + \beta_3 GEN + \beta_4 NM + \varepsilon_i$$

Onde:

itRM = logaritmo da remuneração média do conselho de administração, da empresa i, em determinado período de tempo t;

ROE = variável de desempenho que indica o retorno sobre o patrimônio, da empresa i, em determinado período de tempo t;

TAM = variável de tamanho que é medida pelo patrimônio líquido, da empresa i, em determinado período de tempo t;

NM = uma variável *dummy*, para a qual será atribuído 1 para novo mercado e 0 para os demais níveis de governança corporativa;

GEN = uma variável *dummy*, para a qual será atribuído 1 para feminino e 0 para masculino;

ε = termo de erro da regressão da empresa i, em determinado período de tempo t.

4 Resultados

Com o objetivo de caracterizar a amostra investigada, apresenta-se a estatística descritiva. No que se refere às variáveis *dummy*, de uma amostra contendo 1916 observações, 42,22% pertenciam ao novo mercado e apenas 29% tinham pelo menos uma mulher na diretoria. Madalozzo (2011) e Lazzaretti, Godoi e Camilo (2012) fizeram um estudo focado apenas na participação das mulheres como CEOs e nos Conselhos de Administração em 2007 e 2010, respectivamente, e em ambos os estudos, foi identificado um percentual menor de mulheres nesses cargos, apresentando uma evolução nesse sentido.

Na tabela 1, apresenta-se a estatística descritiva contendo média, mediana, desvio padrão e mínimo e máximo das variáveis dependentes e independentes.

Tabela 1
Estatísticas descritivas referentes à variável dependente e às independentes.

Variáveis		Média	Mediana	D.P.	Mínimo	Máximo
Dependente	RM/mil	2.280	1.257	4.373	33	82.402
	PL/milhão	464,90	1,32	5230,00	-582,70	159500
Independente	LL/milhão	0,46	0,06	3,00	-44,21	37,81
	ROE*milhão	577	70069	2885000	-63570000	70420000

As medidas de desempenho utilizadas nesse estudo revelam que a média do patrimônio líquido e retorno do ativo das empresas pesquisadas estão positivos (464,90 e 577 por milhão, respectivamente). Em relação ao PL, ele está disperso entre as empresas a cada 5.230 milhões, e constatou-se um valor máximo entre as empresas estudadas de 159.500. Enquanto o ROE apresentou dispersão entre as empresas de 2.885.000 e um valor máximo de 70.420.000.

Para a especificação da equação, foram estimadas regressões por mínimos quadrados ordinários agrupados, já que ao observar a estatística descritiva dos dados coletados, notou-se uma baixa variação na presença de mulheres na diretoria e na movimentação no âmbito da Governança Corporativa para o Novo Mercado. Além disso, não havia objetivo de demonstrar causalidade entre as variáveis dependente e independente. Para rodar a regressão no Gretl, alguns valores coletados na amostra apresentaram uma variação muito elevada, então, para otimizar a análise, o patrimônio líquido e o lucro líquido foram divididos por 1 milhão, o ROE foi multiplicado por 1 milhão e a remuneração média foi dividida por mil.

A estimação dos modelos de regressão e análise dos resultados é dividida em duas tabelas, cada uma com uma variável independente adotada (patrimônio líquido e ROE), relacionada à variável dependente (remuneração média), com a variável de controle (lucro líquido) e com as *dummies* de gênero e de novo mercado. Na tabela 2, são apresentados os modelos sem e com a variável de controle, utilizando Patrimônio Líquido como variável independente.

Tabela 2

Regressão sem a variável de controle e com a variável de controle, como variável independente o Patrimônio Líquido.

Variáveis	Remuneração média (dividido por mil)			
	1º modelo		2º modelo	
	Coefficiente	Significância	Coefficiente	Significância
Constante	1573,77	0,00***	1459,01	0,00***
PL/ 1 milhão	0,02	0,16	-0,03	0,33
Dummy Feminino	-182,71	0,67	-486,81	0,33
Novo Mercado	1774,39	0,00***	1790,95	0,00***
LL/ 1 milhão	-	-	485,58	0,12
R2		0,03		0,14
Teste F		0,004		0,0022

Analisando os resultados dos modelos, observam-se resultados semelhantes para a regressão com e sem a variável controle lucro líquido. Por esse motivo, serão comentados apenas os resultados do segundo modelo da tabela 2. Identifica-se que as estimações não se mostraram significativas (significância do teste F inferior a 0,05), R-quadrado com uma correlação fraca (0,14) e p-valor de 0,33 para o PL, confirmando a hipótese de que a remuneração dos executivos está positivamente relacionada ao tamanho da empresa. Nota-se que, nesse modelo, a *dummy* de novo mercado foi significativa a 1%, podendo significar que empresas com maiores níveis de governança corporativa têm tamanho maior, indo ao encontro do trabalho de Silva e Chen (2013) e Aguiar e Pimentel (2016), e ao contrato dos achados de Bauren (2013), que apresentaram níveis de significância superior a 0,05. Os achados evidenciam que primeira hipótese de que a remuneração está positivamente relacionada ao tamanho das empresas é verdadeira.

Na tabela 3, são apresentados os modelos com e sem a variável de controle, utilizando ROE como variável independente.

Tabela 3

Regressão sem a variável de controle e com a variável de controle, como variável independente o ROE.

Variáveis	Remuneração média (dividido por mil)			
	1º modelo		2º modelo	
	Coefficiente	Significância	Coefficiente	Significância
Constante	1582,26	0,00***	1452,17	0,00***
ROE*1 milhão	0	0,35	0,00	0,53
Dummy Feminino	-169,08	0,69	-505,94	0,32
Novo Mercado	1769,34	0,00***	1793,72	0,00***
LL/ 1 milhão	-	-	469,99	0,12
R2		0,03		0,14
Teste F		0,00		0,00

Para a regressão com a variável independente ROE, também foram observados resultados semelhantes com e sem a variável de controle. Dessa forma, serão comentados os resultados do segundo modelo da tabela 3. Semelhante ao teste com o PL, as estimações não se mostraram significativas (significância do teste F inferior a 0,05) e R-quadrado apresentou uma correlação fraca (0,14). O p-valor apresentou um resultado maior em relação ao PL (0,53), evidenciando a segunda hipótese de que a remuneração está positivamente relacionada ao desempenho das empresas. Nesse modelo, a *dummy* de novo mercado também foi significativa a 1%, ressaltando que empresas de novo mercado tem um desempenho superior.

5 Conclusão

Confirmando as pesquisas de Conyon e Murphy (2000), Fernandes (2005) e Beuren, Silva, Mazzioni (2014), foram encontradas evidências que confirmava a primeira hipótese de pesquisa, de que existe uma correlação positiva entre o tamanho das empresas e a remuneração dos diretores. No entanto, também foi encontrada uma correlação positiva entre desempenho financeiro e remuneração dos diretores, evidenciando a segunda hipótese e os trabalhos de Kaplan (1994), Fernandes (2005) e Camargos, Helal e Boas (2007).

Os achados também contrariam algumas pesquisas, como Funchal e Terra (2006) e Krauter (2009), além de Silva e Chien (2013), que não encontraram nenhuma correlação entre as variáveis ao estudar o cenário do mercado brasileiro.

Ao observar a *dummy* de mulheres usada para o estudo, nota-se que ela não foi significativa em nenhum modelo. Isso se deve ao baixo número de mulheres em cargos

executivos e à baixa variação, ou seja, entrada e saída de mulheres nesses cargos, ao longo do período estudado, inviabilizando a análise adequada dessa variável no modelo.

Como sugestão para estudos empíricos futuros, recomenda-se analisar outros tipos de indicadores de desempenho financeiro da empresa, abrir a remuneração dos executivos, fazendo a diferenciação entre a parte fixa e a variável, além de fazer análises divididas por setor, já que existem diferentes níveis de remuneração para cada setor, principalmente o financeiro. Para a questão dos estudos relacionados ao gênero, recomenda-se fazer um estudo com um período menor, ou de cada ano separadamente, já que a variação nos oito anos estudados foi pequena.

Referências

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309. Recuperado de <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Aguiar, A. B., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: Relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545-568. doi: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- Aherm, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137-197. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/41337208>
- Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: Practice vs. theory. *The Journal of Finance*, 43 (3). Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/2328185>
- Bartov, E., & Mohanram, P. (2004). Private information, earnings manipulations, and executive stock-option exercises . *The Accounting Review*, 79(4), 889-220. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/4093080>
- Beuren, I. M., Silva, M. Z., & Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. *Revista de Administração FACES Journal*, 13(2), 8-25. doi: <http://dx.doi.org/10.21714/1984-6975FACES2014V13N2ART1556>
- Buhovac, A. R., & Groff, M. Z. (2012). Contemporary performance measurement systems in central and eastern Europe: A synthesis of the empirical literature. *Journal of East European Management Studies*, 17(1), 68-113. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10419/84139>
- Camargos, M. A., Helal, D. H., & Boas, A. P. (2007). Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. *Encontro Nacional de Engenharia de Produção*, 27, Foz do Iguaçu, PR, Brasil. Recuperado de http://www.abepro.org.br/biblioteca/enegep2007_tr590444_9879.pdf

- Catalyst. (2019). *Missing pieces report: The 2018 board diversity census of women and minorities on fortune 500 boards*. Recuperado de: www.catalyst.org
- Christiansen, L., Lin, H., Pereira, J., Topalova, P., & Turk, R. (2016). Gender diversity in senior positions and firm performance: Evidence from Europe (*IMF Working Paper*). Recuperado de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1650.pdf>
- Canyon, M. J., & Murphy, K. J. (2000). The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal*, 110(467), 640-671. doi <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00577>
- European Commission (2012). *Women in economic decision-making in the EU: Progress Report*. Luxemburgo: Luxembourg: Publications Office of the European Union. Recuperado de <https://publications.europa.eu/s/mWek>
- Fernandes, F. C., & Mazzioni, S. (2015). A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. *Revista ContabilidadeVista & Revista*, 26(2), 41-64. Recuperado de <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/2343>
- Fernandes, N. (2005). Board Compensation and Firm Performance: The Role of “Independent” Board Members. *ECGI Finance Working Paper*, 18(1), 30-44. doi <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2007.02.003>
- Funchal, J. A., & Terra, P. R. (2006). Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. Encontro Nacional de Pesquisas em Administração, 30, Salvador, BA, Brasil.
- Hall, B. J., & Liebman, J. B. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 653–691. doi <https://doi.org/10.1162/003355398555702>
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2011). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 118(3), 822–839. doi <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.005>
- Instrução n. 480, de 7 dezembro de 2009 *Comissão de valores mobiliários*. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. doi [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy*, 98(2), 225-264. doi <https://www.jstor.org/stable/2937665>
- Jensen, M. C., Murphy, K. J., & Wruck, E. G. (2004). Remuneration: Where we’ve been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. (Working Paper No. 44) *ECGI Working Paper Series in Finance*.
- Kaplan, S. N. (1994). Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy*, 102(3), 510-546. Recuperado de: <https://www.jstor.org/stable/2138621>

- Khana, W. A., & Vieito, J. P. (2013). Ceo gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, Volume 67, 55-66. doi <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.01.003>
- Krauter, E. (2009). *Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: Um estudo com empresas industriais brasileiras* (Tese Doutorado) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. doi 10.11606/T.12.2009.tde-29052009-092957
- Krishnan, H. A., & Park, D. (2004). A few good women: On top management teams. *Journal of Business Research*, 58(12), 1712-1720. doi <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2004.09.003>
- Lazzaretti, K., Godoi, C., & Camilo, S. (2012). Desigualdade de gênero nos conselhos de administração das empresas brasileiras: Uma análise à luz do fenômeno do Teto de Vidro. *Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, 36, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. Recuperado de http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2012_GPR951.pdf
- Madalozzo, R. (2011). CEOs e composição do conselho de administração: A falta de identificação pode ser motivo para existência de teto de vidro para mulheres no Brasil? *Revista de Administração Contemporânea*, 15(1), 126-137.
- McKinsey. (2007). *Women matter: Gender diversity, a corporate performance driver*. McKinsey & Company, Inc.
- Millet-Reyes, B., & Zhao, R. (2010). A comparison between one-tier and two-tier board structures in France. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21(3), 279-310. Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1467-646X.2010.01042.x>
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration. *Journal of Accounting and Economics*, 15(1) 11-42. doi <http://dx.doi.org/10.1590/S1415-65552011000100008>
- Nunes, A. d., & Marques, J. A. (2005). Planos de incentivos baseados em opções de ações: Uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC. *Revista de Contabilidade e Finanças USP*, 16(38), 57-73. doi <https://doi.org/10.1590/S1519-70772005000200006>
- Perryman, A. A., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2015). Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk and executive compensation. *Journal of Business Research*, 69(2), 579-586. doi <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.05.013>
- Rietz, A., & Henrekson, M. (2000). Testing the female underperformance hypothesis. *Small Business Economics*, 14(1). 1-10. doi <https://doi.org/10.1023/A:1008106215480>
- Santos, T. R., & Silva, J. O. (2018). A influência da família tem algum efeito? Análise da remuneração dos executivos das empresas familiares e não familiares. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12. doi <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2018.148149>

- Silva, A. L., & Chien, A. C. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(14), 481-502. Recuperado de: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/27079/remuneracao-executiva--valor-e-desempenho-das-empresas-brasileiras-listadas/i/pt-br>
- Wallace, J. S. (1997). Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for? *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 275-300. doi [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00009-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00009-3)
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156. Recuperado de: <https://www.jstor.org/stable/247880>
- Wright, A., & Matolcsy, Z. P. (Setembro de 2011). CEO compensation structure and firm performance. *Accounting and Finance*, 51(3), 745-763, doi <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00363.x>