

Beatriz da Silva Pereira, Viviane Theiss, Rogério João Lunkes,
Darci Schnorrenberger, Valdirene Gasparetto

Universidade Federal de Santa Catarina, UFSC, Brasil
Programa de Pós-Graduação em Contabilidade

O objetivo deste estudo é verificar a relação entre as características observáveis e remuneração do diretor presidente de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Para atingir este objetivo foram analisadas as informações referentes as características do executivo principal como, idade, tempo no cargo, formação, cargo anterior e dualidade e relacionada com a remuneração do executivo principal das empresas listadas na BM&FBOVESPA, entre os anos de 2010 a 2014. Os resultados mostram que quanto maior o tempo no cargo maior a remuneração do CEO. Mostram também, que CEOs com formação acadêmica melhor recebem, em média, mais do que aqueles com menores níveis estudo. Tanto executivos contratados exclusivamente para o cargo quanto os que não acumulam as funções de diretor presidente e presidente do conselho ganham em média mais do que os executivos de carreira na empresa e, os que exercem tanto a presidência da empresa quanto a do conselho de administração.

Palavras-chave: Teoria dos Escalões Superiores, características observáveis, remuneração.

Relationship Between Observable Characteristics of CEOs and Their Salary

The objective of this study is to verify the relationship between the observable characteristics of CEOs working for companies listed in Sao Paulo Stock Exchange and their salary. To achieve this goal, we collected and analyzed information about the CEOs: age, time on the job, training, previous position and duality, as well as CEOs' salary in the companies trading on the BM & FBOVESPA between 2010- 2014. The results showed that the longer a person works as CEO, the higher the salary. They also showed that CEOs with a better academic background receive, on average, a higher salary than less-educated CEOs. Executives hired exclusively for that position and those who do not perform the functions of CEO and chairman of the board earn, on average, more than corporate executives in the company and more than those who are CEOs and chairman of the board at the same time.

Keywords: Hierarchy Theory, observable characteristics, salary.

Relación entre las características observables de los CEO y su salario

El objetivo de este estudio es constatar la relación que existe entre las características observables de los directores ejecutivos de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de São Paulo y el sueldo que reciben. Para esto, se analizó la información y características de los directores ejecutivos como: edad, tiempo en el cargo, educación, cargo anterior y dualidad, así como su relación con el salario del ejecutivo principal de las empresas que cotizan en la BM&FBOVESPA, entre los años 2010-2014. Los resultados mostraron que cuanto mayor tiempo tenga en ese cargo, mayor es el salario del CEO. También muestra que los CEO con una mejor formación académica reciben, en promedio, un mayor salario que aquellos con menores niveles de estudio. Los ejecutivos contratados exclusivamente para el cargo y los que no desempeñan las funciones de director ejecutivo y presidente del consejo ganan, en promedio, más que los ejecutivos de carrera en la empresa y más que los que ejercen la presidencia de la empresa y del consejo administrativo al mismo tiempo.

Palabras clave: Teoría de los Escalones Superiores, características observables, salario.

1. Introdução

Estudios sobre a estratégia têm buscado teorias que forneçam respostas ao desempenho empresarial (Hoskisson, Hitt, Wan & Yui, 1999; Serra, Serra & Tomei, 2014). A teoria mais comumente utilizada para explicar as diferenças no desempenho entre as organizações é a perspectiva da Visão Baseada em Recursos - VBR (Barney, 1991; Oyadomari, De Mendonça Neto, Cardoso & Lima, 2008). A premissa principal da VBR é que os recursos e competências únicos de cada organização fornecerão vantagem competitiva para as empresas (Barney, 1991).

As empresas apresentam resultados diferentes por possuírem recursos diferentes, no entanto, não existe um modelo pré-estabelecido que determine que a soma de determinados fatores resultará numa melhor *performance* organizacional. Sabe-se que um dos recursos estratégicos associados aos resultados, seja positiva ou negativamente, são os gestores que estão à frente das organizações (Hambrick & Mason, 1984; Carpenter, Geletkanycz & Sanders, 2004; Hambrick, 2007). Essa é a ideia central da Teoria dos Escalões Superiores (TES).

Argumenta-se que a TES é uma teoria estratégica e um dos subcampos da VBR (Hoskisson *et al.*, 1999; Serra,

Serra & Tomei, 2014). A TES afirma que as decisões estratégicas e consequentemente os resultados organizacionais são influenciados pelas características observáveis e cognitivas dos gestores que compõem os altos escalões (Hambrick & Mason, 1984). Isso por que, de acordo com Hambrick (2007), as organizações agem e executam as ações de determinada maneira, conforme as características dos principais executivos. Gênero, idade, experiência, formação (educação), podem ser considerados exemplos de características observáveis e psicológicas estudadas pela TES (Peni, 2014).

Estudios empíricos têm examinado a correlação entre as escolhas estratégicas e seus líderes (Simeon, 2001), a relação entre inovação e as equipes de topo (Gubbins & MacCurtain, 2008), além das contribuições das equipes de gestão para a geração de valor para as organizações (Young, 2005). Entre as métricas utilizadas nos estudos sobre características observáveis e cognitivas dos gestores para a mensuração do desempenho, tem sido empregado o retorno sobre patrimônio (Harjot & Jo, 2009), o lucro (Cho & Hambrick, 2006) e o retorno sobre ativos (Peni, 2014).

Apesar de pouco utilizada a remuneração do executivo pode ser uma métrica relevante na avaliação do desempenho organizacional. De acordo com Finkelstein e

Hambrick (1996), o desempenho da empresa pode ser influenciado pela remuneração recebida pelo CEO e pelos gestores de topo, o contrário também pode ocorrer, o salário dos altos executivos pode ser ponderado pelo desempenho empresarial.

Características como a idade do executivo, podem ser um indicativo para um maior desempenho no caso de gestores mais jovens e de maior remuneração no caso de gestores mais longevos. É o que argumenta Harris (1979) e Hambrick e Mason (1984), principalmente quando comparado com diferentes setores de atuação, no modo de gerenciar a companhia e em atitudes em momentos de assumir riscos.

Maior tempo no cargo e/ou maior experiência na organização, também pode ser considerado um atributo relevante na formação pois o tempo aumenta a interação entre grupos ao longo dos anos de trabalho (Hambrick, Cho & Chen, 1996) e o desenvolvimento de uma estrutura cognitiva mais precisa sobre o que é realizado (Gupta & Govindarajan, 1986).

Uma boa educação/titulação também pode ajudar? O estudo busca identificar qual o nível de formação dos executivos das empresas de capital aberto brasileiras, e em seguida, identificar se esta característica é um indicador que proporciona uma maior remuneração para o executivo. Por envolver o aperfeiçoamento cognitivo da pessoa, atitudes em assumir mais riscos e receptividade na inovação.

Do mesmo modo, antes de definirem seus novos executivos principais, as organizações deveriam buscar encontrar indícios sobre uma eventual relação entre as características do executivo e consequentemente uma maior compensação (Liebersohn & O'Connor, 1972). Finalmente, verificar se os indivíduos que destacam uma dualidade de funções entre a presidência

da diretoria e do conselho administrativo apresentam maior remuneração.

Considerando o exposto, o intuito deste estudo é responder: *qual a relação das características observáveis dos CEOs com a sua remuneração?* Para responder essa questão, tem-se como objetivo averiguar a existência de relação entre características observáveis dos CEOs com a remuneração recebida de empresas listadas na BM&FBOVESPA, entre os anos de 2010 a 2014.

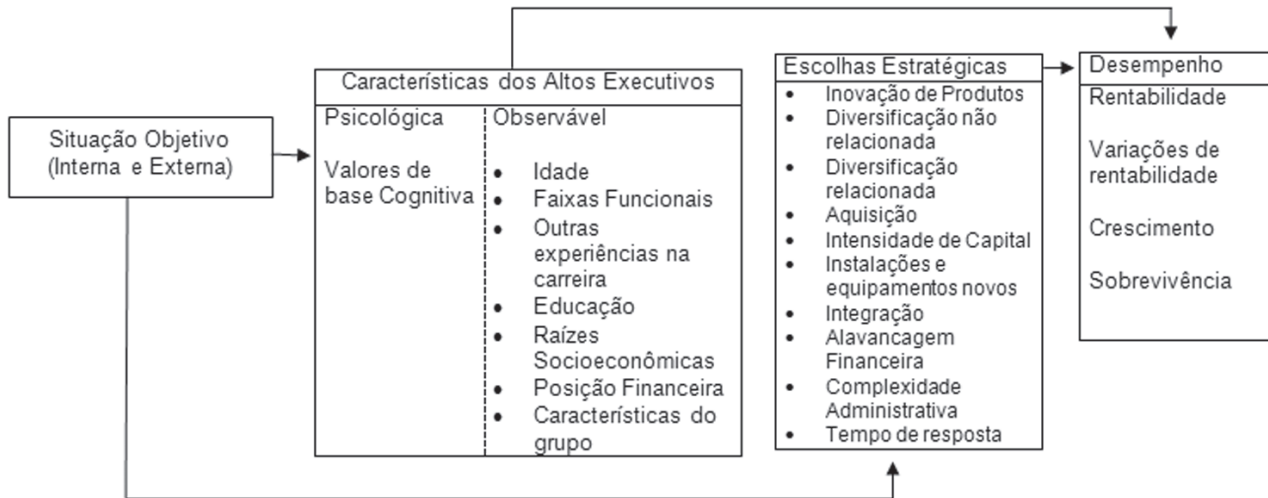
A justificativa desta investigação consiste no caráter interdisciplinar do estudo, ao combinar conhecimentos da controladoria, estratégia e psicologia, além da carência de estudos deste tema em âmbito nacional. Bem como, é relevante estudar se a compensação recebida é influenciada por características observáveis dos CEOs.

2. Teoria dos Escalões Superiores

De acordo com a Visão Baseada em Recursos, as empresas possuem resultados diferentes por possuírem recursos diferentes (Barney, 1991). Desta forma, os recursos e competências únicos de cada entidade são os fatores que determinarão o seu sucesso. Não existe um modelo pré-determinado que defina que a soma de determinados bens garante melhor *performance*, entretanto, sabe-se que os executivos que estão à frente da organização são um recurso (Serra, Serra & Tomei, 2014), que terá como efeito uma maior capacidade de inovação e criatividade (Raja Adzri, Abu Thahir & Maisarah, 2009), esse é o pressuposto da Teoria dos Escalões Superiores (Hambrick & Mason, 1984).

A TES afirma que as organizações são um reflexo de seus gestores de topo e destacam sua grande influência na formulação e adoção das estratégias organizacionais, a fim de alcançar um elevado nível de desempenho corporativo (Díaz, Rodríguez & Simonetti,

Figura 1. Teoria dos Escalões Superiores



Fonte: Adaptado de Carpenter *et al.* (2004).

2015). De acordo com a Teoria, o CEO possui um papel importante, embora esse poder não seja «absoluto» já que depende da cultura empresarial, na maioria das vezes as decisões estratégicas serão influenciadas por seus líderes (Wei & Ling, 2015).

Em sua essência o modelo proposto inicialmente no ano de 1984 pelos pesquisadores Hambrick e Mason demonstrou que as características cognitivas, valores e percepções dos executivos influenciam sua tomada de decisão e consequentemente os seus resultados (Carpenter, Geletkanycz & Sanders, 2004). Os membros que compõem os altos escalões das empresas possuem capacidades sócio cognitivas diferentes entre si, de fundo emocional e lógico adquiridos durante a vida ou de acordo com a genética, algo de difícil replicação, mas que pode ser considerado um recurso que induz heterogeneidade nos setores competitivos (Serra *et al.*, 2014). A Figura 1 apresenta o modelo inicial da TES.

De acordo com o modelo proposto, as características observáveis e cognitivas, além de valores e percepções dos executivos influenciam em suas escolhas e, consequentemente na rentabilidade, continuidade e futuro empresarial (Carpenter, Geletkanycz & Sanders, 2004)

Do mesmo modo, a TES fornece benefícios como, o oferecimento substancial de maior poder de previsão de resultados organizacionais, a possibilidade de servir como base para a seleção e desenvolvimento dos executivos de nível superior e; por fim, o desenvolvimento da capacidade preditiva dos movimentos da concorrência (Hambrick & Mason, 1984). Para isso, é essencial a identificação de características dos altos executivos.

2.1. Características observáveis dos altos executivos

No modelo inicial, as principais características observáveis destacadas foram a idade, experiência e formação (educação), origem e características do grupo (Carpenter, Geletkanycz & Sanders, 2004; Peni, 2014).

No entanto, nos trabalhos posteriores as duas últimas características citadas não foram trabalhadas.

Em relação à idade apesar não estabelecer claramente um limite de idade, a teoria sugere que quanto mais jovem o gestor, melhor será a sua contribuição para a organização. Pesquisas anteriores sugerem que a idade média dos membros da equipe de topo influenciam a gestão empresarial e as atitudes de assumir riscos (Hambrick & Mason, 1984). Gestores com idades mais avançadas tornam-se mais avessos a medidas ousadas e, são mais conservadores no que tange a estratégias arriscadas. Além disso, a estabilidade ao invés de crescimento tende a se tornar o objetivo principal dessas equipes (Hambrick *et al.*, 1996). Hambrick e Mason (1984) argumentam que gestores mais novos são mais propensos a buscar crescimento da empresa por meio de estratégias inovadoras, em um esforço para aproveitar oportunidades percebidas do que os gestores mais velhos. Harris (1979) ainda relata exemplos, como dos executivos de estradas de ferro, por serem mais velhos do que os executivos em outras indústrias são mais propensos de serem *insiders* dessas organizações. Em contraste, a indústria de eletrônicos, em que o cargo de executivo é preenchido por executivos mais jovens com comprimentos relativamente curtos de serviço em suas empresas (Hambrick & Mason, 1984). Lieberon e O'Connor (1972) procuraram determinar os diferentes impactos dos sucessivos presidentes-executivos dentro das empresas. E constou que novos diretores executivos de grandes empresas, predominantemente são promovidos internamente (*insiders*) e muitas vezes são «preparados» pelo executivo-chefe que está de saída.

Em relação à experiência, Hambrick *et al.* (1996) descrevem que períodos mais longos de mandato dos gestores de topo no cargo podem produzir coesão social e compartilhamento de estruturas cognitivas, e esses atri-

butos podem aumentar a socialização entre o grupo e levar a um melhor desempenho empresarial. Os CEOs com maior experiência podem ser mais familiarizados com os mercados organizacionais, tecnologias, pessoas, processos e culturas, e isso pode ajudá-los no desenvolvimento de uma estrutura cognitiva partilhada e mais precisa sobre novos ambientes (Gupta & Govindarajan, 1986). Um maior período de experiência dos gestores do alto escalão pode produzir coesão social e esse atributo pode aumentar a socialização e levar a um melhor desempenho empresarial (Michel & Hambrick, 1992).

Já a educação, em certa medida, serve como um indicador do sistema de valores e preferências cognitivas de uma pessoa, além de ser um fator determinante para mensurar a receptividade de uma inovação (Hambrick & Mason, 1984). Rogers (1995) afirma que executivos com baixos níveis educacionais apresentam um alto índice de aversão a riscos, pois se sentem ameaçados por mudanças, ao contrário de gestores com níveis de instrução altos. Smith, Collins e Clark (2005) encontraram relação indireta entre a educação e o número de novos produtos e serviços, através da capacidade de criação de conhecimento da empresa.

Posteriormente outras características foram incorporadas ao modelo inicial, como a dualidade. Também amparada pela Teoria da Agência, a dualidade do CEO pode ser associada ao aumento no desempenho. Ela permite que as empresas tenham forte liderança unificada (Finkelstein & D'Aveni, 1994), já que a separação da posição do CEO e presidente poderia difundir o poder do CEO e criar ambiguidade dentro da organização.

No tópico a seguir apresentam-se particularidades sobre a compensação do executivo e a sua relação com o desempenho da empresa, principalmente no que se refere à remuneração variável.

2.2. Remuneração de executivos

Os estudos focados na Teoria dos Escalões Superiores têm relacionado as características dos altos executivos com o desempenho empresarial, no entanto, poucos estudos têm relacionado essas características a remuneração auferida. Partindo do pressuposto que um bom desempenho possa influenciar a remuneração e que o aposto também possa acontecer, o estudo será focado nessa variável.

Apesar da diversidade de práticas de remuneração nas empresas e setores econômicos, grande parte dos pacotes de remuneração de executivos apresentam quatro componentes básicos: salário-base e/ou fixo, remuneração baseada no resultado, bônus anual, opções de ações, planos de incentivo de longo prazo. Além disto, pode haver benefícios especiais, como seguros de vida e planos de aposentadoria complementar, entre outros (Murphy, 1998).

A remuneração fixa garante uma quantia mínima a ser recebida, proporciona pequenos aumentos ao longo dos anos e corresponde a um valor estabelecido em contrato (Murphy, 1998). O contrato é uma forma de alinhar os interesses dos acionistas com os executivos, no qual são definidos os procedimentos a serem executados pelos executivos, assim como as quantias em dinheiro que serão pagas regularmente pelo trabalho efetivado. Por sua vez, também podem estar especificados os procedimentos para o alcance e recebimento da remuneração variável, montante recebido pela pessoa por atingir determinadas metas previamente ajustadas entre a empresa e a pessoa (Dutra, 2002).

A remuneração variável abrange uma parcela fixa e outra móvel, está vinculada com o desempenho, na melhoria contínua e em motivar o indivíduo e grupos para o atingimento de metas estabelecidas pela empresa, transforma custo fixo em variável e

compromete toda a organização para um resultado esperado (Wood Jr. & Picarelli Filho, 2004).

Assim, a união da remuneração fixa, a variável e outros incentivos estabelecidos em contrato para com o executivo formam o montante da compensação. Isso pode apresentar influências pelo bom desempenho da empresa e o atingimento das metas em um determinado período. Mas será que as características observáveis dos altos executivos das empresas brasileiras listadas na bolsa de valores apresentam alguma relação com a remuneração? Para esclarecer como responder este questionamento apresenta-se a metodologia empregada no estudo.

3. Metodologia

Em termos de enquadramento metodológico, esse estudo se caracteriza como descritivo no que tange aos objetivos já que tem como finalidade averiguar a relação entre características observáveis dos executivos e a remuneração (Richardson, 1999).

Do ponto de vista dos procedimentos técnicos, a pesquisa é bibliográfica, uma vez que foi realizado um levantamento da literatura existente (Gil, 2002). Em relação à coleta de dados, a pesquisa é documental, pelo uso das demonstrações contábeis e de relatórios financeiros das empresas listadas na BM&FBovespa (Gil, 2002). No que tange a abordagem a pesquisa caracteriza-se como quantitativa (Richardson, 1999), por empregar o método estatístico, análise de dados em painel.

Este estudo se baseia nas empresas que apresentam ações negociadas na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2014. A escolha do período deve-se pela disponibilização de informações sobre as características observáveis e cognitivas, junto com a remuneração recebida estarem disponíveis nos Formulários de Referência

a partir desta data, do mesmo modo a possibilidade de acesso às informações contidas no Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício.

A população corresponde a 734 empresas listadas na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo). Entre essas empresas, houve uma triagem para a definição da amostra de estudo. Foram excluídas as empresas pertencentes ao setor financeiro, por apresentarem particularidades e regras específicas na formação do resultado e em contas patrimoniais. Do mesmo modo, empresas que não apresentaram dados necessários para a análise, como por exemplo, dados sobre a remuneração de executivos e características dos CEOs. Desta forma, o estudo apresenta como amostra inicial 264 empresas e 36.909 observações.

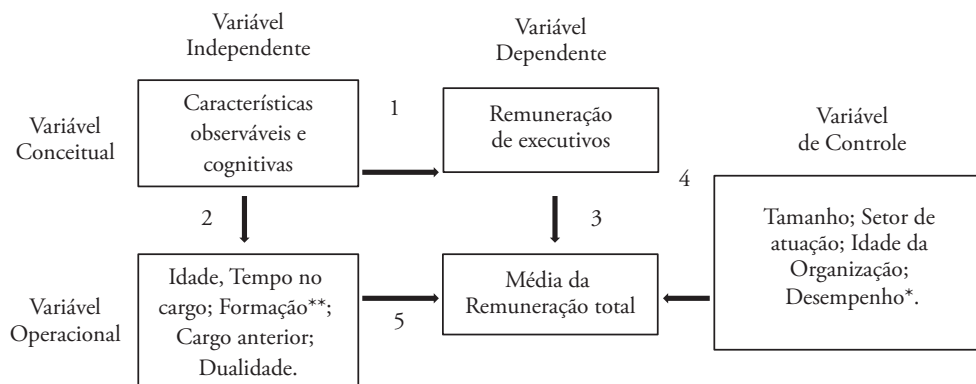
Os dados das demonstrações contábeis foram obtidos do *software* Economática®. As informações dos CEOs e a sua Compensação foram coletadas do Formulário de Referência de cada empresa e ano, de acordo com

os subitens existentes no formulário, denominados de 12 - 6.8 Assembleia e administração e 13 - 2 Remuneração de executivos.

Para empresas que apresentaram troca de presidente dentro do ano, como critério de classificação, primeiramente escolhe-se o executivo que ficou mais tempo no ano em análise, e em casos em que houve empate, optou-se em incluir o presidente que ficou mais tempo na empresa. Após a separação houve o tratamento do valor da remuneração, o montante total recebido por todos os executivos da empresa foi dividido pela quantidade de integrantes. Em seguida também se normalizou esta variável (dependente) por meio de logaritmo neperiano, para a comparação entre as empresas.

Para facilitar a compreensão do estudo, apresenta-se na Figura 2 como o procedimento de entendimento, *Libby box* da pesquisa, com base nos estudos de Libby, Bloomfield e Nelson (2002), que melhor esclarecem o que foi realizado neste estudo.

Figura 2. *Libby box* da pesquisa



Fonte: Adaptado de Libby, Bloomfield e Nelson (2002).

Legenda: 1 – Validade externa; 2 e 3 – validade do constructo; 4 – validade estatística; 5 – validade interna

* Desempenho: Esta variável será composta, pelo indicador ROA, Alavancagem Financeira e Q de Tobin, informações adaptadas do trabalho de Carpenter *et al.* (2004).

** Formação: Esta variável está composta de modo nominal pelo curso de graduação que o executivo cursou; e se realizou curso de pós-graduação.

Após a coleta, os dados foram exportados para planilhas eletrônicas. As informações levantadas são referentes a idade, tempo no cargo, formação acadêmica, origem do CEO (se os mesmos são *outsiders* ou *insiders*) e dualidade. Informações como idade e tempo de mandato foram utilizados dados em anos. Para a variável formação foram utilizados dois critérios, o curso de graduação e a realização de pós-graduação, estas categorizadas por *dummy*, adotando 0 quando o CEO não possui graduação e 1 para quando o mesmo possui; No caso da continuidade da formação será adotado 0 para ausência de pós-graduação e 1- para presença graduação. Em especial, para a variável graduação, segrega-se em áreas de atuação como: (i) Ciências Sociais Aplicadas; (ii) Tecnologia da Informação; (iii) Ciências Jurídicas; (iv) Ciências Exatas; (v) Comunicação Social; (vi) Ciências da Saúde e; (vii) Sem informação. Para a variável origem dos executivos foi utilizada a categorização 0 – *outsider* e 1 – *insider*. Para a variável dualidade foi utilizada a categorização 0 - é diretor presidente e 1 – é diretor presidente e presidente do conselho.

Para a operacionalização do objetivo do estudo, inicialmente os dados dos CEOs (idade, tempo no cargo, formação, cargo anterior, dualidade) e sua remuneração foram analisados, quantitativamente, por meio de estatística descritiva. Em seguida, realizou-se a abordagem de análise de dados em painel, para a explicação das hipóteses.

H1 - Quanto maior a idade do CEO maior sua remuneração.

Autores como Harris (1979) e Hambrick e Mason (1984) apontaram uma relação negativa no que tange à influência dos gestores mais longevos. Apenas os autores Lam, McGuinness e Vieito (2013), apresentaram argumentos diferentes do que normalmente aponta a teoria, ao não encontrarem relação entre a alta remuneração e jovens gestores, levantando assim

a hipótese de que a remuneração maior estaria relacionada a gestores mais longevos.

H2 - Quanto maior o tempo no cargo maior a remuneração recebida pelo CEO.

Entende-se que quanto mais tempo no cargo, maior a competência e a remuneração do executivo, conforme descrevem Gupta e Govindarajan (1986) e Hambrick *et al.* (1996).

H3 - Quanto maior a educação/titulação do CEO, maior sua remuneração.

Espera-se que esta relação seja positiva, apesar de haverem controvérsias que apontam que a formação como uma característica cognitiva somente ajuda o executivo na busca de um melhor desempenho para a organização, mas que este não necessariamente seja um quesito essencial de sucesso na gestão.

H4 - A promoção de *insiders* apresenta relação positiva no valor da remuneração.

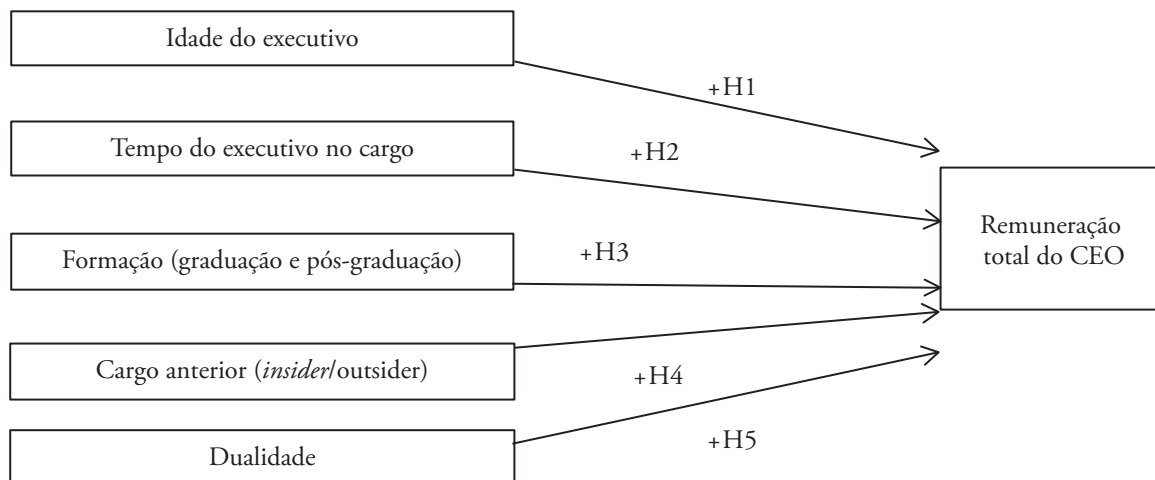
De acordo com os estudos de Lieberman e O'Connor (1972), esta evidência é positiva, por ser considerada vantajosa e menos cara para empresa em momentos de contratação e treinamento de colaboradores (*outsiders*), com outros hábitos e rotinas ou com pouca experiência no mesmo ramo de atuação.

H5 - CEOs que acumulam cargos de presidência da diretoria e do conselho administrativo apresentam maior remuneração.

Para esta hipótese, também se espera uma relação positiva, justamente por haver o acúmulo de cargos do mesmo indivíduo na empresa.

Para melhor exemplificar os procedimentos a serem realizados, apresenta-se a Figura 3 o desenho estrutural das hipóteses deste estudo.

Figura 3. Desenho das hipóteses



Fonte: Dados da pesquisa.

Para a análise dos dados foi utilizada a técnica de dados em painel, considerada uma metodologia adequada para trabalhar com dados com dimensões temporais (séries temporais) de 5 anos e espacial (*cross-section*) de 264 empresas. De acordo com Fávero, Belfiore, Silva & Chan (2009), com o ajuntamento da série temporal com as *cross-sections* surge a técnica de dados em painel, com a finalidade de estudar a influência de variáveis explicativas sobre determinada variável dependente para um conjunto de observações ao longo do tempo.

Com o empilhamento dos dados, identificou-se a necessidade de exclusão de anos por empresa que não apresentavam os dados necessários para a análise, desta forma, a análise de dados em painel caracterizou-se pelo modo desbalanceado. A quantidade de empresas por ano analisado foi a seguinte: para o ano de 2010 (239 empresas); 2011 (244 empresas); 2012 (256 empresas); 2013 (253 empresas) e 2014 (246 empresas).

Com o objetivo de realizar a análise de dados em painel, utilizou-se o *software Statistical Analysis Software – STATA*. Realizou-se também os testes de Chow,

Breusch-Pagan e Hausman, que determinam qual abordagem é a adequada para o tratamento dos dados. Entre as abordagens estão o *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Os testes indicaram que a abordagem mais adequada era a dos Efeitos Fixos. Em seguida, apresentam-se os resultados dos procedimentos realizados para determinar a abordagem.

Conforme o Quadro 1, para o teste de Chow, que compara a abordagem POLS e Efeitos Fixos, ocorreu significância no teste F, no qual é possível aceitar a hipótese alternativa, para Efeitos Fixos. Quando realizado o teste Breusch-Pagan, que compara a abordagem POLS com Efeitos Aleatórios, novamente a hipótese é aceita, desta vez indicando para a abordagem de Efeitos Aleatórios. Finalmente, é realizado o teste de Hausman, que compara Efeitos Aleatórios com fixos. E com o seu resultado significativo, proporcionou que o modelo de painel mais indicado a ser utilizado era para Efeitos Fixos. O melhor detalhamento da análise dos dados será apresentado no tópico a seguir.

Quadro 1. Resultados dos testes para a identificação dos modelos de painel

Testes	Hipóteses	Resultados	
		Sem variáveis de controle	Com variáveis de controle
Chow	H ₀ : Os interceptos são iguais para todas as <i>cross-sections</i> (POLS). H ₁ : Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).	Prob > F = 0.000 F = 13,22 Sig = 0.000	Prob > F = 0.000 F = 10,59 Sig = 0.000
Breusch-Pagan	H ₀ : A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero (POLS). H ₁ : A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios).	Prob > X ² = 0.000 X ² = 993,28 Sig = 0.000	Prob > X ² = 0.000 X ² = 570,69 Sig = 0.000
Hausman	H ₀ : Modelo de correção dos erros é adequado (efeitos aleatórios). H ₁ : Modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).	Prob > X ² = 0.000 X ² = 35,92 Sig = 0.000	Prob > X ² = 0.000 X ² = 99,68 Sig = 0.000
Modelo de painel mais indicado		Efeitos Fixos	Efeitos Fixos

Fonte: Adaptado de Fávero *et al.* (2009).

4. Análise dos resultados

Para iniciar a análise dos dados, é explicada a estatística descritiva dos dados relacionados à remuneração geral, idade, experiência, presença e ausência de formação em graduação e pós-graduação, a origem do executivo (*insider/outsider*) e dualidade. Para tais dados, faz-se a comparação anual, de 2010 a 2014, para uma maior riqueza de detalhes.

A remuneração média dos CEOs apresentou leves oscilações ao longo do período analisado. Fato que pode também ser observado ao comparar os valores

máximos, em que a maior remuneração recebida foi em 2011, e a menor no ano de 2013.

Uma das razões é cenário econômico desfavorável, nos últimos cinco anos os executivos de topo recebiam salários inflacionados como bônus elevados, com o mercado em alta podiam escolher o trabalho que pagava mais, no entanto, com as mudanças na economia as empresas passaram por reestruturação, os mais afetados foram os executivos de topo, que quando não perderam seus empregos, tiveram que aceitar remunerações menores (Dalcin, 2015).

Tabela 1. Resultados da remuneração geral

REMUNERAÇÃO EM R\$					
	2010	2011	2012	2013	2014
Média	1.359.413,87	1.580.147,14	1.522.747,30	1.324.533,98	1.524.245,67
Mediana	893.273,16	1.035.147,90	987.570,41	936.920,46	1.008.515,78
Máximo	13.432.221,43	23.020.390,22	13.710.600,00	7.519.342,10	11.695.022,60
Mínimo	6.120,00	2.378,57	7.464,00	1.156,83	8.688,00
Desvio Padrão	1.611.729,97	2.145.234,68	1.934.924,73	1.271.067,79	1.476.550,10

Fonte: Dados da pesquisa.

Quando analisa-se a idade dos executivos, a variação entre os anos é pouco representativa, como pode-se observar na Tabela 2.

Tabela 2. Resultados da idade

IDADE					
	2010	2011	2012	2013	2014
Média	55	55	53	55	54
Mediana	54	54	53	54	54
Máximo	87	86	88	87	80
Mínimo	33	34	30	29	33
Desvio Padrão	10	10	10	10	10

Fonte: Dados da pesquisa.

A média de idade dos CEOs apresentou pequenas oscilações ao longo dos anos estudados. No entanto, a diferença entre a idade máxima (88 anos em 2012) e mínima (29 anos em 2013) foi representativa. A tendência da média de idade é a diminuição, algumas pesquisas já apontaram essa disposição como o estudo realizado pela Datafolha no ano de 2011, que mostrava que a idade média em todos os níveis hierárquicos está diminuindo. Os salários praticados no Brasil são muito altos e a contratação de gestores mais jovens e com mais energia contribui para a diminuição dos gastos com pessoal.

De modo geral, a média de idade do executivo é de 55 anos, entre os mais longevos apresenta-se uma faixa de mais de 80 anos. E para os mais novos, abaixo de 35 anos. A dispersão em relação à média está entre 10 anos, para mais e para menos. Em seguida, apresenta-se as faixas de experiência entre os anos, conforme a Tabela 3.

A média de tempo de experiência dos CEOs na empresa também permaneceu constante ao longo do período pesquisado, entre 6 a 7 anos, apesar da tendência de gestores mais jovens ascenderem ao topo,

ampla experiência é valorizada. De acordo com a pesquisa Datafolha experiências em funções anteriores e foco no resultado ainda são mais importantes para alcançar cargos expressivos. Tais resultados reforçam os achados de Lam, McGuinness e Vieito (2013) que levantaram a hipótese de que gestores mais velhos e com maior experiência recebiam maior remuneração, porém nem sempre apresentando um desempenho maior.

Tabela 3. Resultado da experiência

ANOS DE EXPERIÊNCIA					
	2010	2011	2012	2013	2014
Média	7	6	6	7	7
Mediana	3	3	3	4	3
Máximo	62	61	63	64	56
Mínimo	1	0	0	0	0
Desvio Padrão	10	9	8	11	10

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 3, o maior período de experiência foi de 64 anos na empresa, trata-se do executivo da Sondotecnica Engenharia Solos S.A., Jaime Rotstein, de 87 anos, formado em Engenharia Civil, fundador da empresa no ano de 1954. Esta história de sucesso remete a descrever sobre a comparação entre a remuneração auferida de acordo com a presença e ausência de formação, conforme a Tabela 4.

Em uma comparação entre os anos, um CEO com formação em curso superior recebe aproximadamente R\$ 1.500.000,00 por ano. Com uma dispersão em relação à média muito alta, por que há uma disparidade muito grande do executivo que mais recebe, em relação àquele que menos recebe. O CEO mais bem remunerado entre os anos recebeu R\$ 23.020.320,22 só no ano de 2011. Mas este valor máximo decaiu entre os anos.

Tabela 4. Comparação remuneração auferida e presença e ausência de formação superior

		AUSÊNCIA E PRESENÇA DE FORMAÇÃO SUPERIOR EM R\$				
		2010	2011	2012	2013	2014
Média	Presença	1.391.952,86	1.588.794,08	1.521.720,83	1.328.179,19	1.527.584,78
	Ausência	934.493,00	1.396.989,39	1.540.490,64	1.288.081,87	1.459.133,04
Mediana	Presença	925.469,12	1.018.150,00	956.065,65	941.188,90	1.002.099,91
	Ausência	739.547,60	1.274.477,85	1.113.509,95	819.185,29	1.396.852,20
Máximo	Presença	13.432.221,43	23.020.390,22	13.710.600,00	7.519.342,10	11.695.022,60
	Ausência	2.409.012,13	2.770.399,02	5.303.419,67	3.622.135,64	3.285.123,62
Mínimo	Presença	6.120,00	2.378,57	7.464,00	1.156,83	8.688,00
	Ausência	288.000,00	8.919,00	12.720,00	15.360,00	16.688,00
Desvio Padrão	Presença	925.469,12	1.018.150,00	1.965.971,42	1.295.561,30	1.496.471,30
	Ausência	530.844,18	940.607,64	1.336.554,56	1.016.438,34	1.057.837,86

Fonte: Dados da pesquisa.

Quando se compara os dados da ausência e presença de formação, percebe-se que a remuneração média recebida por CEOs sem formação superior é consideravelmente menor, com exceção de 2012, quando ocorre a superação na média da remuneração recebida pelos não graduados. Neste caso também pode-se observar a existência de grande dispersão em relação à média, que deve ser analisada de modo individual. A remuneração máxima recebida por alguém que não apresenta formação superior foi de R\$ 5.303.419,67 no ano de 2012, valor bem abaixo do percebido, neste mesmo ano, pelo CEO graduado, que recebeu R\$ 13.710.600,00. Todavia, existe uma evidência interessante para ser estudada, a remuneração mínima recebida dos CEOs sem graduação é maior do que dos graduados.

Em seguida, identifica-se a influência da realização de cursos de pós-graduação, de acordo com os dados apresentados na Tabela 5.

De modo geral, os CEOs com pós-graduação apresentam uma média superior para todos os anos. Isso

indica que quanto maior o nível de formação maior foi a remuneração recebida. De acordo com um estudo elaborado pela empresa de recrutamento e seleção Productive (2014) que comparou o nível de escolaridade e remuneração de 400 executivos. O grupo de executivos que possuíam pós-graduação recebiam 60% a mais do que os executivos que possuíam apenas graduação. Mas quando compara-se a remuneração máxima, identifica-se que no ano de 2010, os executivos que não apresentam pós-graduação receberam mais.

Quando observa-se a Tabela 5, a média recebida é semelhante a já apresentada em análises anteriores. Neste momento, o estudo muda a perspectiva sobre as características do executivo em relação a remuneração, e compara aqueles gestores treinados pela própria empresa para exercerem o cargo de executivo (*insiders*) e os contratados de empresas de fora (*outsiders*). Os dados estão expostos nas Tabelas 7 e 8.

Quando se analisa a Tabela 6, percebe-se que a média recebida é semelhante a já apresentada em análises

anteriores. Entretanto, a remuneração dos CEOs que foram recrutados de outras instituições (*outsiders*) é superior à dos gestores que já eram membros da organização. De acordo com Leal (2014), a justificativa para as disparidades deve-se a busca que recrutadores constantemente realizam no mercado por gestores que auferiram bons resultados em outras organizações, sendo que para trazerem tais gestores as empresas se

dispõem a pagar mais do que já ganham. Há de se considerar também, que estes profissionais já vêm prontos e, não raras vezes, trazem consigo experiências vividas que podem ser muito úteis para a organização.

O último tópico da estatística descritiva é a dualidade do CEO, compara-se a Tabela 7 os valores recebidos de remuneração nestes dois grupos.

Tabela 5. Comparação remuneração auferida e presença de pós-graduação

		AUSÊNCIA E PRESENÇA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM R\$				
		2010	2011	2012	2013	2014
Média	Presença	1.574.363,41	1.923.316,54	1.973.134,86	1.746.322,05	1.793.968,34
	Ausência	1.173.012,32	1.263.998,96	1.079.342,50	1.020.387,48	1.295.082,80
Mediana	Presença	1.071.456,10	1.239.031,57	1.276.629,27	1.350.653,98	1.228.647,67
	Ausência	779.187,69	822.349,75	830.656,86	819.185,29	875.430,90
Máximo	Presença	9.453.736,42	23.020.390,22	13.710.600,00	7.519.342,10	11.695.022,60
	Ausência	13.432.221,43	13.264.740,73	8.929.106,24	3.809.262,00	5.884.759,73
Mínimo	Presença	75.306,40	2.378,57	27.764,90	1.156,83	17.550,25
	Ausência	6.120,00	3.000,00	7.464,00	3.250,00	8.688,00
Desvio Padrão	Presença	1.800.473,85	2.666.117,35	2.422.646,89	1.653.711,23	1.789.500,23
	Ausência	1.408.865,72	1.456.437,57	1.132.121,24	774.280,39	1.101.943,35

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 6. Comparação remuneração auferida e executivos *insiders* e *outsiders*

		INSIDERS E OUTSIDERS EM R\$				
		2010	2011	2012	2013	2014
Média	<i>Insiders</i>	1.104.796,76	1.471.590,02	1.368.736,21	1.212.698,61	1.370.577,91
	<i>Outsiders</i>	1.763.337,44	1.772.589,32	1.783.755,57	1.537.921,02	1.756.315,35
Mediana	<i>Insiders</i>	883.288,39	938.038,17	862.457,41	853.455,19	935.849,46
	<i>Outsiders</i>	930.979,50	1.165.064,64	1.148.571,43	1.026.991,70	1.097.353,51
Máximo	<i>Insiders</i>	4.263.763,66	23.020.390,22	13.097.266,20	7.519.342,10	9.090.225,03
	<i>Outsider</i>	13.432.221,43	13.264.740,73	13.710.600,00	7.431.574,96	11.695.022,60
Mínimo	<i>Insiders</i>	8.032,17	2.378,57	12.720,00	1.156,83	16.688,00
	<i>Outsiders</i>	6.120,00	6.530,00	7.464,00	10.622,00	8.688,00
Desvio Padrão	<i>Insiders</i>	913.104,57	2.221.625,80	1.671.574,33	1.175.649,26	1.273.602,89
	<i>Outsiders</i>	2.262.607,49	2.000.502,95	2.300.200,37	1.418.490,72	1.719.904,21

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 7. Comparação remuneração auferida e executivos com dualidade e singularidade

DUALIDADE E SINGULARIDADE EM R\$						
		2010	2011	2012	2013	2014
Média	Dualidade	1.294.061,76	1.390.282,22	1.150.851,35	1.148.811,01	1.298.273,94
	Singularidade	1.473.792,73	1.796.659,78	1.906.449,47	1.498.873,31	1.773.393,99
Mediana	Dualidade	784.267,24	767.713,54	829.855,36	725.146,57	766.485,01
	Singularidade	1.081.116,63	1.252.849,12	1.238.231,03	1.292.537,38	1.291.140,00
Máximo	Dualidade	9.453.736,42	23.020.390,22	8.929.106,24	7.145.729,12	5.995.470,18
	Singularidade	13.432.221,43	13.264.740,73	13.710.600,00	7.519.342,10	11.695.022,60
Mínimo	Dualidade	6.120,00	6.530,00	7.464,00	2.142,86	8.688,00
	Singularidade	8.032,17	2.378,57	27.764,90	1.156,83	38.298,54
Desvio Padrão	Dualidade	1.789.752,75	2.316.932,03	1.257.537,38	1.236.199,70	1.230.754,37
	Singularidade	1.573.126,96	1.918.168,58	2.390.266,86	1.285.943,81	1.677.463,00

Fonte: Dados da pesquisa.

A dualidade corresponde ao indivíduo que exerce o cargo de executivo da empresa e ao mesmo tempo, a presidência do conselho de administração da companhia. De acordo com a Tabela 7, a maior remuneração recebida foi de R\$ 23.020.390,22 no ano de 2011.

No geral, nos cinco anos estudados os CEOs que não apresentavam acúmulo de funções obtiveram uma remuneração superior aos executivos que respondiam simultaneamente as funções de diretor da empresa e do conselho de administração. De acordo Bethlem (2012), o acúmulo de funções não influencia no valor da remuneração, já que a decisão de atribuir ao mesmo gestor as duas funções estão intrinsecamente ligadas a uma relação de confiança.

Para os executivos com singularidade de função, a maior remuneração foi no ano de 2012, no valor de R\$ 13.710.600,00.

Para a resolução do objetivo de pesquisa, que é averiguar a existência de relação entre características observáveis dos executivos com a remuneração recebida em

empresas listadas na BM&FBOVESPA, entre os anos de 2010 a 2014, realiza-se uma análise de dados em painel, com a abordagem de efeitos fixos, apresentada na metodologia deste estudo. Os resultados da análise apresentam-se no Quadro 2.

Inicialmente, descreve-se o poder explicativo do modelo, por meio dos (quatro) 4 testes realizados, o primeiro é caracterizado por não haver a normalização da variável dependente de remuneração e as variáveis de controle. Para este caso, o R-quadrado e R-quadrado ajustado são de 71,0% e 62,8% respectivamente. Quando testa-se pela interferência das variáveis de controle, o R-quadrado é representado por 70,9% de explicação e o R-quadrado ajustado de 62,0%. No momento em que se normaliza a variável dependente de remuneração, com a aplicação do logaritmo neperiano, o poder explicativo dos testes melhora para um R-quadrado de 80,1% e R-quadrado ajustado de 74,4%, isso sem considerar as variáveis de controle. Com a inclusão das variáveis de controle o poder explicativo fica de 81,7% e 76,1% para o R-quadrado

e R-quadrado ajustado respectivamente. De acordo com os testes realizados, o procedimento mais adequado para a análise é o da normalização da variável dependente, junto com as variáveis de controle. Cabe destaque, que para todos os testes apresentados o modelo utilizado é significativo ao nível de 95%, de

acordo com o teste F, assim como, a não incidência de auto correlação entre os resíduos, de acordo com os resultados do teste de Durbin-Watson, que apresentaram uma estatística próxima de 2. Desta forma, tem-se provas estatísticas de confiança para analisar o que está a ser pesquisado.

Quadro 2. Análise de dados em painel

Variáveis	Dados não normalizados		Dados normalizados		
	Sem variáveis de controle	Sem variáveis de controle	Sem variáveis de controle	Com variáveis de controle	
Constante	925.102,500	-5.296.365,000***	13,683***	8,386***	
Idade dos Executivos	7.805,627	4.811,167	-0,004	-0,004	
Tempo dos executivos no cargo	16.750,330	13.281,650	0,012*	0,006	
Formação	Ciências Sociais Aplicadas	-332.435,400	-190.793,600	-0,040	0,093
	Tecnologia da informação	-282.451,000	-327.828,700	0,125	0,041
	Ciências Jurídicas	63.971,480	145.918,000	0,048	0,080
	Ciências Exatas	-23.325,650	156.688,300	-0,009	0,113
	Sem Formação	-726.464,100	-682.521,700	-0,369	-0,320
	Comunicação Social	335.613,600	-86.646,050	0,450	0,118
	Ciências Saúde	2.077.188,000***	2.611.527,000***	0,244	0,519
	Formação com pós-graduação	247.693,900	100.385,700	-0,010	-0,071
Cargo anterior	-158.368,500	-181.023,200	0,127	0,129	
Dualidade	255.612,900	220.103,200	0,155	0,079	
Tamanho		76755,45		0,035	
Idade da empresa		131862,5***		0,120***	
ROA		3282,549*		0,003***	
Alavancagem financeira		-3,06152		0,000	
Q Tobin		27,32262		0,000	
R ²	0,710	0,709	0,801	0,817	
R ² Ajustado	0,628	0,620	0,744	0,761	
F-Statistic Prob (F-Statistic)	8,619837 0,000	7,952247 0,000	14,13922 0,000	14,54472 0,000	
<i>Durbin-Watson</i>	<i>D-W = 1,998</i>	<i>D-W = 2,067</i>	<i>D-W = 1,912</i>	<i>D-W = 1,925</i>	

Fonte: Dados da pesquisa.

***.Indicação de significância 1%.

** .Indicação de significância 5%.

*. Indicação de significância 10%.

Dentre os testes realizados, as variáveis que apresentaram significância positiva ao nível de 1% para com a remuneração dos CEOs, foram as variáveis de controle idade da empresa e retorno sobre os ativos (ROA). Resultado comprovado tanto para o teste com a variável dependente normalizada, como não normalizada. Para este resultado, significa dizer que quanto mais anos a empresa possuir, mais remuneração o executivo tende a receber. Do mesmo modo, quanto mais retorno a empresa gerar, maior será a remuneração recebida pelo executivo.

Ao analisar as variáveis que compunham as hipóteses de pesquisa, a primeira a ser analisada é a idade do CEO. Para todos os testes realizados, nenhum apresentou relação significativa. Este fato nos faz rejeitar a hipótese alternativa de pesquisa de que quanto maior a idade do executivo maior a sua remuneração, e imediatamente não estando de acordo com os argumentos apresentados por Harris (1979) e Hambrick e Mason (1984). Resultados anteriores já haviam evidenciado que a idade dos gestores poderia não ter influência em sua liderança (Oshagbemi, 2004).

Para a variável, tempo do CEO no cargo, somente para o teste normalizado em que há a exclusão das variáveis de controle, houve a representatividade ao nível de 10% e de modo positivo para com a remuneração recebida pelos CEOs. Este resultado também colabora com os achados de Peni (2014), quando evidencia um coeficiente positivo no que tange a experiência no cargo dos executivos, concluindo assim que gestores mais experientes tendem a superar, em termos de remuneração, os executivos menos experientes. Lippert e Porter (1997) já haviam apontado a influência positiva de um longo mandato ao analisar o reflexo da data de posse do CEO na escolha de medidas de bônus e demais planos de remuneração.

Quanto a formação do executivo e sua relação com a remuneração, somente para o teste em que não se normalizou a variável dependente é que apresentou indícios. Trata-se da formação em cursos pertencentes às Ciências da Saúde, que compreende os CEOs que graduaram em cursos como medicina, odontologia e psicologia, com a representação estatística de significância ao nível de 1%. Este resultado permite dizer que os CEOs formados na área da saúde recebem mais. Para os demais cursos apresentados, não houve representação estatística. Além do mais, o fato do CEO ter realizado pós-graduação também não apresentou relevância. Tal resultado permite aceitar a hipótese de pesquisa formulada quando a circunstância for de que executivos com graduação na área da saúde apresentam maior remuneração.

As análises envolvendo CEOs treinados para exercer a função (*insiders*), ou contratados de outras empresas (*outsider*) e que acumulam cargos em conselho de administração, não apresentaram relação significativa com a remuneração, o que permite rejeitar as hipóteses H4 e H5 formuladas, ou seja, a contratação *insiders* não apresenta relação com a remuneração recebida e executivos que acumulam cargos de presidência e no conselho administrativo não apresentam maior remuneração. O mesmo resultado já havia sido obtido no estudo de Yang, Zimmerman e Jiang (2011), de acordo com o mesmo, o acúmulo de funções do gestor como presidente da empresa e do conselho de administração mostrou-se pouco significativo.

Entre as variáveis de controle tamanho, alavancagem financeira, Q de Tobin, também não se identificou relação com a remuneração. De acordo com os resultados levantados, apresenta-se a seguir a conclusão do estudo, limitações e sugestões de pesquisas futuras.

Com a análise dos resultados da análise estatística e da descritiva comparativamente podemos dizer que algumas características observáveis dos CEOs possuem relação com a sua remuneração. Para melhor visualização, apresenta-se a Figura 4, com a representação das hipóteses aceitas em destaque.

Conforme a Figura 4 descrevem-se as seguintes colocações: i – Não é possível descrever que a idade do CEO apresenta relação com a remuneração; ii - CEOs com mais experiência (tempo) no cargo tendem a ter remuneração maior do que a de CEOs com menos tempo; ii – CEOs como maior nível de formação recebem em média maior remuneração do que CEOs com menor nível ou sem graduação, precisamente se forem com formação na área de saúde; iv – Não é possível propor que CEOs *outsiders/insider* apresentam relação com remuneração, do mesmo modo; v – A acumulação do cargo de diretor presidente e presidente do conselho de administração pelos CEOs não apresentam relação

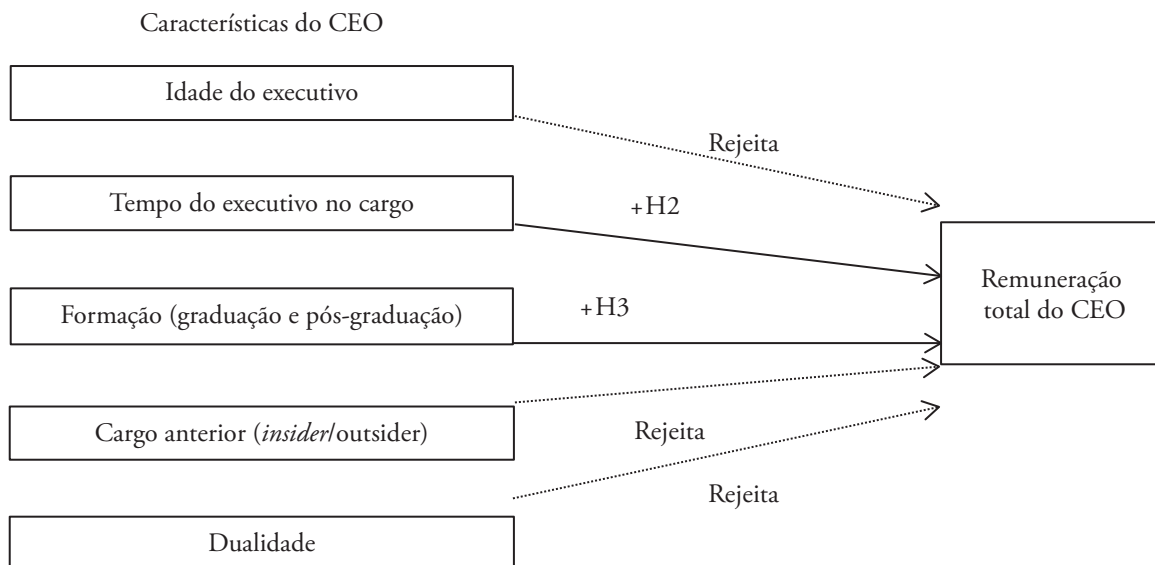
com a remuneração. Os resultados apresentados dão suporte para a conclusão do estudo, apresentado no tópico a seguir.

5. Conclusão

Essa pesquisa contribui para uma melhor compreensão sobre a influência que as características observáveis dos CEOs que ocupam os altos escalões possuem sobre a remuneração auferida pelos mesmos. Os resultados obtidos mostraram que características observáveis podem influenciar positivamente como também podem não ter influência direta em relação aos ganhos.

A formação foi a variável com maior associação à remuneração, os resultados mostraram que a formação num curso superior interfere na remuneração, e quanto maior nível de formação maior será esta interferência. A formação em determinada área também constitui-se num determinante de remuneração,

Figura 4. Desenho das hipóteses



Fonte: Dados da pesquisa.

os resultados mostraram que CEOs formados na área da saúde apresentam maior associação com maiores ganhos.

As características intrínsecas da organização como a sua idade e tamanho também afetam a remuneração, bem como, o desempenho empresarial representado pelo retorno sobre ativos. Outros pontos de destaque são as diferenças de salário entre os gestores treinados pela própria empresa (*insiders*) e os que foram contratados de outra organização, os chamados *outsiders*. Estes apresentam remuneração superior aos *insiders*. Os CEOs que acumulam funções de presidência do conselho e da organização apresentaram remuneração em média menor do que os CEOs que atuam apenas na direção empresarial.

Os resultados apresentados também devem ser vistos sob o contexto das limitações. Como a utilização do presidente da empresa ao invés de toda a equipe diretiva, o que poderia influenciar nos dados da Teoria dos Escalões Superiores. Outro fator é a análise de forma generalista de todas as organizações ao invés do estudo por setores e por porte, os quais poderiam apresentar algum tipo de particularidade. Outro ponto a ser observado é que o estudo se baseou em dados observáveis, não incluindo as características cognitivas dos gestores, limitação esta que também se trata de uma ampla oportunidade de pesquisa. Outro aspecto a ser observado é que o estudo não leva em consideração as particularidades de cada setor. O crescimento da empresa também deve ser observado, Kerr e Betis (1987) apontaram que quando a empresa torna-se maior o CEO espera receber maiores recompensas.

A fim de resolver as limitações mencionadas acima, há necessidade de futuras pesquisas que examinem outras variáveis como um número maior de gestores,

ou ampliem a quantidade de dados para toda a equipe diretiva. Outra sugestão de pesquisa futura é a aplicação para o prisma da teoria em relação às escolhas estratégicas, como a falência empresarial, estrutura de endividamento, divulgação voluntária de relatórios ambientais, entre outros, para o aperfeiçoamento desta área de estudo.

Referências

- Barney, J. B. (1991). Firms resources and competitive advantage. *Journal of Management*, 17.
- Bethlem, A. S. (2012). *O presidente e o comando da empresa*. Rio Janeiro: UFRJ/COPPEAD.
- Carpenter, M. A., M. A. Geletkanycz & W. G. Sanders (2004). Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition. *Journal of Management*, 30(6), 749-778. <https://doi.org/10.1016/j.jm.2004.06.001>
- Cho, T. S. & D. C. Hambrick (2006). Attention as the mediator between top management team characteristics and strategic change: The case of airline deregulation. *Organization Science*, 17(4), 453-469. <https://doi.org/10.1287/orsc.1060.0192>
- Dalcin, L. (2015). *Após anos em alta, remuneração dos executivos cai no Brasil*. Disponível em: <http://vocerh.uol.com.br/noticias/acervo/apos-anos-em-alta-remuneracao-de-executivos-cai-no-brasil.phtml#Vzyzo_krLIU>. Acesso em: 18 de maio de 2016.
- Diaz, M. C. F., M. R. G. Rodríguez & B. Simonetti (2015). Top management team's intellectual capital and firm performance. *European Management Journal*, 33, 322-331. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2015.03.004>
- Dutra, J. S. (2002). *Gestão de pessoas: modelo, processos, tendências e perspectivas*. São Paulo: Atlas.
- Fávero, L. P., P. Belfiore, F. L. Silva, B. L. Chan (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus.

- Finkelstein, S. & R. A. D'Aveni (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108.
- Finkelstein, S. & D. C. Hambrick (1996). *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*. Cincinnati, OH: South-Western Pub. <https://doi.org/10.2307/256667>
- Gil, Antonio Carlos (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas.
- Gubbins, C. & S. MacCurtain (2008). Understanding the dynamics of collective learning: The role of trust and social capital. *Advances in Developing Human Resources*, 10(4), 578-599. <https://doi.org/10.1177/1523422308320372>
- Gupta, A. K. & V. Govindarajan (1986). Resource sharing among SBUs: Strategic antecedents and administrative implications. *Academy of Management Journal*, 29(4), 695-714. <https://doi.org/10.2307/255940>
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32(2), 334-343. <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.24345254>
- Hambrick, D. C. & P. A. Mason (1984). Upper echelon: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9, 193-206.
- Hambrick, D. C., T. S. Cho & M. J. Chen (1996). The influence of top management team heterogeneity on firm's competitive moves. *Administrative Science Quarterly*, 41(4), 659-684. <https://doi.org/10.2307/2393871>
- Harjoto, M. A. & H. Jo (2009). CEO Power and Firm Performance: A Test of the Life-Cycle Theory*. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 38(1), 35-66. <https://doi.org/10.1111/j.2041-6156.2009.tb00007.x>
- Harris, R. G. (1979). *The notential effects of deregulation upon corporate, éruère, merger behavior and organizational relations in the rail freight industry*. Report to the Federal Railroad Administration. Washington, D.C.
- Hoskisson, R. E., M. A. Hitt, W. P. Wan & E. Yui (1999). Theory and research in strategic management: Swings of a pendulum. *Journal of management*, 25(3) 417-456. <https://doi.org/10.1177/014920639902500307>
- Kerr, J. & R. A. Bettis (1987). Boards of directors, top management compensations, and shareholders return. *Academy of Management Journal*, 30(4), 645-664. <https://doi.org/10.2307/256153>
- Lam, K. C. K., P. B. McGuinness & J. P. Vieito (2013). CEO gender, executive compensation and firm performance in Chinese listed enterprises. *Pacific-Basin Finance Journal*, 21, 1136-1159. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2012.08.006>
- Leal, A. L. (2014). Salário mais alto para executivo não garante mais eficiência. *Revista Exame*. 14 abr. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1063/noticias/nao-adianta-pagar-mais->>. Acesso em: 4 de março de 2016.
- Libby, R., R. Bloomfield & M. W. Nelson (2002). Experimental Research in Financial Accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 27(8), 775-810. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(01\)00011-3](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(01)00011-3)
- Lieberson, Stanley & James F. O'Connor (1972). Leadership and organizational performance: A study of large corporations. *American Sociological Review*, 117-130. <https://doi.org/10.2307/2094020>
- Lippert, R. L. & G. Porter (1997). Understanding CEO pay: A test of two pay-to-performance sensitivity measures with alternative measures of alignment and influence. *Journal of Business Research*, 40(2), 127-138. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(96\)00283-4](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(96)00283-4)
- Michel, John G. & Donald C. Hambrick (1992). Diversification posture and top management team characteristics. *Academy of Management Journal*, 35(1), 9-37. <https://doi.org/10.2307/256471>
- Murphy, K. J. (1998). Executive compensation. Em O. Ashenfelter, D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics* (v. 3, pp. 2485-2563). Amsterdam: North-Holland.

- Nível de escolaridade *versus* remuneração (2014). 01 out. 2014. *Blog Produtive*. Disponível: <http://www.produtive.com.br/noticias/>. Acesso em: 19 de março de 2016.
- Oshagbemi, Titus (2004). Age influences on the leadership styles and behaviour of managers. *Employee Relations*, 26(1), 14-29. <https://doi.org/10.1108/01425450410506878>
- Oyadomari, J. C., O. R. De Mendonça Neto, R. L. Cardoso & M. P. Lima (2008). Fatores que influenciam a adoção de artefatos de controle gerencial nas empresas brasileiras: um estudo exploratório sob a ótica da teoria institucional. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 55. <https://doi.org/10.11606/rco.v2i2.34705>
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 18(1), 185-205. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9224-7>
- Raja Adzrin, R. A., A. N. Abu Thahir & M. S. Maisarah (2009). Value creation strategy for sustainability. *Accountants Today*, 22(1), 12-13.
- Richardson, M. (1999). *Fundamentos da metodologia científica*. São Paulo: Atlas.
- Rogers, E. M. (1995). *Diffusion of innovations*. New York: Free Press.
- Serra, B. P. C., F. A. R. Serra & P. A. Tomei (2014). A pesquisa em tomada de decisão Estratégica no Alto Escalão: evolução e base intelectual do tema. *Revista de Ciências da Administração (CAD/UFSC)*, 0, 11. <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2014v16n40p11>
- Simeon, R. (2001). Top team characteristics and the business strategies of Japanese firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 1(2), 4-12. <https://doi.org/10.1108/14720700110394344>
- Smith, K. G., C. J. Collins & K. D. Clark (2005). Existing knowledge, knowledge creation capability, and the rate of new product introduction in high-technology firms. *Academy of Management Journal*, 48(2), 346-357. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2005.16928421>
- Yang, Qin, Monica Zimmerman & Crystal Jiang (2011). An Empirical Study of the Impact of CEO Characteristics on New Firms' Time to IPO*. *Journal of Small Business Management*, 49(2), 163-184. <https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2011.00320.x>
- Young, C. S. (2005). Top management teams' social capital in Taiwan. *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), 177-190. <https://doi.org/10.1108/14691930510592780>
- Wei, L. & Y. Ling (2015). CEO characteristics and corporate entrepreneurship in transition economies Evidence from China. *Journal of Business Research*. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.11.010>
- Wood Jr., T. & V. Picarelli Filho (2004). *Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva*. 3. ed. São Paulo: Atlas.

Fecha de recepción: 01 de marzo de 2016

Fecha de aceptación 25 de junio de 2016

Correspondencia: beatriz.silva.p@gmail.com

theissviviane@gmail.com

rogeriolunkes@hotmail.com

darcisc@gmail.com

valdirenegasparetto@gmail.com