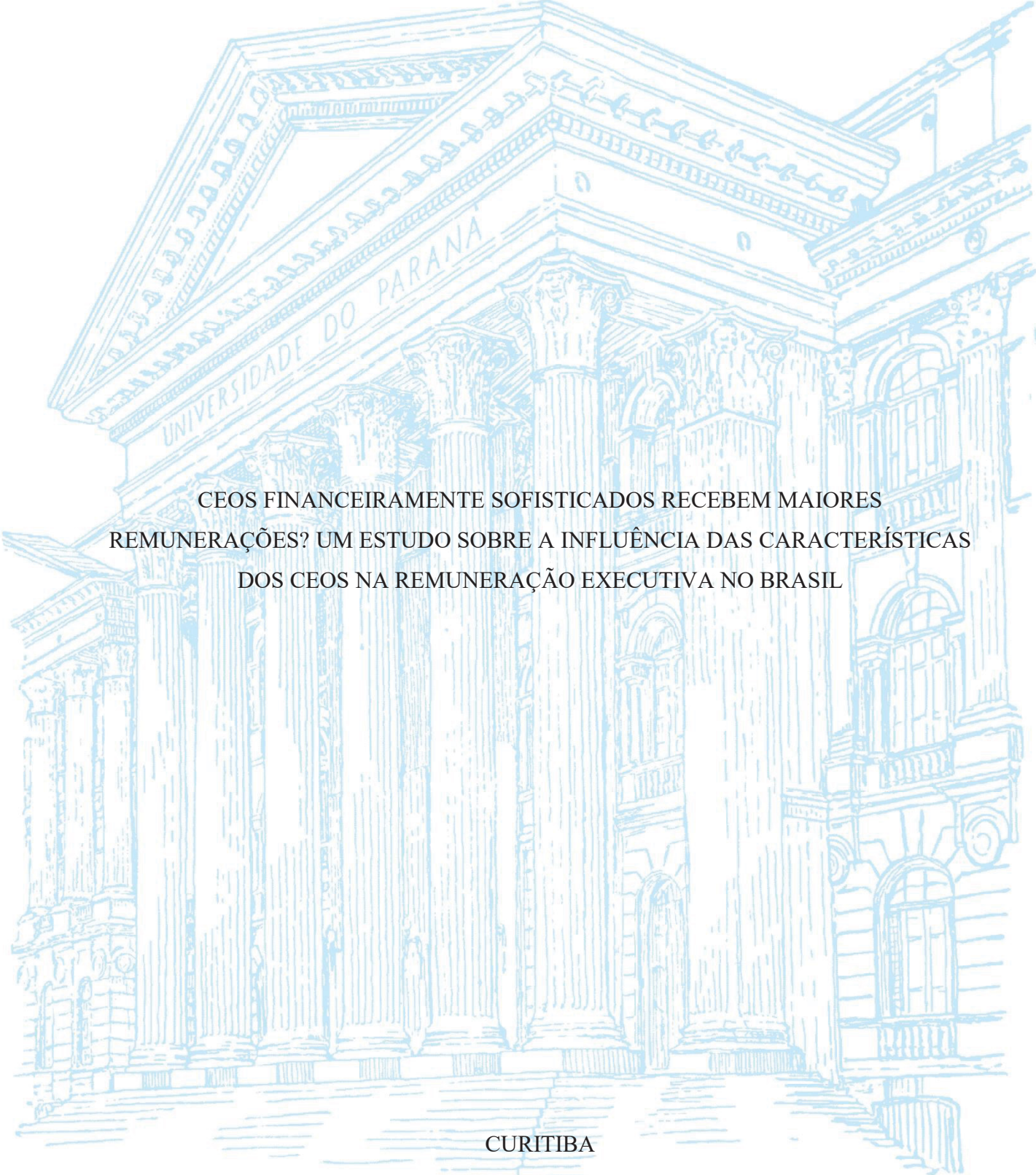


UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

FRANCISCO GLEISSON PAIVA AZEVEDO



CEOS FINANCEIRAMENTE SOFISTICADOS RECEBEM MAIORES
REMUNERAÇÕES? UM ESTUDO SOBRE A INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS
DOS CEOS NA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA NO BRASIL

CURITIBA

2024

FRANCISCO GLEISSON PAIVA AZEVEDO

CEOS FINANCEIRAMENTE SOFISTICADOS RECEBEM MAIORES
REMUNERAÇÕES? UM ESTUDO SOBRE A INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS
DOS CEOS NA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA NO BRASIL

Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Oliveira Soares

CURITIBA

2024

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Azevedo, Francisco Gleisson Paiva

CEOs financeiramente sofisticados recebem maiores remunerações? Um estudo sobre a influência das características dos CEOs na remuneração executiva no Brasil / Francisco Gleisson Paiva Azevedo. – Curitiba, 2024.

1 recurso on-line : PDF.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Oliveira Soares.

1. Diretores-executivos - Salários. 2. Sofisticação financeira. 3. Executivos financeiros. 4. Formação profissional. I. Soares, Rodrigo Oliveira. II. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.

Bibliotecária: Maria Lidiane Herculano Graciosa CRB-9/2008

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **FRANCISCO GLEISSON PAIVA AZEVEDO** intitulada: **CEOS FINANCEIRAMENTE SOFISTICADOS RECEBEM MAIORES REMUNERAÇÕES? UM ESTUDO SOBRE A INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DOS CEOS NA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA NO BRASIL**, sob orientação do Prof. Dr. RODRIGO OLIVEIRA SOARES, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 27 de Fevereiro de 2024.

Assinatura Eletrônica

27/02/2024 15:50:08.0

RODRIGO OLIVEIRA SOARES

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

27/02/2024 13:53:44.0

ROGÉRIO JOÃO LUNKES

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA)

Assinatura Eletrônica

27/02/2024 14:09:58.0

MARCOS WAGNER DA FONSECA

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Dedico esse trabalho, com imensa gratidão, aqueles que nunca me abandonaram, e que mesmo distantes, estiveram sempre perto: minha família!

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, minha gratidão a DEUS, que é absolutamente a razão do meu viver, sem Ele não teria sido possível transpor cada obstáculo enfrentado e chegar ao final desta jornada. Seu amor, bondade e misericórdia estiveram comigo todos os dias, e, por isso, mesmo longe da minha família e amigos, nunca me senti sozinho.

À minha família, aos meus pais Antonio Domingos e Maria Helena e minhas irmãs Gleiciane e Kessiane, essa conquista é nossa. Obrigado por toda ajuda e apoio de sempre. Deixar minha família e minha casa para trás, ainda que temporariamente, foi a coisa mais difícil que precisei fazer em toda minha vida, mas a certeza de que vocês estavam torcendo por mim foi a força necessária para que esse processo fosse menos difícil.

Aos amigos do meu amado Estado do Ceará, pelas mensagens, ligações e por entenderem minha ausência em tantas datas especiais e comemorações durante esse período de mestrado, a saudade e o carinho são recíprocos. Ao querido Professor Francisco Alves de Souza Neto, por me apresentar a pesquisa ainda durante a graduação. Neste momento, estendo meu agradecimento aos amigos e professores da Universidade Estadual Vale do Acaraú (UVA), em Sobral/CE, instituição séria a qual tenho imenso carinho e gratidão.

Ao meu orientador, Professor Dr. Rodrigo Oliveira Soares, expresso minha sincera gratidão pela confiança, paciência e pelo conhecimento transmitido durante a condução da dissertação, a quem tenho grande admiração e respeito. Agradeço neste instante a banca avaliadora, Professor Dr. Marcos Wagner da Fonseca e Professor Dr. Rogério João Lunkes, pela disponibilidade e pelas valiosas contribuições, seus *insights* sem dúvidas foram essenciais para a concretização deste objetivo.

Aos amigos de turma do mestrado, Débora, Regiane, Gabriel, Isabel, Marcelo, Laís, Daniela e, em especial, minha amiga Camila Helfenstein com quem compartilhei tantos momentos bons e ruins. Aos amigos do laboratório de Contabilidade Financeira e Finanças, em especial a Rita, Allison Sousa, Gislene, Suellen, Allan Marcelo, Matheus e Francini. Aos amigos que tive a honra de conhecer ao longo desta jornada, Flávio, Pavel, Rayane, Thais, Crislaine, Amanda, André e Josiane. Um agradecimento especial também aos meus irmãos de orientação Cassiana e Márcio. Juntos compartilhamos conhecimentos, experiências e companheirismo que sempre serão lembrados.

Aos amigos que tive o privilégio de conhecer em Curitiba, aqui representados pelo Felipe, Ariane e Eduardo, quero expressar sincera gratidão. Agradeço por me acolherem tão

bem e por estarem sempre dispostos a me ajudar, vocês tornaram meus dias mais leves e felizes, sendo, sem dúvida, uma parte crucial e significativa nesta jornada.

A Universidade Federal do Paraná (UFPR) pela imensa oportunidade, instituição centenária pública de qualidade a qual tenho grande admiração e que fez toda a diferença em minha vida. Neste instante, agradeço também ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGCONT), por viabilizar a realização deste objetivo, por acreditar na minha capacidade e pelo ensino transmitido com maestria por intermédio de professores excepcionais. Agradeço ao Laboratório de Finanças (LABFIN), por todas as contribuições e discussões que me auxiliaram na construção do pensamento científico.

Por fim, mas não menos importante, meu agradecimento à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), pelo apoio financeiro concedido durante o mestrado e pelo importante e necessário incentivo a pesquisa em nosso país.

“E Deus limpará de seus olhos toda lágrima, e não haverá mais morte, nem pranto, nem clamor, nem dor, porque já as primeiras coisas são passadas.”
(Apocalipse 21:4, Bíblia Sagrada)

RESUMO

O *Chief Executive Officer* (CEO) é um capital humano valioso e o principal tomador de decisões dentro da estrutura organizacional, por essa razão, seus conhecimentos e habilidades possuem a capacidade de agregar benefícios, estratégias e vantagens às decisões corporativas, moldando os resultados e *performance* empresarial. Nesta perspectiva, CEOs financeiramente sofisticados constituem-se como importantes para a empresa, pois possuem conhecimentos decorrentes de seu *background* acadêmico e *expertise* profissional associado às finanças e aos negócios, e dado o valor que agregam, poderiam receber melhores remunerações em valorização. Diante disso, esta pesquisa buscou analisar a relação entre as características de sofisticação financeira dos CEOs e suas remunerações por meio de análise empírica com amostra de 272 empresas de capital aberto listadas na B3 no período de 2010 a 2022. Para análise dos modelos propostos utilizou-se o método *Generalized Method of Moments* (GMM Sistemico). Os resultados revelam que as remunerações executivas no cenário brasileiro são elevadas, considerando o contexto emergente, embasando discussões entre empresas, mídia e academia sobre os altos salários. Destaca-se que o setor de Comunicações é detentor das maiores médias salariais. Os CEOs investigados possuem considerável formação acadêmica e experiência profissional necessárias para subsidiar a tomada de decisão. Descobrimos que as características de formação acadêmica têm sido requeridas e proporcionado melhores remunerações aos CEOs, constituindo-se como potenciais determinantes das remunerações. Identificamos que as empresas têm buscado e remunerado mais expressivamente experiências específicas dos executivos. Embora a formação acadêmica pareça importar nas definições salariais, algumas características relacionadas a experiência não se mostraram significativas, sugerindo que no contexto brasileiro CEOs financeiramente sofisticados parecem não receber melhores remunerações. Os achados suscitam questões sensíveis e pertinentes, como as restrições financeiras que impedem as empresas de contratar CEOs com inúmeras características devido a dificuldade de remunerá-los adequadamente. Além disso, sugere que as empresas podem estar interessadas em características específicas e dispostas a pagar maiores salários por elas. O estudo contribui com a Teoria dos Escalões Superiores, com empresas e com a literatura nacional e de países emergentes, evidenciando como os CEOs estão sendo remunerados nesses ambientes e que características têm sido associadas a maiores salários, trazendo constatações pertinentes e que ainda são incipientes no Brasil.

Palavras-chave: Remuneração executiva. Características dos CEOs. Sofisticação financeira. Formação acadêmica. Experiência profissional.

ABSTRACT

The Chief Executive Officer (CEO) is a valuable human capital and the primary decision-maker within the organizational structure. Consequently, their knowledge and skills have the capacity to add benefits, strategies, and advantages to corporate decisions, shaping business outcomes and performance. From this perspective, financially sophisticated CEOs are crucial for companies as they possess knowledge derived from their academic background and professional expertise associated with finance and business. Given the value they bring, they could potentially receive better compensation. Therefore, this research aimed to analyze the relationship between the financial sophistication characteristics of CEOs and their executive compensation through empirical analysis using a sample of 272 publicly listed companies on B3 from 2010 to 2022. The Generalized Method of Moments (Systemic GMM) method was employed for the analysis of the proposed models. The results reveal that executive compensations in the Brazilian scenario are high, considering the emerging context, which fuels discussions among companies, media, and academia regarding high salaries. It is noteworthy that the Communications sector holds the highest average salaries. The investigated CEOs possess considerable academic background and professional experience necessary to support decision-making. It was found that academic background characteristics have been required and have provided better compensation to CEOs, constituting potential determinants of compensations. Additionally, companies have been more prominently seeking and rewarding executives' specific experiences. Although academic background seems to matter in salary definitions, some experience-related characteristics were not significant, suggesting that in the Brazilian context, financially sophisticated CEOs may not receive better compensations. The findings raise sensitive and pertinent issues, such as financial constraints that hinder companies from hiring CEOs with numerous characteristics due to the difficulty of adequately compensating them. Furthermore, it suggests that companies may be interested in specific characteristics and willing to pay higher salaries for them. The study contributes to the Upper Echelons Theory, companies, and the national and emerging countries' literature, showing how CEOs are being compensated in these environments and which characteristics have been associated with higher salaries, providing relevant findings that are still incipient in Brazil.

Keywords: Executive Compensation. CEOs characteristics. Financial Sophistication. Academic Background. Professional Experience.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – <i>Principais características dos CEOs investigadas na literatura</i>	23
Figura 2 – <i>Composição da experiência profissional do CEO</i>	28
Figura 3 – <i>Proxies para remuneração do CEO</i>	45
Figura 4 – <i>Variáveis de interesse: características de sofisticação financeira do CEO</i>	46
Figura 5 – <i>Variáveis de controle</i>	51
Figura 6 – <i>Remunerações dos CEOs no período de 2010 a 2022</i>	59

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – <i>Distribuição amostral por setor econômico</i>	42
Tabela 2 – <i>Estatística descritiva das remunerações dos CEOs no Brasil</i>	55
Tabela 3 – <i>Características de Sofisticação Financeira dos CEOs</i>	59
Tabela 4 – <i>Características de Sofisticação Financeira dos CEOs por setor econômico</i>	60
Tabela 5 – <i>Estatística descritiva das variáveis da pesquisa</i>	62
Tabela 6 – <i>Matriz de correlação com variáveis RM e RMED e variáveis independentes</i>	65
Tabela 7 – <i>Matriz de correlação com variável RF e variáveis independentes</i>	66
Tabela 8 – <i>Matriz de correlação com variável RV e variáveis independentes</i>	67
Tabela 9 – <i>Análise do GMM Sistemico para a variável dependente Maior remuneração da Diretoria Estatutária</i>	68
Tabela 10 – <i>Análise do GMM Sistemico para a variável dependente Remuneração Média da Diretoria Estatutária</i>	70
Tabela 11 – <i>Análise do GMM Sistemico para a variável dependente Remuneração Fixa média da Diretoria Estatutária</i>	72
Tabela 12 – <i>Análise do GMM Sistemico para a variável dependente Remuneração Variável média da Diretoria Estatutária</i>	74
Tabela 13 – <i>Ranking das 50 maiores remunerações dos CEOs da composição amostral</i>	86
Tabela 14 – <i>Características dos CEOs detentores das 50 maiores remunerações</i>	87
Tabela 15 – <i>Análise do GMM Sistemico para a variável dependente RM em empresas de grande porte</i>	88
Tabela 16 – <i>Análise do GMM Sistemico para a variável dependente RMED em empresas de grande porte</i>	89

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	–	Brasil, Bolsa, Balcão
CEO	–	<i>Chief Executive Officer</i>
CFO	–	<i>Chief Financial Officer</i>
CVM	–	Comissão de Valores Mobiliários
DE	–	Diretoria Estatutária
EUA	–	Estados Unidos da América
FRE	–	Formulário de Referência das Empresas
GMM	–	<i>Generalized Method of Moments</i>
MBA	–	<i>Master of Business Administration</i>
P&D	–	Pesquisa e desenvolvimento
RSC	–	Responsabilidade Social Corporativa
TES	–	Teoria dos Escalões Superiores
UFPR	–	Universidade Federal do Paraná

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 OBJETIVOS	18
1.1.1 Objetivo geral	18
1.1.2 Objetivos específicos	18
1.2 JUSTIFICATIVAS	18
2 REVISÃO DA LITERATURA	21
2.1 PANORAMA DAS CARACTERÍSTICAS EXECUTIVAS	21
2.2 CARACTERÍSTICAS DE SOFISTICAÇÃO FINANCEIRA DOS CEOS	24
2.2.1 Formação acadêmica	25
2.2.2 Experiência profissional	27
2.3 REMUNERAÇÃO EXECUTIVA	33
2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA	36
3 ASPECTOS METODOLÓGICOS	41
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA	41
3.2 AMOSTRA, RECORTE TEMPORAL E COLETA DE DADOS	41
3.3 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA	43
3.3.1 Variáveis dependentes	43
3.3.2 Variáveis de interesse	45
3.3.3 Variáveis de controle	47
3.4 PROCEDIMENTOS ECONÔMICOS	53
4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	55
4.1 ANÁLISES DESCRITIVAS	55
4.2 ANÁLISE MULTIVARIADA	68
4.3 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	75
4.3.1 A influência da Formação acadêmica do CEO na remuneração executiva	76
4.3.2 A influência da Experiência profissional do CEO na remuneração executiva	78
4.3.3 A influência da Sofisticação financeira do CEO na remuneração executiva	81
4.4 ANÁLISES ADICIONAIS	85
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	91
5.1 LIMITAÇÕES DO ESTUDO	94
5.2 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS	94
REFERÊNCIAS	96

1 INTRODUÇÃO

O *Chief Executive Officer* (CEO) é o cargo mais elevado dentro da hierarquia organizacional, sendo responsável por tomar decisões importantes e definir estratégias que podem afetar o desempenho e resultados empresariais, possuindo, deste modo, capacidade de impulsionar o sucesso da corporação (Crossland & Hambrick, 2007; Altarawneh et al., 2020; Rovelli & Curnis, 2021). Sob essa perspectiva, entendendo a importância dos CEOs nos processos decisórios, diversos estudos têm dado atenção substancial a esses executivos. Conjecturando que suas características possuem a capacidade de interferir na forma como processam e utilizam as informações sobre suas funções, empresa e ambiente, tornando, desta forma, a tomada de decisão complexa, envolvendo além de fatores organizacionais, os valores e bases cognitivas dos executivos (Papadakis & Barwise, 2002; Shen, 2021).

No ambiente corporativo, os CEOs agem de acordo com suas características, por conta disso, os estudos têm levantado questionamentos sobre quais características dos CEOs são mais importantes para a organização, já que estes possuem características e habilidades heterogêneas, consideradas multidimensionais e que se relacionam com a empresa (Hambrick, 2007; Kaplan et al., 2012; Adams et al., 2018; Shen, 2021). Sob essa perspectiva, a Teoria dos Escalões Superiores (TES) postulada por Hambrick e Mason (1984), destaca as características observáveis dos gestores que compõem o alto escalão como influenciadoras do desempenho e resultados organizacionais, pois as empresas executarão suas ações conforme as características do principal executivo.

De acordo com a TES, características como, idade, gênero, experiência profissional, educação formal, raízes socioeconômicas e posição financeira podem influenciar comportamentos dos gestores nas decisões (Hambrick & Mason, 1984). Essa concepção serviu para embasar diversas pesquisas, que buscaram compreender como tais características poderiam de fato interferir nos processos decisórios (Adams et al., 2018; Liu et al., 2018; Kaur & Singh, 2019; Saidu, 2019; Conyon et al., 2019; Naseem et al., 2020; Main & Silva, 2021; Silva & Banda, 2022; Setiawan & Gestanti, 2022). Embora os estudos tenham produzidos resultados mistos, os seus achados contribuíram para acrescentar maior número de características estudadas e ajudaram a entender os efeitos dos executivos nas organizações (Hambrick, 2007; Custódio et al., 2013; Altarawneh et al., 2020; Shen, 2021).

Entretanto, Hambrick (2007) em atualização a TES, chama a atenção dos pesquisadores, ao apontar que as características executivas podem estar relacionadas às remunerações, já que os comportamentos poderiam mudar de acordo com as remunerações

recebidas, desta maneira, os planos de remuneração precisariam considerar as características dos altos executivos. Porém, de acordo com o autor, até aquele momento, poucos pesquisadores haviam se empenhado nessa investigação, e assim, sugeriu que pesquisas futuras explorassem essa relação necessária para o avanço da teoria. Após o apontamento de Hambrick (2007), alguns estudos se propuseram a investigar a relação entre as características e remunerações executivas. No entanto, apontaram que muito ainda precisava ser pesquisado, já que essa relação tenderia a variar de acordo com os indivíduos, empresas, setores, países e planos remuneratórios. Além disso, as pesquisas acabaram se concentrando, em sua maioria, em economias desenvolvidas, emergindo uma interessante lacuna a ser explorada nos países em desenvolvimento (Banghøj et al., 2010; Lam et al., 2013; King et al., 2016; Gande & Kalpathy, 2017; Conyon et al., 2019; Malik et al., 2020; Schmid & Baldermann, 2021; Jaggia & Thosar, 2022; Choi et al., 2022).

A ideia de que os comportamentos podem ser influenciados pelas remunerações é apontada na literatura como uma relação existente de fato, mas que, é complexa e precisa ser melhor explorada. Por exemplo, a empresa pode atrair executivos com características importantes para a gestão, no entanto, com o passar do tempo, se as remunerações não forem ajustadas estes podem se sentir desmotivados para utilizar suas habilidades e desenvolver comportamentos estratégicos, e com isso os talentos ficariam mal aproveitados (Hambrick, 2007). Atinente a isso, Al-Shammari (2018), em estudo com empresas dos EUA, encontrou relação positiva entre as remunerações do CEO e o comportamento de assumir riscos, sendo essa relação moderada pelas características do CEO. Os achados confirmam que os executivos assumem maiores riscos quando recebem melhores remunerações, e as características do CEO intensificam esta relação de modo a elevar a capacidade do gestor ao assumir decisões mais arriscadas.

É necessário ressaltar que a remuneração executiva é um assunto envolto em polêmicas, já que as pesquisas e a mídia se voltaram ao debate dos elevados salários (Murphy, 1999; Devers et al., 2007; Hendriks et al., 2023). Além disso, é um tema abstruso, pois a relação entre a contratação ótima e a remuneração não é clara, e de acordo com estudos ainda não estão claros os efeitos que a remuneração do CEO pode causar no valor e desempenho da empresa, o que tem despertado o interesse de pesquisadores pela temática (Devers et al., 2007; Frydman & Jenter, 2010; Bussin & Ncube, 2017; Hendriks et al., 2023). Ademais, é preciso destacar que a remuneração é heterogênea entre corporações, setores e países, tornando intrincado o entendimento dos contratos salariais, pois é difícil distinguir processos e critérios utilizados para recompensar os executivos, o que contribui para que não haja consenso sobre os

determinantes das remunerações (Finkelstein & Hambrick, 1988; Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Davis et al., 2013).

Segundo Finkelstein e Hambrick (1988), existem evidências de que a remuneração dos CEOs era determinada de acordo com o seu “valor”, isto é, seu salário era proporcional à sua contribuição para a empresa, porém, esse cálculo é obscuro, envolvia subjetividade e variava entre as empresas. Contudo, para Murphy (1999), existem aspectos que podem ser considerados ao se tratar dos salários dos executivos, tais como idade, experiência profissional e nível educacional, tendo em vista que é esperado que CEOs com maiores habilidades e informações tomem melhores decisões. Nesse contexto, as remunerações podem sofrer influências das características dos CEOs, dado que, um CEO com maior experiência profissional e nível educacional pode ter um valor maior para a empresa, assim, CEOs com essas características seriam dignos de melhores remunerações. De acordo com Aivazian et al. (2013), em um ambiente de alta competitividade as habilidades dos gestores são precificadas, já que contribuem na tomada de decisão proporcionando bons resultados para a empresa, fazendo com que recebam maiores remunerações.

As frequentes mudanças regulatórias, competitividade nos mercados e modernizações constantes nos processos, têm feito as empresas procurarem por gestores mais talentosos e qualificados para administrar os negócios. Nesse sentido, um CEO com formação acadêmica e experiência profissional se constitui como mais competente e sofisticado financeiramente para a tomada de decisão e desenvolvimento de estratégias no ambiente dos negócios, assim, essas características poderiam contribuir para que esses executivos recebessem melhores remunerações, dado o valor que acrescentam a empresa (Custódio & Metzger, 2014; Bortoli & Soares, 2021; Shen, 2021; Gounopoulos et al., 2021).

Para Bortoli e Soares (2021), a sofisticação financeira é o aglomerado de conhecimentos adquiridos tanto pela formação acadêmica quanto pela experiência profissional relacionada a finanças. A lógica expressa pelos autores é que a Sofisticação Financeira se torna relevante uma vez que os CEOs podem usufruir de tais conhecimentos para melhor alcance do desempenho, diferenciando-se de seus pares não sofisticados financeiramente. Nesse entendimento, a sofisticação financeira poderia inclusive estar relacionada à atuação dos executivos em ambientes turbulentos, como complexidade tributária no caso brasileiro, problemas de governança e *enforcement* legal, concentração de propriedade e dentre outros. Assim, CEOs que possuem maior sofisticação financeira (formação acadêmica e experiência profissional relacionadas a finanças) contribuem para que a empresa possua melhor

performance e resultados, e, isto pode ser refletido em melhores remunerações como forma de valorização aos benefícios que os executivos agregam.

A formação acadêmica tem sido frequentemente apontada na literatura como determinante da remuneração dos CEOs, pois um CEO com maior nível de formação possui melhor *background* para administrar situações inesperadas nos negócios, agindo com qualidade técnica e gerencial, possuindo maior competência para analisar projetos, com maior racionalidade nas decisões, contribuindo para aumentar o desempenho empresarial, melhorando o engajamento da empresa no mercado, inclusive em relação aos investimentos em inovação e captação de recursos (Custódio et al., 2013; Gupta & Mahakud, 2020; Jiang & Liu, 2020; Shen, 2021; Main & Silva, 2021). Tendo em vista que a formação do CEO pode contribuir para uma melhor *performance* empresarial e obtenção de resultados almejados, as empresas poderiam se beneficiar dessa característica na contratação do CEO (Altuwaijri & Kalyanaraman, 2020), o que tornaria essa característica valiosa e, portanto, digna de maior remuneração.

A experiência profissional também tem sido discutida na literatura. Para Magnusson e Boggs (2006), ter experiência profissional internacional, por exemplo, constitui-se como elemento de alta relevância para contratação do CEO. Nesse contexto, Custódio et al. (2013) comprovam que CEOs com habilidades adquiridas por meio de suas experiências recebem maiores remunerações. Em consonância, Conyon et al. (2019) evidenciam que as remunerações dos CEOs são atribuídas de acordo com *expertise* decorrente de suas experiências profissionais, e os salários são ainda maiores quando a experiência é internacional. Diante disso, essa característica tem sido apontada como determinante da remuneração executiva, onde, quanto maior a experiência profissional, maior a remuneração do CEO. Um CEO experiente possui o nível de maturidade desejável nos negócios, utiliza estrategicamente seus conhecimentos na realização de tarefas, gerando bons resultados, criando vantagens competitivas e fazendo com que empresa ganhe experiência profissional, e, portanto, essa característica pode ser refletida na remuneração dos executivos do alto escalão, como forma de valorização (Conyon et al., 2019; Schmid & Baldermann, 2021; Machado et al., 2023).

Diante do exposto, considerando que as características que compõem a Sofisticação Financeira do CEO são importantes no contexto empresarial, proporcionando maior perspicácia para a tomada estratégica de decisão, e, portanto, podendo ser refletidas nas remunerações, o presente estudo busca explorar essa relação, respondendo a seguinte questão: **Qual a relação entre as características de sofisticação financeira do CEO e suas remunerações em empresas brasileiras listadas em bolsa?**

1.1 OBJETIVOS

Diante da contextualização construída e para responder a problemática levantada, nas subseções seguintes são apresentados os objetivos que orientam a presente pesquisa.

1.1.1 Objetivo geral

O objetivo da pesquisa consiste em analisar a relação entre características de sofisticação financeira dos CEOs e a remuneração auferida pelos mesmos em empresas brasileiras listadas em bolsa.

1.1.2 Objetivos específicos

- (i) Mapear as características pessoais e curriculares dos CEOs das empresas brasileiras de capital aberto;
- (ii) Investigar a remuneração dos executivos das empresas brasileiras listadas na bolsa de valores;
- (iii) Verificar a relação entre as características de sofisticação financeira dos CEOs e suas remunerações em empresas brasileiras.

1.2 JUSTIFICATIVAS

O estudo considera o apontamento de Hambrick (2007) que em atualização a TES, destacou a necessidade de estudar o efeito combinado entre as características e remunerações executivas para avanço da teoria. Segundo o autor, até aquele momento, poucos estudos haviam se empenhado na investigação da relação, no entanto, é fato que os executivos alteram seus comportamentos em reação aos acordos de remuneração, e esses acordos, por sua vez, precisam considerar as características dos próprios executivos para definição dos incentivos. Assim, as mudanças no comportamento poderiam ser explicadas ao se examinar conjuntamente as características observáveis dos executivos e a composição dos planos de remuneração. Diante disso, esta pesquisa busca explorar a relação levantada por Hambrick (2007), contribuindo com a teoria e com os estudos que já tem se debruçado na investigação da relação.

A competitividade nos mercados, modernização dos processos e constantes mudanças regulatórias têm feito as empresas buscarem por gestores que possuem credenciais educacionais e *expertise* profissional (Schmid & Baldermann, 2021). Estudos destacam que executivos com maior *background* acadêmico e experiência profissional são mais habilidosos e estratégicos para administrar os negócios, impulsionar o desempenho financeiro e sustentável, melhorar a

qualidade dos relatórios financeiros, têm maior segurança para arriscar e são mais preparados para reduzir os efeitos da incerteza política nos investimentos (Custódio & Metzger, 2014; Ghardallou et al., 2020; Oradi et al., 2020; Jiang & Liu, 2020; Gounopoulos et al., 2021; Wang et al., 2022). Esta pesquisa caminha em consonância com estes estudos, destacando a relevância destas características, e ainda evidenciando que elas tornam os CEOs sofisticados financeiramente para a tomada estratégica de decisão.

Um ponto importante ao se estudar as características dos CEOs é que as pesquisas, no contexto geral, têm procurado identificar, explorar e expandir vastamente a quantidade de características observáveis. Os estudos buscam entender quais características são importantes para a empresa, como contribuem para explicar comportamentos, impulsionar a *performance* empresarial e qualidade das informações e impactar as decisões corporativas, entretanto, a literatura tem apontado esse tema como complexo, extenso e que precisa ainda ser amplamente explorado, para que seja possível entender como os executivos interferem no cenário corporativo em geral (Kaplan et al., 2012; Kang, 2017; Ghardallou et al., 2020; Shen, 2021; Chen et al., 2021). Ante o exposto, o estudo busca contribuir com a literatura, mapeando as características dos CEOs, fornecendo comprovações empíricas e ainda relacionando com temáticas importantes do ambiente corporativo, no caso as remunerações.

A remuneração executiva, no entanto, é considerada um tema complexo e que varia entre empresas e países, isso tem levado pesquisadores a se concentrarem em discussões sobre a composição dos pacotes remuneratórios, determinantes e elevados salários (Murphy, 1999; Devers et al., 2007; Frydman & Jenter, 2010; Malik et al., 2020; Hendriks et al., 2023). Este estudo visa a contribuir com a literatura que trata deste assunto, destacando as características de sofisticação financeira dos CEOs como possíveis determinantes e impulsionadoras das altas remunerações. Ademais, busca fornecer evidências do que pode estar sendo considerado nos planos remuneratórios e clareando caminhos para novas pesquisas, que ainda têm apontado a temática como enigmática, já que existem aspectos intrínsecos que permanecem obscuros sobre o que compõe e motiva os salários (Finkelstein & Hambrick, 1988; Hendriks et al., 2023).

As discussões sobre a remuneração do CEO embora recorrentes nas pesquisas, são inconclusivas, principalmente em relação aos seus determinantes, deste modo, entendendo que a formação acadêmica e experiência profissional possibilitam ao CEO maior sofisticação financeira e os tornam mais preparados para as decisões estratégicas, gestão de políticas financeiras e obtenção de recursos, essas características podem ser apontadas como importantes determinantes salariais, dado os benefícios que agregam a empresa (Custódio & Metzger, 2014; Falato et al., 2015; Schmid & Baldermann, 2021; Dutra & Ceretta, 2023). Além do mais,

estudar as características e as remunerações dos CEOs ajuda a entender se essas características são valorizadas e como estão sendo remuneradas, e assim enxergar se as habilidades e atributos dos gestores contribuem para que as remunerações sejam maiores (Aivazian et al., 2013).

A relação entre as características do CEO e suas remunerações tem sido considerada nos estudos, no entanto, as pesquisas têm se concentrado fortemente em economias desenvolvidas, mais acentuadamente nos EUA, principalmente pelo fato da transparência e governança serem mais congruentes nesses contextos (Banghøj et al., 2010; Cole & Mehran, 2016; King et al., 2016; Gande & Kalpathy, 2017; Al Shammari, 2018; Conyon et al., 2019; Mueller et al., 2021; Schmid & Baldermann, 2021; Jaggia & Thosar, 2022). Diante disso, visando contribuir com a literatura que trata dos mercados emergentes, esta pesquisa vem testar e fornecer evidências empíricas sobre o efeito combinado das características e remunerações dos CEOs em uma economia emergente, no caso o Brasil.

No cenário brasileiro as pesquisas que investigam os efeitos entre características e remunerações dos CEOs, são recentes, provavelmente devido ao fato de que as informações sobre as remunerações dos executivos só começaram a ser publicadas a partir da instituição da Instrução Normativa CVM nº 480 de 2009, que obrigou a divulgação dos valores pagos aos executivos, além do mais, foi também após a publicação desta instrução que se conheceu com maior transparência, por intermédio da padronização das informações em formulário de referência, as informações curriculares dos CEOs das empresas brasileiras listadas em bolsa.

Desta forma, essa pesquisa visa a contribuir com a literatura sobre o Brasil, ajudando a explorar esta relação no cenário nacional, que ainda tem sido apontada como pequena, recente e incipiente entre os estudos (Pereira et al., 2016; Rissatti et al., 2019; Dutra & Ceretta, 2023; Machado et al., 2023), questionando e comprovando empiricamente se contexto brasileiro as remunerações podem ser influenciadas pelas características e atributos dos CEOs, e ainda, suscitando discussões sobre como os CEOs estão sendo remunerados neste ambiente.

Por fim, estudar as remunerações executivas em uma economia emergente, ajuda a entender aspectos de transparência e responsabilidade na divulgação de informações para investidores e *stakeholders*, fornece *insights* sobre o mercado de trabalho executivo em específico aos aspectos relacionados à atração e retenção de talentos, possibilitando inclusive compará-los com mercados de economias desenvolvidas, e elucidar questões sobre as disparidades salariais. Ainda, investigar as características dos CEOs em uma economia emergente ajuda a detectar quais atributos estão sendo valorizados, quais constituem-se como potenciais determinantes e como contribuem para impulsionar os resultados corporativos.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Esta seção é composta pela revisão da literatura que fundamenta a dissertação, sendo formada por quatro tópicos. O primeiro tópico traz um panorama sobre as características dos CEOs, apresentando quais as mais pronunciadas na literatura; o segundo tópico aborda as características de sofisticação financeira do CEO, onde discorre-se, de modo mais específico, sobre a formação acadêmica e experiência profissional; o terceiro tópico traz a discussão a remuneração executiva; e o quarto tópico aponta trabalhos correlatos afinados com os objetivos deste estudo e apresenta as hipóteses de pesquisa.

2.1 PANORAMA DAS CARACTERÍSTICAS EXECUTIVAS

As teorias tradicionais de finanças (Markowitz, 1952; Fama, 1970; Jensen & Meckling, 1976) apresentam os gestores como racionais e homogêneos, ignorando ações e atributos pessoais dos decisores em relação aos aspectos econômicos, todavia, no campo dos negócios, a tomada de decisão é muito mais complexa, pois os gestores possuem características que afetam a forma como eles tomam decisões, e foi sob essa perspectiva que Hambrick e Mason (1984) propuseram a Teoria dos Escalões Superiores (TES) levantando discussões de que as características dos executivos, como idade, gênero, educação formal e experiência, podem impactar seus comportamentos e influenciar nos processos decisórios e resultados organizacionais, argumentando que suas habilidades, conhecimentos e valores podem interferir na forma como eles processam as informações sobre suas funções e ambiente, diante disso, para entender a tomada de decisão, é necessário considerar as bases cognitivas dos executivos que compõem o alto escalão (Hambrick & Mason, 1984; Hambrick, 2007).

Boa parte dos estudos que investigam as características dos executivos têm utilizado como pano de fundo a TES (Hambrick & Mason, 1984), e vem reforçando ao longo do tempo que os CEOs são atores importantes dentro da hierarquia organizacional por possuírem talentos e habilidades que podem impactar o desempenho corporativo. Contudo, não há um consenso sobre que atributos são mais significativos, o que fez com que emergissem questionamentos sobre quais características se constituem como mais relevantes (Kaplan et al., 2012; Altarawneh et al., 2020). Entretanto, entender as características dos CEOs é demasiadamente complexo, visto que não é suficiente considerar as características de forma individual, pois um mesmo executivo pode ter várias características atuando conjuntamente e de forma multidimensional na empresa, o que dificulta ainda mais perceber que características se configuram como mais expressivas (Adams et al., 2018; Lin et al., 2020).

No entanto, CEOs com mais características parecem fazer com que a empresa apresente melhor desempenho empresarial, pois são apontados como mais astutos, habilidosos e competentes contribuindo eficientemente para a gestão estratégica e crescimento empresarial, regulando adequadamente os custos, recursos, políticas financeiras, decisões de financiamentos e investimentos, fomentando a criação de valor da entidade e atendendo os objetivos dos acionistas, assim, ao contribuírem com o bom desempenho corporativo se mostram mais eficientes em suas atividades de administração e ainda ajudam a chamar a atenção de investidores para a empresa, por intermédio dos bons resultados apresentados (Wally e Baum 1994; Kaplan et al., 2012; Liu et al., 2018; Altarawneh et al., 2020; Ghardallou et al., 2020).

Em virtude desses benefícios, estudos se propuseram, notadamente a partir da década de 1990, a verificar a relação existente entre as características executivas e o desempenho empresarial, culminando em um *boom* de pesquisas, que de forma panorâmica procuraram averiguar se as características dos altos executivos se constitui como determinantes e impulsionadoras do desempenho empresarial, considerando diferentes características, contextos, mercados, países, empresas, e contemplando diferentes áreas, como economia, finanças, contabilidade e gestão (Nelson, 2005; Serra et al., 2016; Adams et al., 2018; Liu et al., 2018; Kaur & Singh, 2019; Saidu, 2019; Naseem et al., 2020; Ghardallou et al., 2020; Gupta & Mahakud; 2020; Shen, 2021; Setiawan & Gestanti, 2022).

Embora as pesquisas tenham se concentrado nessa relação, algumas pesquisas também procuraram explorar a relação existente entre as características dos CEOs e outras temáticas, como fraudes corporativas (Khanna et al., 2015), empreendedorismo corporativo (Wei & Ling, 2015), P&D (Barker & Mueller, 2002; Jiang & Liu, 2020), gerenciamento de resultados (Choi et al., 2014; Sprenger et al., 2017; Bouaziz et al., 2020; Locatelli et al., 2021), divulgação ambiental (Oware & Awunyo-Vitor, 2021), oferta pública de capital (Yang et al., 2011; Gounopoulos et al., 2021), qualidade das informações contábeis (Lin et al., 2020), decisões de fusão e aquisição (Main & Silva, 2021) e estrutura de capital (Silva & Banda, 2022). Deste modo, observa-se que as características dos CEOs têm levado os pesquisadores a considerar os seus diversos efeitos no ambiente empresarial.

Entretanto, além de buscar relacionar as características com diversos assuntos, os pesquisadores também têm se preocupado em ampliar o número de atributos estudados, a fim de levantar mais características importantes dos principais tomadores de decisão que podem influenciar na organização (Altarawneh et al., 2020). A Figura 1 apresenta as características dos CEOs mais recorrentes na literatura.

Figura 1
Principais características dos CEOs investigadas na literatura

Característica	Descrição	Autores
Idade	CEOs mais jovens arriscam mais, visam resultados maiores e são mais agressivos em suas decisões, enquanto que CEOs mais maduros preferem manter a constância nos resultados e não fazem grandes apostas, reduzindo decisões de financiamento e investimento, sendo mais conservadores.	Barker e Mueller (2002); Liu et al. (2018); Naseem et al. (2020); Altarawneh et al. (2020); Setiawan e Gestanti (2022).
Gênero	CEOs do sexo feminino tem se apresentados como mais racionais e éticas, possuindo comportamento mais conservador e são apontadas como avessas ao risco, já CEOs do sexo masculino tem sido caracterizado como excessivamente confiantes, e se envolvem em empréstimos e investimentos mais radicais.	Liu et al. (2018); Bouaziz et al. (2020); Lin et al. (2020); Silva e Banda (2022); Setiawan e Gestanti (2022).
Tempo de mandato	Um CEO com maior tempo de mandato tende a moldar os resultados com base em seu conhecimento na estrutura da empresa, podendo inclusive tomar decisões que os beneficie, agindo de forma mais oportunista, ainda tendem a ser mais avessos aos riscos e mais relutantes a mudanças.	Barker e Mueller (2002); Martino et al. (2018); Naseem et al. (2020); Oware e Awunyo-Vitor (2021); Darouichi et al. (2021).
Educação formal	CEOs com maior educação formal são apontados como mais perspicazes, aplicando seus conhecimentos teóricos nas situações adversas, são mais agressivos nas decisões pois demonstram mais domínio na administração do negócio, e quando possuem formação na área de negócios, contribuem para um melhor desempenho empresarial.	Serra et al. (2016); Adams et al. (2018); Kaur e Singh (2019); Ghardallou et al. (2020); Gupta e Mahakud (2020); Setiawan e Gestanti (2022).
Experiência	CEOs mais experientes possuem maior capacidade de gerenciamento de riscos, maior senso nas decisões de financiamento, podem influenciar no desempenho, concede experiência nacional e internacional a empresa, e por conhecer o mercado cria maior vantagem competitiva e pode replicar o sucesso já vivido ao longo de sua carreira.	Conyon et al. (2019); Ghardallou et al. (2020); Schmid e Baldermann (2021); Silva e Banda (2022).
Dualidade	A dualidade de cargos dos CEOs contribui para aumentar o poder do executivo, no entanto, pode fazer com haja queda no desempenho, devido à sobrecarga de trabalho, causando má organização das informações às partes interessadas, podendo também enfraquecer os processos e estrutura de governança corporativa.	Kaur e Singh (2019); Naseem et al. (2020); Bouaziz et al. (2020); Oware e Awunyo-Vitor (2021); Locatelli et al. (2021).
Nacionalidade	A nacionalidade do CEO tem acrescentado estratégias estrangeiras ao negócio, porém, parece contribuir com o gerenciamento de resultados, levando também a resultados insuficientes, e ainda contribuído para que haja choques culturais e desentendimentos entre membros nacionais e internacionais.	Huang (2013); Kaur e Singh (2019); Conyon et al. (2019); Bouaziz et al. (2020); Jbir et al. (2021); Chen et al. (2022).
Participação acionária	CEOs que possuem ações dentro da empresa se esmeram mais para alcançar resultados acima do esperado, fazem uma melhor administração contribuindo eficientemente para aumentar o valor da empresa, reduzem problemas de agência, combinando seus interesses com os demais acionistas, contudo, assumem menos riscos, para proteger suas ações.	Kaur e Singh (2019); Main e Silva (2021); Bsoul et al. (2022).
Rotatividade	CEOs recém contratados parecem diminuir a chance de realização do gerenciamento de resultados, são mais dedicados, vão reduzindo sua performance, e a rotatividade frequente de CEO é associada, muitas vezes, ao mau desempenho do negócio.	Choi et al. (2014); Jenter e Kanaan (2015); Bouaziz et al. (2020); Wang e Yang (2022).

Fonte: O autor (2024).

Contudo, apesar das características dos altos executivos serem recorrentes nas pesquisas de forma geral, essa temática poderia avançar ainda com o olhar focar em novas perspectivas, já que comprovadamente há uma heterogeneidade de habilidades que varia entre indivíduos e que são moldadas com base na empresa e no setor em que ele atua (Custódio & Metzger, 2014; Altarawneh et al., 2020; Ghardallou et al., 2020). Nesse sentido, investigar se os CEOs com maior *background* acadêmico e *expertise* profissional relacionados a finanças e negócios no geral, constituem-se como sofisticados financeiramente seria, por exemplo, importante para avançar nas discussões sobre a temática (Bortoli & Soares, 2021).

2.2 CARACTERÍSTICAS DE SOFISTICAÇÃO FINANCEIRA DOS CEOS

O CEO tem se apresentado como um capital humano valioso dotado de habilidades indispensáveis, e como é o principal tomador de decisão dentro da empresa, pode atuar estrategicamente moldando a *performance* empresarial (Ghardallou et al., 2020; Shen, 2021), assim, ao possuir características relevantes ao negócio, torna-se crucial para o atingimento dos objetivos organizacionais, de acordo com Custódio e Metzger (2014) um executivo experiente em finanças, por exemplo, pode inclusive constituir-se como uma forma barata de incorporar estratégias aos negócios.

De acordo com a literatura, um CEO pode ser sofisticado e qualificado, no ambiente corporativo, ao possuir um conjunto de características importantes, como maior nível educacional e experiência profissional nos negócios, já que os CEOs que possuem essas características tomam melhores decisões financeiras, possuem estratégias organizacionais dinâmicas, detêm competência para superar entraves do mercado, contribuem para alinhar os interesses dentro das empresas, proporcionam aumentos nos resultados, criam vantagem competitiva e promovem boa gestão das políticas institucionais, por intermédio de seus conhecimentos decorrente da teoria e atributos adquiridos ao longo de sua carreira (Custódio & Metzger, 2014; Ghardallou et al., 2020; Oradi et al., 2020; Bortoli & Soares, 2021; Main & Silva, 2021; Gounopoulos et al., 2021; Wang et al., 2022).

As características de sofisticação financeira do CEO são apresentadas por Bortoli e Soares (2021) como constructo composto denominado de “Índice de Sofisticação Financeira”. Para os autores, gestores que possuem conglomerado de conhecimentos relacionados a finanças adquiridos por intermédio de sua formação acadêmica e experiência profissional tendem a ser mais assertivos nas decisões estratégicas, possuindo maior *know-how* do que seus pares não sofisticados financeiramente. Deste modo, quando um CEO detém formação acadêmica e experiência profissional relacionado a finanças, ele se apresenta como mais sofisticado

financeiramente e por tanto mais assertivo na gestão, impulsionando o desempenho empresarial.

2.2.1 Formação acadêmica

Segundo Barker e Mueller (2002), as pesquisas ao longo dos anos se preocuparam muito com a forma ideal de gestão e alocação de recursos, todavia, desconsideravam as ações e atributos dos decisores envolvidos nessas questões, deste modo, embora a empresa possuísse recursos, as características do CEO poderiam comprometer a alocação destes e impactar nos resultados, e nesse contexto abordam a educação formal como uma importante característica a ser investigada. Segundo Hambrick e Mason (1984), executivos com maior nível de escolaridade tenderiam a processar melhor as informações complexas e utilizando-as estrategicamente na empresa, isso fez com que a partir dos anos 1990 essa característica do CEO ganhasse considerável importância e espaço nas pesquisas (Altuwajiri & Kalyanaraman, 2020; Shen, 2021).

Estudos como Wally e Baum (1994), destacavam, ainda na década de 90, que os executivos com bom nível de formação possuíam maior destreza cognitiva. O fato é que executivos bem preparados e com uma formação adequada empregam na tomada de decisão métodos planejados e de qualidade advindos de seu conhecimento (Graham & Harvey, 2002). Contudo, Kaur e Singh (2019) evidenciam que é necessário deixar claro que não existem leis ou mesmo regras que determinem que os CEOs precisam possuir elevado nível educacional, ou mesmo ter alguma formação, todavia, é fato que de alguma forma a educação desses executivos pode ser um indicador de orientações cognitivas, e mesmo não sendo obrigatória, tem-se percebido que os executivos só conseguem chegar nesse patamar se possuir algum grau formativo.

O nível de escolaridade do CEO tem-se mostrado importante, e essa formação se alinhada com os objetivos da empresa, provoca ainda um melhor resultado e desempenho, assim um executivo com formação em finanças, por exemplo, seria mais perspicaz nas decisões que envolvessem as políticas financeiras (Gupta & Mahakud, 2020). Deste modo, considerando que a educação formal dos CEOs pode contribuir para o desempenho, a escolha de executivos com essa característica seria crucial para os negócios, pois, de acordo com Ghardallou et al. (2020), em estudo com empresas Sauditas, o desempenho da empresa tende a melhorar quando o CEO possui formação em administração, finanças, economia e contabilidade, seja a nível de MBA, mestrado ou doutorado, indicando também que isso pode ser uma motivação para atrair investidores, que acreditem que CEOs com melhor formação são mais habilidosos.

A literatura tem salientado que CEOs com melhor formação propiciam maior eficiência gerencial, sendo mais capacitados para tomar decisões complexas, estratégicas nas questões de inovação e possuem destreza para enfrentar situações complexas no geral, isso tem contribuído também para reduzir a rotatividade destes executivos nas empresas (Liu et al., 2018; Ghardallou et al., 2020; Altuwajiri & Kalyanaraman, 2020). Saidu (2019) aponta que a educação do CEO é uma fonte de sabedoria para a empresa, e considera que a educação é uma fonte de poder, assim, um CEO com maior nível educacional, constitui-se como poderoso, e contribui eficientemente para melhorar a lucratividade dos negócios, isso ajuda a sustentar a ideia de que um CEO com *background* acadêmico é mais sofisticado, por possuir primorosas habilidades e capacidade para gerenciar as decisões.

De acordo com Custódio e Metzger (2014) CEOs que possuem formação mais elevada, como MBA, são mais agressivos em suas estratégias e arriscam mais que CEOs com menos formação, porém isso varia a depender do contexto, já que Bsoul et al. (2022) em estudo com empresas na Jordânia, encontraram uma relação negativa entre assunção de riscos e o nível educacional do CEO, discutindo que quanto mais instruídos, mas cautelosamente analisam a situação, para evitar erros, e por conta disso, preferem focar no desenvolvimento da empresa no longo prazo. Além disso, a formação do executivo pode ajudar a entender seu estilo de liderança, constituindo-se como um aspecto sensível e que deve ser tratado com atenção na contratação de um CEO. Nesse sentido, Gounopoulos et al. (2021) afirmam que a formação do CEO pode ser um indicador de qualidade, ao que se refere a talentos e habilidades, pois concedem conhecimentos, informações, competências e também podem influenciar as percepções dos investidores na oferta pública inicial.

Setiawan e Gestanti (2022) em estudo com empresas da Indonésia, verificaram que a formação do CEO afeta positivamente o desempenho e as políticas de investimentos, revelando que a formação traz um diferencial na tomada de decisão, contudo, se essa formação for na área de finanças, é ainda melhor para o negócio. Jiang e Liu (2020) afirmam que CEOs formados em finanças são mais preparados para enfrentar as adversidades do mercado, analisar as políticas econômicas e reduzir o efeito da incerteza política nos gastos com P&D. Segundo Naseem et al. (2020), em estudo com empresas no Paquistão, a educação desses executivos ajuda a melhorar a saúde financeira da empresa, já que possuem competência para entender os problemas do negócio, culminando em desempenho financeiro desejável. Como a educação tem impacto na forma como os CEOs definem as estratégias, se possuírem formação em finanças ou áreas de negócios, tendem a ter boa capacidade para analisar as decisões de investimento e financiamento.

Além da formação em finanças, algumas pesquisas também têm apontado a relevância da formação internacional dos altos executivos, destacando que ela contribui para que os CEOs consigam reconhecer, entender e interpretar as oportunidades e mudanças no mercado global, bem como obter a competência necessária para momentos de incertezas econômicas (Jiang & Liu, 2020). Segundo Sun et al. (2021), o CEO que possui educação estrangeira, pode reconhecer mais facilmente o mercado e o contexto para realização investimentos estrangeiros diretos, pois compreendem de forma mais clara as práticas, regulamentações e formalidades dos negócios internacionais.

No cenário brasileiro, de forma menos acentuada, alguns estudos também se propuseram a investigar a característica de formação acadêmica dos CEOs: Serra et al. (2016) descobriram que a educação formal do CEO não contribui para melhorar o desempenho no curto prazo; Lunkes et al. (2019) também verificaram que a formação acadêmica dos CEOs brasileiros não está relacionada ao desempenho empresarial; Main e Silva (2021) verificaram que a formação acadêmica dos CEOs no Brasil influencia nas decisões de fusão e aquisição, e quando possuem formação em finanças realizam menos fusões e aquisições pois agem mais racionalmente em suas análises financeiras.

2.2.2 Experiência profissional

A experiência profissional do CEO é uma característica importante que também tem sido frequentemente investigada na literatura. De acordo com estudos quanto mais experiência os altos executivos possuem, melhor é a capacidade para administrar os negócios, contribuindo eficazmente para a concretização de mudanças e estratégias organizacionais, pois um CEO experiente traz em sua bagagem conhecimentos, métodos e técnicas úteis para os processos e tomada de decisão, e que já foram experimentados anteriormente (Cai & Sevilir, 2012; Sun et al., 2021).

Segundo Ghardallou et al. (2020), quando a empresa contrata um CEO com experiência ela passa a apresentar um melhor desempenho. Nesse contexto, para Silva e Banda (2022) ter um CEO experiente, dentro do ambiente empresarial, faz toda a diferença nos processos decisórios, pois estes analisam melhor a situação e sabem, por exemplo, o momento certo para empregar dívidas em sua estrutura de capital. Entretanto, a experiência profissional do CEO pode ser constituída sob diversas perspectivas e de diferentes formas, variando de acordo com o cenário econômico, empresa e setor. A Figura 2 apresenta algumas das principais formas de composição da experiência dos CEOs, empregadas nesta pesquisa e que são discutidas em seguida.

Figura 2
Composição da experiência profissional do CEO



Fonte: O autor (2024).

A experiência profissional do CEO pode ser proveniente: da **experiência como CEO**, pois ao longo de seu mandato vão conhecendo melhor a estrutura da empresa, e sabe o momento certo para realizar investimentos e arriscar mais; da **experiência no setor de atuação**, por possuírem experiências mais profundas no setor, sabem identificar mais facilmente oportunidades de investimentos, detém técnicas mais sólidas perante a competitividade e alocação de recursos; da **experiência no setor financeiro**, possuindo visão mais refinada sobre as informações financeiras, bancárias e de mercados, além de e se relacionarem melhor com investidores; da **experiência financeira**, por ter experiência em cargos relacionados a área financeira, como CFO, contador e *controller*, são mais estratégicos nas definições de decisões corporativas, elaboração de relatórios financeiros e na redução de ineficiência nos investimentos corporativos; e da **experiência internacional**, que confere entendimento da dinâmica dos mercados e das regulações internacionais, sendo mais perspicazes na realização de investimentos estrangeiros diretos.

• Experiência como CEO

A experiência como CEO também tem sido chamada frequentemente nas pesquisas de “tempo de mandato” ou de “posse”. De acordo com Hambrick e Mason (1984) investigar o tempo que um executivo passa no cargo ajuda a entender os seus comportamentos, pois durante seu mandato, eles tomam decisões que afetam a empresa. Segundo Darouichi et al. (2021), os estudos sobre essa temática têm se concentrado nas áreas de administração, contabilidade e finanças, e permanecem inconclusivos sobre a mensuração, mas destacam que o tempo que um executivo passa no cargo, fornece refinadas informações que permitem entender como eles influenciam nas decisões, e também permite identificar quando isso acontece.

Pesquisas como a de Bouaziz et al. (2020), consideram a experiência como CEO a partir da data de sua posse, e discutem que o CEO com longo mandato se preocupa mais com o crescimento da empresa do que os CEOs com mandatos mais curtos, pois tem visão estratégica no longo prazo. A ideia de que um CEO com mandato mais longo traz melhores resultados ainda não está consolidada, já que pesquisas mostram que os CEOs com maior mandato vivem “fases” ou “ciclos”, experimentando momentos de entusiasmo, grande comprometimento e também de desânimo, além de estarem expostos às intempéries do mercado, o que acaba requerendo deles maior destreza e perspicácia para superar as dificuldades, entretanto, ao ultrapassarem essas barreiras ganham maior experiência e resistência (Hambrick & Fukutomi, 1991; Citrin et al., 2019; Ghardallou et al., 2020).

O CEO ao longo de seu mandato vai ganhando experiência e conhecimento sobre a estrutura da empresa, isso acaba proporcionando refinamento de suas habilidades, maior capacidade de contribuir para as mudanças estratégicas, geração de melhores resultados, entendimento do momento oportuno para realização de investimentos, e também acaba favorecendo a composição de seu *status* de poder e apoio interno, todavia, por conhecer os principais pontos da empresa, pode cair na rotina e comodismo, e acabar preferindo não correr riscos (Barker & Mueller, 2002; Naseem et al., 2020; Jianga & Liu, 2020; Saleh et al., 2020; Oware & Awunyo-Vitor, 2021; Darouichi et al., 2021).

Estudos têm revelado que a experiência como CEO influencia positivamente o desempenho empresarial, isso porque CEOs com maior mandato investem mais em projetos arriscados de longo prazo, e por isso, prezam por manter suas estratégias estáveis ao longo do tempo, o que acaba contribuindo também para que ele aumente seu compromisso com a empresa (Ghardallou et al., 2020). No entanto, não há consenso se o efeito da experiência como CEO é positivo ou negativo, já que ambos os resultados são encontrados recorrentemente nos estudos, variando de acordo com a empresa e países (Liu et al., 2018).

• **Experiência no setor de atuação**

Pesquisas têm buscado averiguar como os executivos se comportam nas ações estratégicas empresariais, e para isso tem classificado os CEOs como generalistas, quando possuem experiência longa e constituída em diferentes setores, ou como especialistas, quando possuem uma carreira aprofundada no mesmo setor de atuação (Custódio et al., 2013; Agnihotri & Bhattacharya, 2021; Chen et al., 2021). Contudo, segundo Agnihotri e Bhattacharya (2021),

há um forte debate sobre quem é mais importante para a empresa, um CEO generalista ou especialista, já que os resultados se apresentam como mistos e contraditórios.

Sob essa perspectiva, Custódio et al. (2013) destacam que CEOs generalistas são contratados para resolver problemas mais complexos, suas habilidades são moldadas com um pouco de experiência em cada setor que atuou e por conta disso tem recebido maiores remunerações. Em consonância, Chen et al. (2021) reconhecem que um CEO generalista possui arcabouço maior de habilidades e conhecimentos, no entanto, são mais gananciosos e se envolvem intensamente em aquisições diversificadas. Segundo Li e Patel (2019), há relação negativa entre o CEO generalista e o desempenho, pois embora experientes, podem não conseguir explorar oportunidades específicas por desconhecerem o setor com profundidade, entretanto, é uma realidade que as empresas contratam esses executivos na ilusão de que eles são mais preparados. De mesmo modo, para Ma et al. (2021) os CEOs generalistas assumem mais riscos, e acabam enfrentando custos mais altos de empréstimos e, portanto, causam maior instabilidade nos resultados organizacionais.

Deste modo, entende-se que os CEOs especialistas se caracterizariam como mais interessantes e como uma relevante combinação de capital humano para a empresa, já que ao contrário dos CEOs generalistas, possuem conhecimento aprofundado no setor, experiências em situações específicas e estratégias mais sólidas de competitividade para o negócio (Custódio et al., 2013; Ma et al., 2021). Para Agnihotri e Bhattacharya (2021), esses executivos por possuírem conhecimento técnico específico no setor, conseguem alocar eficientemente os recursos e conseguem identificar melhores oportunidades de P&D. Desta forma, um CEO com experiência no setor de atuação contribui para um planejamento estratégico mais sofisticado, gerando bom desempenho e resultado organizacional.

• **Experiência no setor financeiro**

A experiência advinda do trabalho no setor financeiro concede ao CEO uma visão mais refinada sobre as informações bancárias e de mercado. A experiência em instituições financeiras permite que o CEO tenha maior habilidade para lidar com assuntos financeiros corriqueiros e consigam realizar planejamentos táticos com base nas informações do mercado, ainda, possibilita conhecer as políticas bancárias que são importantes para captação de financiamentos, ademais, a literatura tem apontado que CEOs com experiência no setor financeiro tornam-se mais conscientes na divulgação das informações contábeis fazendo que os investidores enxerguem o valor da empresa, também são mais éticos e menos propensos a se

envolverem em gerenciamento de resultados (Gounopoulos & Pham, 2018; Gupta & Mahakud, 2020).

Segundo Shahab et al. (2020), em estudo com empresas chinesas, CEOs que possuem experiência em instituições financeiras, têm maior perspicácia no trato com investidores e demais *stakeholders*, conseguem entender melhor o mercado, fornecendo boas sugestões para a tomada de decisão e contribuindo para melhor desempenho ambiental e sustentável. Além disso, Li et al. (2022) acrescentam ainda que executivos seniores com experiência constituída no setor financeiro são mais sofisticados e estratégicos, conhecem melhor as políticas bancárias e regulamentações do mercado, e por conta disso contribuem para geração de valor da empresa, impulsionando o desempenho da responsabilidade social corporativa (RSC). Desta forma, a experiência do CEO no setor financeiro, tem conferido aos gestores maior conhecimento das políticas financeiras, bancárias e de mercado, favorecendo a tomada de decisão.

- **Experiência financeira**

Entre os estudos, o CEO com experiência financeira, também chamado de “CEO *expert*” ou “CEO especialista financeiro”, é aquele possui experiência constituída pela atuação em cargos ligados à área financeira, como diretor financeiro (CFO), analista financeiro, contador, auditor fiscal e contábil, controlador e áreas similares (Custódio & Metzger, 2014; Oradi et al., 2020; Rezaee et al., 2021). Tem-se verificado que cada vez mais o cargo de CEO vem sendo ocupado por profissionais especialistas em finanças. A literatura tem apontado estes profissionais como mais competentes e sofisticados, pois conhecem melhor as políticas financeiras da empresa, o que contribui para maior eficácia nos processos decisórios, ainda, seu conhecimento contábil proporciona maior qualidade nos relatórios financeiros, além disso, são mais estratégicos no gerenciamento da alavancagem, percebendo os momentos propícios para o endividamento e superação de crises, são dinâmicos e mais eficientes captação de recursos (Cannella Jr et al., 2008; Custódio & Metzger, 2014; Serra et al., 2016; Rezaee et al., 2021; Bortoli & Soares, 2021).

Segundo Gounopoulos e Pham (2018), quando os CEOs possuem experiência financeira, entendem melhor as questões contábeis, são profissionalmente mais preparados, apresentam maior solidez nas decisões corporativas, produzem relatórios financeiros de qualidade e prezam por seguir o código de ética desviando-se de manipulações contábeis. Segundo Oradi et al. (2020), os CEOs especialistas em finanças são muito importantes também no processo de controle interno das empresas, pois produzem esmerados relatórios e fornecem

maior eficácia nos controles internos, reduzindo os pontos fracos. De acordo com Rezaee et al. (2021) a experiência financeira do CEO pode inclusive diminuir as preocupações no recrutamento de um sucessor para o cargo, pois o conhecimento financeiro advindo da experiência contribui para manutenção das decisões corporativas e qualidade dos relatórios financeiros.

Estudos, como Li et al. (2023), têm evidenciado também que a experiência financeira dos executivos possibilita a redução da ineficiência dos investimentos corporativos, pois eles avaliam os projetos e decisões ligadas ao mercado de capitais seguindo as teorias financeiras, gerando, deste modo, melhor resultado e desempenho. Assim, a experiência financeira do CEO, parece eficientemente impulsionar o desempenho empresarial e a qualidade das informações financeiras, no entanto, são necessárias mais investigações, já que os CEOs possuem características constituídas em contextos diferentes e apresentam estilos únicos de gestão (Altarawneh et al., 2020; Shen, 2021; Li et al., 2023).

• **Experiência internacional**

Embora não existam critérios claros e específicos que indiquem o caminho para chegar ao cargo de CEO, pesquisas como Magnusson e Boggs (2006), evidenciam que ter experiência internacional tem-se configurado como um pré-requisito para chegar ao cargo, pois há um número cada vez maior de CEOs com essa característica. A experiência internacional do CEO tem sido considerada como valioso recurso nos mercados globais competitivos, e refere-se ao tempo que ele trabalhou fora de seu país de origem, no campo dos negócios, no entanto, os efeitos que essa experiência pode trazer para a empresa ainda são apontados na literatura como incipientes, contudo, vem recebendo considerável atenção nas pesquisas acadêmicas (Le & Kroll, 2017; Liu et al., 2018).

A experiência obtida com o trabalho internacional proporciona ao CEO uma mentalidade mais ampla sobre as mudanças estratégicas empresariais, com maior capacidade para identificar oportunidades e interpretar informações de mercado e regulamentações internacionais, possuindo sagacidade para trabalhar em ambientes de incerteza, além de possuir conhecimento das legislações de outros países (Le & Kroll, 2017; Jiang & Liu, 2020). Essa é uma característica que pode ser explorada, eficientemente, no contexto das multinacionais, pois traz resultados por intermédio da aplicação dos conhecimentos e estratégias estrangeiras, gerando vantagens competitivas no mercado global, contribuindo ainda para que a empresa realize de forma mais eficiente investimentos estrangeiros diretos, e em contrapartida, os

executivos podem receber maiores salários em troca da sua experiência (Schmid & Baldermann, 2021; Sun et al., 2021).

Algumas pesquisas têm encontrado influências positivas da experiência estrangeira do CEO no ambiente empresarial. Sun et al. (2021) apontam que é vital a presença de um CEO com experiência estrangeira na empresa, sobretudo na realização de investimentos estrangeiros diretos. Wang et al. (2022), verificaram que CEOs com experiência estrangeira influenciam positivamente o desempenho da inovação verde. Ding et al. (2022) encontraram relação positiva entre CEOs com experiência estrangeira e a comparabilidade das demonstrações financeiras, apontando que empresas geridas por CEO com experiência internacional agregam qualidade às informações, divulgando demonstrações mais claras, reduzindo assimetria informacional e problemas de agência. Contudo, essa literatura é recente, e, portanto, muito ainda precisa ser investigado, para entender de fato como a experiência internacional do CEO pode contribuir para a corporação.

2.3 REMUNERAÇÃO EXECUTIVA

A pesquisa sobre remuneração executiva teve um *boom* de publicações especialmente a partir da década de 1990, despertando o interesse de estudiosos das áreas de economia, finanças, contabilidade e gestão estratégica, com foco nas definições, determinantes das remunerações, composição dos pacotes remuneratórios e altos níveis salariais (Murphy, 1999; Devers et al., 2007; Frydman & Jenter, 2010; Al-Shammari, 2018). No entanto, entender a remuneração executiva é complexo, pois de segundo Finkelstein e Hambrick (1988), as remunerações eram definidas de forma proporcional a contribuição destes executivos para os resultados corporativos, no entanto, esse cálculo era obscuro, envolvia subjetividade e variava entre as empresas.

As pesquisas também se propuseram a investigar os elementos que compunham os pacotes remuneratórios, Murphy (1999) aponta que as remunerações executivas são compostas por salários-base, plano de bônus anuais, opções de ações, incentivos de longo prazo e planos de aposentadoria, nesse mesmo sentido, Frydman e Jenter (2010) destacam que os cinco principais elementos são salário, bônus anuais, planos de incentivo de longo prazo, concessões de opções restritas e ações restritas. No entanto, Davis et al. (2013) destacam que elaborar um pacote de remuneração do CEO é desafiador já que essa escolha está ligada a maximização do desempenho empresarial. Diante disso, Page (2018) aponta que embora a pesquisa acadêmica tenha dado considerável interesse à temática, ainda há muito a se entender, sobretudo, porque

não há consenso e clareza em relação aos determinantes e composição dos pacotes de remuneração.

As discussões sobre a remuneração executiva se entrelaçam entre duas principais e concorrentes visões. A primeira diz respeito a contratação ótima, fruto da negociação eficiente entre executivos e acionistas, auxiliando na resolução de conflitos de agência, servindo para atrair talentos, e a segunda se relaciona a ganância dos executivos em buscarem para si elevados salários, influenciando as decisões para obterem os pagamentos que desejam, formando alianças em trocas de benefícios pessoais (Frydman & Jenter, 2010; Bussin & Ncube, 2017; Sheikh et al., 2018). Nesse cenário, de um lado estão os defensores de que os CEOs recebem proporcionalmente o que merecem com base em suas habilidades, e do outro lado, dividem opiniões sobre os excessivos salários, o que torna as discussões sobre remuneração executiva abstrusa, controversa e inconclusiva, tanto para as empresas quanto para os pesquisadores (Davis et al., 2013; Dutra & Ceretta, 2023).

Alguns motivos fizeram com que a remuneração dos executivos ganhasse espaços na mídia e em pesquisas acadêmicas, dentre eles estão os resultados divulgados por Murphy (1999), que a partir de estudo com CEOs da S&P500 no período de 1970 a 1990, constatou que a remuneração média dos CEOs havia duplicado e continuava crescendo, estando cada vez mais ligada ao desempenho empresarial, isso acabou despertando inquietações nos acionistas, que começaram a questionar essas altas remunerações. Outro fato importante que abriu espaço para acaloradas discussões sobre os salários dos executivos era que mesmo diante de crises, demissões em massa de funcionários e até fechamento das empresas, as remunerações pareciam não ser afetadas (Abowd & Kaplan, 1999).

Essas discussões trouxeram à tona polêmicas discussões, indicando que os CEOs atraíam para si elevadas remunerações. As decisões de remuneração passam por um comitê de remuneração formado por membros internos e externos que analisam os planos salariais, porém, raramente são realizadas pesquisas de mercado para definir as remunerações, ao invés disso confiam no setor de recursos humanos, que antes de enviar para aprovação pelo comitê de remuneração, passam pela alta administração para revisão. O CEO participa do comitê de remuneração, exceto nas decisões que envolvem sua própria remuneração, após aprovação pelo comitê é enviado ao conselho de administração para ser aprovado, nesse contexto, não há uma violação da participação do CEO, pois teoricamente, ele não participa das decisões finais, no entanto, nesse momento ele pode influenciar o comitê sobre sua remuneração, é nesse contexto que fundamentam-se algumas das polêmicas sobre os excessivos salários (Finkelstein & Hambrick, 1988; Murphy, 1999).

Os estudos também têm levantado discussões de que a remuneração executiva atuaria como aspecto motivacional, para que ele desempenhe com esforço seu trabalho e contribua para melhores resultados empresariais, entretanto, algumas questões têm permanecido carente de explicações, necessitando entender como essa motivação pode diferir dos demais funcionários e se eles de fatos sentem-se motivados e se estão respondendo aos incentivos, além do que esses incentivos podem ser financeiros ou simbólicos (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997). Comprovadamente, Wang e Werbin (2018) verificaram que o bônus é um incentivo positivo para que os CEOs divulguem mais informações financeiras, Al-Shammari (2018) evidenciou que as remunerações de longo prazo do CEO impulsionam as tomadas de risco.

As pesquisas, de forma geral, se concentraram fortemente em investigar a relação entre a remuneração e o desempenho corporativo, tomando como referência o trabalho seminal de Jensen e Murphy (1990), que explorou detalhadamente alguns elementos que compunham os pacotes de remuneração apontando a sensibilidade em relação ao desempenho (Devers et al., 2007; Buck et al., 2008). Porém, de forma um pouco mais dispersa, outros estudos também se propuseram explorar a relação da remuneração executiva com assuntos e contextos variados, por exemplo: fusões e aquisições na Austrália (Bugeja et al., 2012), risco corporativo em empresas norte-americanas (Gormley et al., 2013), relatórios de sustentabilidade no Reino Unido (Al-Shaer & Zaman, 2019), governança corporativa em empresas indianas (Sridhar & Jasrotia, 2021), inovação em empresas chinesas (Zhou et al., 2021) e agressividade fiscal em empresas francesas (Jbir et al., 2021).

Considerando os elevados aumentos nas remunerações, os resultados mistos e inconclusivos nas pesquisas científicas e as concomitantes crises envolvendo grandes empresas como a Enron em 2001, começaram as especulações sobre meios legais que ajudassem a barrar quaisquer problemas relacionado a fraudes e favorecimento de interesses próprios. Isso levou a sanção, no contexto norte-americano, da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), aprovada pelo congresso nos EUA em 2002 com foco em barrar atitudes e práticas fraudulentas, trazendo transparência nas divulgações corporativas, e protegendo, deste modo, o direito dos acionistas e do público em geral (Souza et al., 2017; Dutra & Ceretta, 2023).

Segundo Souza et al. (2017), o Brasil, que até então não possuía legislações específicas que envolvessem as remunerações dos executivos, começou a se preocupar com o assunto. Assim, em 2009 foi instituída a Instrução Normativa nº 480 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que em virtude também do crescimento do mercado de capitais brasileiro, exigiu a elaboração de um formulário de referência com diversas informações, dentre as quais deveriam estar a composição dos quadros remuneratórios das empresas de capital aberto no

Brasil. Nesse formulário, deveriam ser divulgados os valores oferecidos aos membros do conselho de administração, conselho fiscal e diretoria estatutária, contendo as informações sobre número total de membros remunerados, remuneração fixa anual e remunerações variáveis de curto e longo prazo, assim, abria-se pela primeira vez no contexto brasileiro a oportunidade dos acionistas, órgãos reguladores e sociedade monitorarem os valores recebidos pelos executivos, garantindo o acesso às informações.

Por conta da publicação da Instrução Normativa CVM nº 480 de 2009, as pesquisas sobre remuneração de executivos no Brasil intensificaram-se somente a partir de 2010, favorecendo o entendimento e gerando explicações sobre a temática no contexto nacional, e caminharam em sintonia com as pesquisas internacionais, explorando a relação entre as remunerações e o desempenho empresarial (Ribeiro et al., 2012; Nascimento et al., 2012; Gonzaga et al., 2013; Krauter, 2013; Souza et al., 2017; Aguiar & Pimentel, 2017; Beuren et al., 2020; Oliveira et al., 2021; Dutra & Ceretta, 2023).

Todavia, a remuneração executiva tem apresentado níveis cada vez maiores, confirmando o que Murphy (1999) já destacou, ascendendo calorosos debates na mídia e academia (Hendriks et al., 2023). Algumas justificativas são levantadas pela literatura para explicar as elevadas remunerações, dentre elas, uma das mais defendidas é que os diretores executivos são qualificados, possuindo atributos gerenciais importantes, e por conta disso se constituem como recursos valiosos, assim, suas características são refletidas nas remunerações, deste modo, CEOs qualificados ao serem bem remunerados são impulsionados e motivados a buscarem melhores resultados para a empresa, focando na qualidade e divulgação das informações financeiras e na responsabilidade social corporativa (Bussin & Ncube, 2017; Page, 2018; Wang & Werbin, 2018; Malik et al., 2020; Oliveira et al., 2021).

2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

Quando o CEO possui maior nível educacional, tendem a adotar melhores estratégias e são mais confiantes na captação de dívidas para financiamento dos ativos, no entanto, fazem isso em troca de maiores remunerações (Lam et al., 2013). Banghøj et al. (2010) em estudo sobre os determinantes da remuneração em empresas da Dinamarca verificaram relação positiva entre a remuneração executiva e a escolaridade, assim, indicando que a formação acadêmica dos executivos se constitui como aspecto importante para explicar as variações na remuneração, semelhantemente, Cole e Mehran (2016), ao investigarem empresas norte-americanas, verificaram que as remunerações são maiores para CEOs que possuem diploma universitário e

de pós-graduação, levantando discussões de que isto pode ajudar na explicação dos altos salários.

King et al. (2016) em estudo com CEOs de bancos norte-americanos, apontaram que quanto maior o nível de formação do CEO, mais habilidoso ele é para gerenciar situações complexas e conduzir a empresa a uma maior lucratividade, e as estruturas de remuneração funcionam como incentivo para que eles utilizem suas habilidades, assumam maiores riscos e busquem melhorar a *performance* empresarial. Gande e Kalpathy (2017) também investigaram empresas financeiras dos EUA, verificando a relação entre remuneração do CEO e tomada de risco, identificando relação positiva entre os incentivos e o nível de risco, apontando ainda que CEOs com MBA em escolas renomadas de negócios melhoram o desempenho do banco.

Em estudo com empresas Paquistanesas, Malik et al. (2020) averiguaram separadamente a relação da educação e da remuneração do CEO com a Responsabilidade Social Corporativa (RSC), encontrando relação positiva e significativa em ambas relações, evidenciando que o nível educacional do CEO concede maior conhecimento para a tomada de decisão e desenvolvimento das políticas de divulgação, e que CEOs bem remunerados desempenham papéis decisivos na divulgação das atividades da RSC, podendo essas remunerações servirem como incentivos. Jaggia e Thosar (2022) exploraram algumas características dos CEOs em relação a contratos de remuneração, dentre as quais estavam as credenciais educacionais, e apontaram que existe relação significativa entre a formação e a propensão ao risco, justificando que CEOs mais educados se sentem mais preparados para assumir riscos, desta forma, afirmam que os CEOs com graduação em escolas de elite e na área de humanidades e negócios/economia são mais propensos a receberem pagamentos de incentivos para assumirem riscos.

Choi et al. (2022) estudaram o efeito da educação e da remuneração dos executivos no valor de empresas Chinesas, e encontraram que quanto maior o nível educacional dos executivos, maior o valor da empresa, destacando que o ensino superior proporciona acúmulo de capital humano fundamental no desenvolvimento da estratégia corporativa. Além disso, afirmaram que a remuneração possui efeito moderador entre o nível de educação do CEO e o valor corporativo, fortalecendo a relação positiva, afirmando que é justo pagar maiores salários a executivos mais instruídos, proporcionando inclusive motivação.

No contexto brasileiro os estudos que exploram a relação entre as características do CEO e a remuneração ainda são recentes, escassos e produziram resultados mistos. Pereira et al. (2016) ao analisarem a remuneração dos diretores executivos brasileiros e sua formação acadêmica no período de 2010 a 2014, encontraram apenas relação positiva entre a escolaridade

e remuneração de CEOs pertencentes a área da saúde, evidenciando que CEOs dessa área com formação acadêmica recebem maiores remunerações, no entanto, possuir níveis mais altos de escolaridade, como pós-graduação não apresentou relevância nos cenários analisados.

Em contexto mais amplo Rissatti et al. (2019) investigaram a remuneração dos executivos de empresas brasileiras, a saber, conselheiros fiscais, conselheiros administrativos e diretores estatutários no período de 2013 a 2016, e não encontraram significância entre a remuneração e o nível educacional, levantando discussões de que no Brasil os executivos não são remunerados pelo seu grau formativo. Em consonância, Dutra e Ceretta (2023) ao investigarem as remunerações dos CEOs no Brasil entre 2012 e 2018, também verificaram que o grau de instrução do CEO não influencia na remuneração. Já Machado et al. (2023) em estudo com empresas brasileiras de capital aberto encontraram relação negativa entre a experiência acadêmica estrangeira e a remuneração do CEO, sugerindo que no Brasil ter formação estrangeira não causaria aumento nos salários dos executivos.

Deste modo, considerando que a literatura é recente, são necessários mais estudos para explorar a relação entre a formação do CEO e suas remunerações, abrangendo amostras e períodos maiores. Contudo, a formação acadêmica concede maior perspicácia ao CEO na tomada estratégica de decisão, e, portanto, os executivos que as detêm seriam dignos de melhores remunerações, assim, emerge a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: A formação acadêmica do CEO está positiva e significativamente relacionada à sua remuneração.

Considerando a experiência profissional do CEO e suas remunerações, estudos também têm buscado investigar essa relação em contextos e países diferentes. Em estudo sobre determinantes da remuneração executiva em empresas na Índia no período de 1997 a 2002 Ghosh (2006) encontrou uma relação positiva e significativa entre a remuneração do CEO e sua experiência na empresa, evidenciando que o salário dos executivos aumenta com a experiência. Custódio et al. (2013) analisaram o currículo dos CEOs de 1500 empresas de 1993 a 2007, e verificaram que a remuneração é maior para os executivos com habilidades constituídas mediante experiência de trabalho ao longo de suas carreiras, indicando que as habilidades, como a experiência de trabalho, são importantes para o pagamento dos CEOs.

Bragaw e Misangyi (2017) estudaram 654 eventos de sucessão de CEOs de empresas dos Estados Unidos no período de 2001 a 2004, buscando examinar o valor da experiência anterior do CEO para o desempenho empresarial e para a determinação salarial desses executivos, e identificaram que a experiência profissional do CEO nos últimos cinco anos tem

efeito positivo na remuneração inicial do CEO, sugerindo que a experiência recente do CEO é levada em consideração nos pagamentos salariais, valorizando essa característica.

Conyon et al. (2019) estudaram a relação entre a experiência estrangeira e remuneração dos CEOs em empresas no Reino Unido no período de 1999 a 2015, encontrando relação positiva e significativa, constatando que CEOs com experiência estrangeira recebem melhores salários do que CEOs que possuem apenas experiência nacional, e destacam que a globalização tem requerido dos CEOs vasta experiência, e em virtude disso os salários são maiores em valorização a esse atributo. Nessa mesma perspectiva, Schmid e Baldermann (2021) também investigaram a relação entre a experiência profissional internacional e a remuneração dos CEOs de grandes empresas da Europa, encontrando relação positiva entre duração e amplitude das experiências internacionais na remuneração dos CEOs, reforçando que a experiência internacional concede maior maturidade para que sejam aproveitados os conhecimentos e competências anteriores na empresa, levando os executivos a serem compensados com maiores remunerações.

Mueller et al. (2021) estudaram a nomeação de CEOs de empresas da Alemanha, Suíça, Holanda e Reino Unido, e encontram relação positiva e significativa entre a experiência de CEOs generalistas e sua remuneração inicial, destacando que as experiências permitem que os CEOs possuam maiores conhecimentos e adquiram mais habilidades, aumentando seu valor no mercado, o que evidencia que a experiência de carreira é precificada no mercado de trabalho moderno. Jbir et al. (2021) examinaram o impacto da remuneração e das características do CEO no nível de agressividade fiscal em empresas francesas no período de 2008 a 2018, descobrindo que tanto as remunerações como a experiência do CEO possuem relação negativa com agressividade fiscal, destacando que altos níveis salariais ajudam a controlar comportamentos oportunistas provocando baixa evasão fiscal, e a experiência do CEO, especialmente em contabilidade, permite que se envolvam em mais oportunidades de investimento.

As pesquisas no Brasil que buscaram relacionar a experiência com a remuneração do CEO são apontadas como incipientes e têm encontrado resultados contraditórios. Pereira et al. (2016) estudaram algumas características observáveis do CEOs no Brasil e sua relação com as remunerações recebidas, dentre as quais estava o tempo do CEO no cargo, encontrando uma relação positiva entre o tempo de mandato como CEO e a remuneração, apontando que CEOs mais experientes tendem a receber maiores remunerações.

Machado et al. (2023) em estudo com empresas brasileiras, investigaram a relação entre a experiência profissional estrangeira do CEO e suas remunerações no período de 2010 a 2018, encontrando uma relação positiva, assim, ter experiência no exterior concede no Brasil

aumentos na remuneração, destacando que a experiência agrega maior acúmulo de habilidades necessárias a tomada assertiva de decisão. No entanto, Dutra e Ceretta (2023) ao verificarem as remunerações dos CEOs de empresas de capital aberto no Brasil não encontraram relação entre a experiência profissional do CEO e sua remuneração, destacando que no Brasil ter experiência anterior parece não ser um aspecto relevante na definição da remuneração executiva.

No entanto, as pesquisas têm apontado que possuir experiência profissional permite que o CEO possua métodos e técnicas importantes, que já foram testados e aprimorados anteriormente, agregando benefícios a tomada de decisão, criando vantagens competitivas e inclusive permitindo assumir maiores riscos com base em seus conhecimentos adquiridos ao longo de sua trajetória profissional, e em valorização a essa experiência, tem recebido maiores salários. Diante disso emerge a seguinte hipótese de pesquisa:

***H2:** A experiência profissional do CEO está positiva e significativamente relacionada à sua remuneração.*

Murphy (1999), observou que atributos como formação acadêmica e experiência profissional são importantes na economia do trabalho para determinar os níveis salariais, o que faz essas características se constituírem como determinantes da remuneração dos executivos. Tanto a formação acadêmica quanto a experiência profissional tornam o CEO mais perspicaz, e de acordo com a literatura, mais sofisticado financeiramente para definir estratégias, assumir risco e realizar de forma mais assertiva a tomada de decisão, constituindo-se como valiosos recursos, a importância dessas características pode ser refletida em suas remunerações, assim, CEOs mais sofisticados tenderiam a receber maiores salários como forma de valorização (Al-Shammari, 2018; Malik et al., 2020; Bortoli & Soares, 2021; Jaggia & Thosar, 2022).

Diante do exposto, de forma holística, se tem evidenciado que as remunerações dos CEOs e as características que os tornam financeiramente sofisticados possuem relação positiva e significativa. O nível educacional e a experiência profissional tornam os CEOs aptos para aplicar na tomada de decisão os conhecimentos oriundos da teoria financeira e as habilidades adquiridas com as experiências, caminhando em consonância ao que preconiza a TES, onde as características dos executivos do alto escalão influenciam nos resultados e desempenho das empresas. Essas características, portanto, mereceriam maiores remunerações por conferirem benefícios a empresa, deste modo, espera-se confirmar a seguinte hipótese:

***H3:** As características de sofisticação financeira dos CEOs estão positiva e significativamente relacionadas às suas remunerações.*

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção são apresentadas as estratégias metodológicas empregadas para responder à questão de pesquisa levantada, alcançar os objetivos propostos e obter os resultados da pesquisa. Inicialmente, tem-se o delineamento da pesquisa, em seguida, a caracterização da amostra e coleta de dados, descrição das variáveis utilizadas no estudo e procedimentos econométricos para tratamento dos dados.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

A pesquisa caracteriza-se como descritiva quanto ao seu objetivo, uma vez que tem como objetivo descrever e estabelecer relações entre as características de sofisticação financeira e a remuneração do CEO no Brasil. Quanto ao procedimento técnico classifica-se como documental e bibliográfica. No que se refere ao problema, o estudo possui abordagem quantitativa, utilizando dados secundários e métodos estatísticos para responder à questão de pesquisa levantada.

3.2 AMOSTRA, RECORTE TEMPORAL E COLETA DE DADOS

Para este estudo são consideradas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 (Brasil, Bolsa e Balcão), com registro ativo na CVM e com informações divulgadas no período de 2010 a 2022. A motivação para o ano inicial ser 2010 dá-se pela instituição da Instrução Normativa nº 480 de 2009 da CVM, que padronizou a divulgação das informações no formulário de referência das empresas (FRE), possibilitando a identificação de dados pessoais e curriculares sobre os diretores executivos, além de obrigar a divulgação das informações referentes às remunerações pagas por órgão dentro da empresa. O ano final é 2022 devido ser o último ano com informações disponíveis no FRE para realização deste estudo.

A amostra foi composta por 272 empresas não financeiras listadas na B3, com informações disponíveis sobre as remunerações dos executivos, dados curriculares e demais características observáveis dos diretores executivos e valores financeiros para composição e cálculo das variáveis de controle no nível da empresa adotadas neste estudo, destaca-se a não prevalência de viés de sobrevivência. A tabela 1 apresenta a distribuição da amostra por setor econômico, seguindo a classificação setorial da B3, bem como seus valores em percentuais e número de observações.

Tabela 1
Distribuição amostral por setor econômico

Setores econômicos	Empresas	Percentual (%)	Número de observações
Bens industriais	47	17,22%	447
Comunicações	7	2,56%	38
Consumo cíclico	81	29,78%	737
Consumo não cíclico	26	9,52%	197
Materiais básicos	31	11,36%	257
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	10	3,66%	94
Saúde	20	7,33%	162
Tecnologia da Informação	12	4,40%	56
Utilidade Pública	38	13,92%	409
Total	272	100%	2397

Fonte: O autor (2024).

Os dados relativos às informações sobre as características de sofisticação financeira dos CEOs e as variáveis de controle utilizadas nesta pesquisa no nível do gestor, foram coletadas manualmente de diversas fontes que dispunham dados acerca do currículo dos diretores executivos, na seguinte ordem: (I) Formulário de Referência, subitem “12.5/6 - Composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal”; (II) *websites* das empresas, em específico informações sobre a diretoria e/ou relatórios com seção de relações com investidores; (III) base de dados *Bloomberg*; (IV) mídia social especializada em negócios e empregos, *LinkedIn*; (V) Base de dados *Refinitiv Eikon*[®]; e (VI) *websites* de notícias e entrevistas (G1, O Globo, Veja e Estadão). Na impossibilidade de coleta de informações nas bases mencionadas, procurou-se por outros *websites*, notícias e entrevistas na *internet*.

Os valores relativos às remunerações executivas, foram coletados manualmente no FRE, disponível no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no item “13 – Remuneração dos Administradores”, mais especificamente nos subitens “13.2 – Remuneração total por órgão” e “13.11 – Remuneração máx, mín e média”. A razão para a coleta das remunerações ser realizada de forma manual, deve-se ao fato da não disponibilidade dessas informações em bases de dados, frente a isto, este estudo ganha importância também por explorar dados que demandam esforços manuais para obtenção, e, assim, contribuir para a explorar e discutir esse assunto em uma economia em desenvolvimento. Quanto aos dados financeiros, que compõem as variáveis de controle no nível da empresa, a coleta foi efetuada diretamente na base de dados *Refinitiv Eikon*[®].

3.3 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA

Nesta seção são descritas as variáveis dependentes, empregadas para identificação da remuneração dos CEOs, e as variáveis independentes, segmentadas em variáveis de interesse, compostas pelas características de sofisticação financeira dos CEOs (Formação acadêmica e experiência profissional relacionada a finanças) e variáveis de controle (variáveis no nível do gestor e da empresa que também podem influenciar na determinação das remunerações executivas).

3.3.1 Variáveis dependentes

No Brasil, as informações sobre a remuneração do CEO não são divulgadas separadamente. O item 13 do Formulário de Referência das Empresas (FRE) apresenta os dados totalizados sobre remunerações de cada órgão, dentre os quais está a Diretoria Estatutária (DE), da qual o CEO faz parte. De acordo com esse item, o pacote remuneratório executivo é composto por remuneração fixa (salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, participação em comitês e outras remunerações fixas) e remuneração variável (bônus, participação nos resultados, participação em reuniões, comissões, remuneração baseada em ações, benefícios pós-emprego e outras remunerações variáveis).

No FRE, têm-se divulgado no item 13 (principalmente nos subitens 13.2 e 13.11) a quantidade de membros das diretorias, os elementos que compõem os sistemas de remuneração, e os valores médios, mínimos e máximos pagos aos executivos por órgão, e foi em cima dessas informações que alguns estudos estabeleceram *proxies* para resolver o impasse da não divulgação individualizada das informações sobre os valores pagos ao CEO no Brasil (Costa et al., 2016; Sprenger et al., 2017; Aguiar & Pimentel, 2017; Rissatti et al., 2019; Oliveira et al., 2021; Ramos et al., 2022; Dutra & Ceretta, 2023; Machado et al., 2023).

Diante disso, para este estudo, foram adotadas quatro *proxies* como identificação da remuneração do CEO no Brasil:

(1) Valor da maior remuneração da diretoria estatutária: No item 13 do FRE, especificamente no subitem 13.11, é divulgado o valor total anual da remuneração dos membros da diretoria estatutária e também o valor da maior remuneração. O CEO é membro dessa diretoria. De acordo com a literatura, o cargo de CEO ocupa o topo da hierarquia organizacional, ou seja, é o cargo mais alto dentro da empresa, assim, parece coerente inferir que ele seria o detentor da maior remuneração dentro da diretoria estatutária. Essa *proxy* também foi utilizada por estudos no contexto brasileiro, como Costa et al. (2016) em

investigação sobre o cumprimento das empresas na divulgação das informações sobre a remuneração executiva no Brasil, Sprenger et al. (2017) em estudo sobre características do CEO e gerenciamento de resultados, e Oliveira et al. (2021) em pesquisa sobre a remuneração do CEO e a criação de valor em empresas brasileiras;

(2) Valor médio da remuneração da diretoria estatutária: No subitem 13.11 do FRE também são divulgados os valores médios das remunerações pagas à diretoria estatutária. Como não se sabe corretamente quanto cada membro da diretoria recebe, pesquisas têm apontado ser coerente considerar a divisão do valor total anual da remuneração da diretoria estatutária pelo número de membros, estabelecendo uma média do valor pago a cada membro, e a partir disso, identificar um valor de remuneração pago ao CEO. Alguns estudos também utilizaram essa *proxy* justificando ser uma boa opção para inferir os valores de remuneração do CEO no Brasil dada as limitações, Machado e Sonza (2022) ao investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o risco, e Dutra e Ceretta (2023) em estudo sobre como o prestígio, desempenho, governança e experiência do CEO impactam na remuneração dos executivos em empresas brasileiras listadas;

(3) Valor médio da remuneração fixa da diretoria estatutária: No item 13 do FRE, especificamente, no subitem 13.2 é divulgado o valor da remuneração total da diretoria estatutária, desdobrada em remuneração fixa e variável. De acordo com esse subitem, a remuneração fixa da diretoria estatutária é composta por salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, participação em comitês e outras remunerações fixas. Para esta pesquisa, seguindo a lógica do valor médio da remuneração da diretoria estatutária como o valor pago ao CEO, utiliza-se também o valor médio da remuneração fixa da diretoria estatutária como uma *proxy* para a remuneração do CEO. Pesquisas também seguiram esse mesmo trajeto teórico, como Rissatti et al. (2019) ao investigaram o que informam os FRE com foco na composição das remunerações executivas e características dos gestores, e Ramos et al. (2022) ao analisar a relação das remunerações dos altos executivos com o desempenho econômico-financeiro e socioambiental;

(4) Valor médio da remuneração variável da diretoria estatutária: O subitem 13.2 do FRE evidencia a remuneração variável paga à diretoria estatutária. Com base nesse subitem, compõem a remuneração variável da diretoria estatutária os valores referentes a bônus, participação nos resultados, participação em reuniões, comissões, outras remunerações variáveis, benefícios pós-empregos, benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo e remuneração baseada em ações. Diante disso, para este estudo, será utilizado o valor total da remuneração variável da diretoria estatutária dividido pelo número de membros como *proxy*

para a remuneração do CEO, considerando que ele integra essa diretoria. Algumas pesquisas no Brasil também têm utilizado essa lógica ao estudar a remuneração variável dos executivos, como Rissatti et al. (2019), que investigou as informações do FRE em detalhamento as remunerações e características executivas e Machado et al. (2023) ao investigarem como a remuneração executiva pode ser afetada pelas experiências estrangeiras dos gestores no Brasil.

Ante o exposto, a figura 3 resume as *proxies* para remuneração do CEO adotadas nesta pesquisa.

Figura 3
Proxies para remuneração do CEO

	<i>Proxy</i>	<i>Sigla</i>	<i>Mensuração</i>	<i>Fonte</i>	<i>Autores</i>
REMUNERAÇÃO DO CEO	Valor da maior remuneração da diretoria estatutária	Ln_RM	Ln (Maior remuneração da diretoria estatutária)	FRE	Costa et al. (2016); Sprenger et al. (2017); Oliveira et al. (2021); Salgado et al. (2022).
	Valor médio da remuneração da diretoria estatutária	Ln_RMED	Ln (Remuneração total da diretoria estatutária/número de membros)	FRE	Aguiar e Pimentel (2017); Ramos et al. (2022); Machado e Sonza (2022); Dutra e Ceretta (2023); Machado et al. (2023).
	Valor médio da remuneração fixa da diretoria estatutária	Ln_RF	Ln (Remuneração total fixa da diretoria estatutária/número de membros)	FRE	Rissatti et al. (2019); Machado e Sonza (2022); Ramos et al. (2022).
	Valor médio da remuneração variável da diretoria estatutária	Ln_RV	Ln (Remuneração total variável da diretoria estatutária/número de membros)	FRE	Rissatti et al. (2019); Ramos et al. (2022); Machado et al. (2023).

Fonte: O autor (2024).

3.3.2 Variáveis de interesse

Foram utilizadas as variáveis componentes do constructo de Sofisticação Financeira proposto por Bortoli e Soares (2021). Os autores apresentam uma métrica denominada de Índice de Sofisticação Financeira, desenvolvida por meio de transformação fatorial, no entanto, neste estudo considera-se as variáveis de modo individual, explorando as características em sua forma de coleta primária, a fim de investigar as relações de modo individualizado. Desta maneira, as características que compõem a sofisticação financeira do CEO são utilizadas separadamente, em vez de serem combinadas em um índice composto, conforme proposto pelos autores mencionados, além de que, é a forma mais difundida de investigação entre as pesquisas.

Como discutido na revisão de literatura, apresentada na seção 2 deste estudo, as características que compõem a sofisticação financeira do CEO podem ser valiosas para a empresa, pois conferem potencialmente ao gestor maior competência e conhecimento em relação às decisões financeiras, assim, dado os benefícios que agregam, sua importância pode

ser refletida nas remunerações. Por conta disso, constituem-se como variáveis com potencial para influenciar na definição das remunerações dos CEOs. Diante disso, para a composição das características de sofisticação dos CEOs, foram coletadas informações pessoais sobre a formação acadêmica e experiência profissional relacionada a finanças destes executivos.

Assim, em caráter explicativo, a figura 4 apresenta as características de sofisticação financeira utilizadas, bem como suas descrições, mensurações e relações esperadas.

Figura 4

Variáveis de interesse: características de sofisticação financeira do CEO

	Variável	Sigla	Descrição	Mensuração	Relação esperada	Autores
FORMAÇÃO ACADÊMICA	Formação acadêmica relacionada a finanças	FF	Formação a nível de graduação ou pós-graduação (especialização, mestrado, doutorado e pós-doutorado) em: administração de empresas, contabilidade, finanças, economia ou engenharia de produção.	<i>Dummy</i> : 1 – quando o CEO possui formação em negócios, 0 – Caso contrário.	+	Custódio et al. (2013); Custódio e Metzger (2014); Gounopoulos e Pham (2018); Liu et al. (2018); Li e Patel (2019); Lunkes et al. (2019); Gupta e Mahakud (2020);
	Formação acadêmica internacional relacionada a finanças	FI	Formação a nível de graduação ou pós-graduação (especialização, mestrado, doutorado e pós-doutorado) em universidades fora do Brasil.	<i>Dummy</i> : 1 – quando o CEO possui formação internacional, 0 – Caso contrário.	+	Ghardallou et al. (2020); Shahab et al. (2020); Naseem et al. (2020); Jiang e Liu (2020); Bortoli & Soares (2021); Rezaee et al. (2021); Chen et al. (2021); Ma et al. (2021); Schmid & Baldermann (2021); Darouichi et al. (2021); Sun et al. (2021); Main e Silva (2021). Gounopoulos et al. (2021); Bsoul et al. (2022); Setiawan e Gestanti (2022); Li et al. (2022); Ding et al. (2022); Li et al. (2023).
EXPERIÊNCIA PROFISSIONAL	Experiência como CEO	EXP	Tempo de mandato como CEO na empresa atual.	Tempo em anos como CEO.	+	
	Experiência no setor de atuação	EXPS	Tempo de experiência como CEO no mesmo setor de atuação.	Tempo em anos no setor de atuação.	+	
	Experiência no setor financeiro	EXPSF	Experiência em empresas do setor financeiro.	<i>Dummy</i> : 1 – quando possui experiência de atuação no setor financeiro, 0 – Caso contrário.	+	
	Experiência financeira	EXPF	Experiência em cargos financeiros, como: CFO, auditor, contador, <i>controller</i> e similares.	<i>Dummy</i> : 1 – quando possui experiência em cargos relacionados às finanças, 0 – Caso contrário.	+	
	Experiência internacional	EXPI	Experiência atuando em empresas fora do Brasil.	<i>Dummy</i> : 1 – quando possui experiência internacional, 0 – caso contrário.	+	

Fonte: O autor (2024).

3.3.3 Variáveis de controle

Para atingir o objetivo geral proposto e verificar a relação levantada, empregou-se a técnica de regressão múltipla por meio do método GMM sistêmico, por conta disso, faz-se necessário controlar alguns fatores importantes que também podem impactar nas remunerações executivas, e que podem interferir nos testes, culminando em variáveis de controle no nível do gestor e da empresa. A seguir, são descritas essas variáveis empregadas no estudo.

- **Variáveis no nível do gestor**

Idade do CEO: Uma característica que tem sido apontada como influenciadora das remunerações dos CEOs é a idade (Custódio & Metzger, 2014). A literatura têm evidenciado que CEOs mais velhos recebem maiores remunerações se comparado a CEOs mais jovens, isso porque, as empresas estão dispostas a pagar maiores remunerações para executivos longevos, considerando-os como mais maduros, com maior experiência e habilidades adquiridas em situações adversas ao longo de sua carreira, e por conta disso, constituem-se como bons tomadores de decisão, focando em melhores oportunidades e fortalecendo estratégias para obtenção de recursos (Brunello et al., 2001; Pereira et al., 2016; Rahman & Mustafa, 2018; Conyon et al., 2019; Schmid & Baldermann, 2021; Ding et al., 2022; Machado et al., 2023). Desta forma, percebe-se relação positiva entre a idade do CEO e sua remuneração, em que quanto maior a idade, maior tende a ser a remuneração.

Gênero do CEO: Os estudos têm destacado que o gênero do CEO é um importante determinante da remuneração executiva, pois interage com variáveis como tamanho da empresa, setor, participação em conselhos e nível de experiência profissional (Leszczynska & Chandon, 2019; Schmid & Baldermann, 2021). Até o início dos anos 2000, o cargo de CEO era ocupado fortemente por homens, no entanto, a presença feminina vem crescendo, por conta disso, a literatura tem apontado que estudar o gênero do CEO é importante, principalmente para verificar disparidades salariais, já que tanto CEOs do sexo masculino como feminino são competentes nas negociações, preocupam-se com o planejamento estratégico e qualidade dos relatórios, envolvem-se na assunção de riscos e contribuem para o desempenho corporativo (Lam et al., 2013; Kaur & Singh, 2019; Altarawneh et al., 2020; Oliveira et al., 2021; Jaggia & Thosar, 2022). Entretanto, para Lam et al (2013) se os níveis salariais entre CEOs homens e mulheres fossem semelhantes, deveria haver relação insignificante entre o gênero do CEO e as remunerações, no entanto, mesmo estudos evidenciando um aumento de CEOs do sexo feminino e de suas remunerações, ainda há prevalência, em sua grande maioria, de altos salários

para CEOs do sexo masculino, e por conta disso, estudos (Oliveira et al.,2021) têm encontrado relação positiva quanto a remuneração de CEOs do sexo masculino.

Dualidade: A atuação concomitante como CEO e presidente do Conselho de Administração também tem sido considerada nas pesquisas sobre a remuneração dos CEOs (Conyon et al., 2019; Mueller et al., 2021). Segundo Krause et al. (2014) as pesquisas se empenharam em investigar a dualidade do CEO mais fortemente nos últimos 20 anos, buscando entender se ela gera benefícios nos resultados e na *performance*. Sob essa visão, alguns estudos apontam que a dualidade exerce influência positiva no desempenho, mostrando que os CEOs são mais comprometidos (Kaur & Singh, 2019), no entanto, uma parte da literatura tem apontado que CEOs que também fazem parte do conselho de administração podem influenciar as decisões sobre as suas remunerações, e desta forma, acabariam atraindo para si elevados salários, assumindo postura oportunista (Shen, 2021; Ding et al., 2022; Machado et al., 2023). Portanto, se têm encontrado relação positiva entre a dualidade e a remuneração do CEO.

CEO familiar: Há entre as pesquisas, discussões sobre a remuneração dos CEOs familiares, contudo, os resultados são mistos. Os CEOs familiares são aqueles que fundaram a empresa, possuem grau de parentesco ou ainda são herdeiros. McConaughy (2000), por exemplo, apontou que CEOs familiares recebem baixas remunerações se comparados aos seus pares não familiares. Combs et al. (2010) encontraram valores mais baixos de remuneração para CEOs familiares, quando há mais membros da família envolvidos na administração, porém, quando o CEO familiar é o único da família na alta gestão eles ganham mais se comparados aos CEOs não familiares. Graziano e Rondi (2021) encontraram valores menores de remuneração variável para CEOs familiares. Já Chen et al. (2021) destacam que CEOs familiares recebem maiores remunerações do que os seus pares. Algumas questões polêmicas sobre isso são discutidas, Sánchez-Marín et al. (2020) evidenciam que a presença de um CEO familiar afeta negativamente o monitoramento da remuneração do próprio executivo, podendo este desenvolver comportamento oportunista, influenciando as decisões e definindo para si maior remuneração. Assim, os laços familiares dos CEOs podem afetar a remuneração.

- **Variáveis no nível da empresa**

Tamanho da empresa: O nível de remuneração dos altos executivos possui relação com o tamanho da empresa. Essa relação é fortemente discutida e difundida na literatura, especialmente nas últimas quatro décadas, e por conta disso, o tamanho da empresa tem sido considerado como um importante critério para as definições dos salários dos executivos de

acordo com os estudos (Jensen & Meckling, 1976; Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Murphy, 1999; Hambrick, 2007; Shiah-Hou & Cheng, 2012; Bussin & Ncube, 2017). Grandes empresas apresentam políticas de remuneração proporcionais ao tamanho de suas estruturas, já que há aumento de esforço do CEO para controlar os processos, gerir os recursos, desenvolver estratégias mais elaboradas e assunção de riscos em maior grau, envolvendo ainda decisões mais complexas e que impactam em grande escala os negócios (Frydman & Jenter, 2010; Lam et al., 2013; Abed et al., 2014; Bussin & Ncube, 2017; Zhou et al., 2021; Machado et al., 2023). Desta forma, as remunerações executivas possuem relação positiva com o tamanho da empresa, de modo que, quanto maior o tamanho, maior tende a ser a remuneração.

Desempenho empresarial: A remuneração executiva pode possuir aspecto motivacional, impulsionando os gestores a trabalharem de forma mais estratégica, assumindo maiores riscos, alocando eficientemente os recursos e utilizando seus conhecimentos e experiências na tomada de decisão, com isso contribuem para o desempenho empresarial (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Wang & Werbin, 2018; Al-Shammari, 2018; Chen et al., 2021). Por conta disso, especialmente a partir da década de 1990, as pesquisas buscaram investigar amplamente as relações entre a remuneração dos executivos e o desempenho (Jensen & Murphy, 1990; Devers et al., 2007; Frydman & Jenter, 2010; Conyon et al., 2019). Em visão macro, os estudos têm encontrado relações positivas, afirmando que empresas em que os CEOs são bem remunerados o desempenho tem sido maior, podendo haver também uma causalidade reversa, já que podem ser pagos à medida que a empresa obtém melhores resultados (Crossland & Hambrick, 2007; Shiah-Hou & Cheng, 2012; Falato et al., 2015; Aguiar & Pimentel, 2017; Dutra & Ceretta, 2023; Machado et al., 2023). Desta forma, a remuneração pode ser explicada a partir do desempenho empresarial, de modo que, quanto maior a remuneração, maior o desempenho. Para esta pesquisa são utilizadas medidas de desempenho recorrentes nos estudos, o Retorno sobre os ativos (ROA) e Q de *Tobin*.

Endividamento: Estudos têm apontado que o nível de endividamento da empresa pode impactar na definição das remunerações, no entanto, os resultados seguem mistos e inconclusivos, já que têm sido encontradas tanto relações positivas quanto negativas, isso porque uma empresa mais endividada pode optar por reduzir custos diminuindo inclusive as remunerações dos executivos ou ainda decidir pagar maiores remunerações como forma de incentivar os gestores a buscarem melhores projetos e gerarem resultados mais consistentes (Conyon et al., 2019; Liu et al., 2020; Jbir et al., 2021; Choi et al., 2022; Machado et al., 2023). No contexto brasileiro os achados também não são unânimes. Segundo Machado et al (2023) empresas mais endividadas pagam maiores remunerações aos seus executivos, opostamente,

para Dutra e Ceretta (2023) empresas mais endividadadas pagam menores salários aos seus executivos. Desta forma, considerando os estudos anteriores, se espera que o endividamento influencie nas definições das remunerações dos CEOs no Brasil.

Idade da empresa: A idade da empresa é uma variável utilizada para verificar os estágios de duração da empresa, evidenciando sua longevidade, em que empresas mais longevas apresentam-se como maduras, com tomada de decisão mais refinada especialmente em relação ao endividamento e desempenho corporativo (Setiawan & Gestanti, 2022). É comumente expressa pela contagem dos anos desde sua fundação, e constitui-se como um determinante da remuneração do CEO (Serra et al., 2016; Rahman & Mustafa, 2018). Estudos têm encontrado resultados mistos entre a idade da empresa e a remuneração do CEO. Segundo Abed et al. (2014) CEOs são melhores remunerados em empresas mais jovens, e o motivo é que empresas novas precisam de executivos mais competentes e estão dispostas a pagar mais. Já de acordo com Smirnova e Zavertiaeva (2017) empresas antigas pagam melhores remunerações aos executivos. Em consonância, Khursheed e Sheikh (2022) encontram relação positiva e significativa entre a idade da empresa e a remuneração do CEO, e destacam que empresas mais antigas prezam pela contratação de CEOs mais renomados e, portanto, pagam maiores salários.

Controle definido: quando a empresa possui concentração de controle definido das ações de 50% ou mais nas mãos de um único acionista, tem-se concentração acionária, nesse ínterim, estes possuem participação majoritária nas decisões corporativas, inclusive com poder para definir as políticas empresariais e remunerações dos gestores, assumindo o controle e monitoramento da gestão (Zulfiqar & Hussain, 2020; Freitas et al., 2020). No cenário internacional os resultados encontrados são mistos, pesquisas têm evidenciado que empresas que possuem acionistas controladores pagam menores remunerações, podendo optar por reter os recursos ou compensar os executivos de forma não pecuniária (Wang & Xiao, 2011), já outros estudos têm apontado que empresas que possuem concentração acionária pagam maiores remunerações aos executivos, por diversas razões, como busca de apoio em decisões diversas (Al-Al-Msiedeem & Al Sawalqa, 2021; Peng & Tan, 2022). No contexto brasileiro, estudos também têm considerado a relação entre o controle definido e remuneração de executivos, e têm encontrado relação negativa, evidenciando que esse tipo de concentração acionária reduz a remuneração dos executivos no Brasil (Pinto & Leal, 2013; Anjos et al., 2015; Freitas et al., 2020). Portanto, espera-se encontrar relação negativa.

Pandemia: No ano de 2020 foi deflagrada a pandemia de *Covid-19* em escala mundial, abalando todos os setores da sociedade, obrigando as pessoas a ficarem confinadas em suas residências. A economia sofreu um período de forte instabilidade, empresas faliram,

ocasionando demissões em massa e declínio nas atividades e resultados empresariais. Entendendo que o período pandêmico trouxe fortes consequências para o ambiente corporativo mundial, é possível que no Brasil o seu impacto também tenha sido refletido nas remunerações executivas. Estudos mais recentes sobre a remuneração de executivos no Brasil (como Oliveira et., 2021; Ramos et al., 2022; Dutra & Ceretta, 2023; Machado et al., 2023) investigaram as remunerações antes do período pandêmico, contudo, presume-se que a pandemia pode ter influenciado as remunerações dos CEOs, assim, espera-se uma relação negativa.

Setor de atuação da empresa: O setor em que a empresa está inserida também tem sido considerado em pesquisas sobre a remuneração executiva, tanto no cenário nacional quanto internacional. Embora os resultados não sejam unânimes, considerar o setor na definição da remuneração parece fazer sentido, já que comprovadamente, existem disparidades nos salários pagos aos executivos entre os setores, e por conta disso, tem-se afirmado que a remuneração varia de acordo com o setor (Lam et al., 2013; Aguiar & Pimentel, 2017; Oliveira et al., 2021; Bhuyan et al., 2022; Malik & Jebari, 2023). Setores com maior complexidade tecnológica e frequentes mudanças regulatórias, por exemplo, podem requerer gestores mais qualificados e pagam mais por isso, contudo, em todos os setores as empresas têm buscado por CEOs mais talentosos, que sejam dedicados a melhorar a *performance* e os resultados empresariais, e isso pode ser refletido nas remunerações executivas (Frydman & Jenter, 2010; Falato et al., 2015). Por isso, o setor de atuação pode ser um potencial influenciador das remunerações dos CEOs.

Diante das discussões levantadas, a figura 5 apresenta o resumo das variáveis de controle no nível do gestor e da empresa que foram utilizadas neste estudo.

Figura 5
Variáveis de controle

Variável	Sigla	Descrição	Mensuração	Relação esperada	Autores
Idade do CEO	AGE	Idade do CEO.	Idade do CEO em anos	+	Custódio & Metzger, (2014); Schmid e Baldermann, (2021); Oliveira et al. (2021); Dutra e Ceretta (2023).
Gênero do CEO	GEN	Gênero do CEO.	<i>Dummy</i> : 1 – Se o CEO é do sexo feminino, 0 – se o CEO for do sexo masculino.	+/-	Lam et al. (2013); Kaur e Singh (2019); Schmid e Baldermann, (2021); Mueller et al. (2021); Oliveira et al., (2021).

Dualidade	DUA	O CEO exerce tanto a presidência da empresa quanto do conselho de administração.	<i>Dummy</i> : 1 – Se o CEO é presidente do conselho, 0 – Caso contrário.	+	Conyon et al. (2019); Mueller et al. (2021); Jbir et al. (2021); Ding et al. (2022); Machado et al. (2023); Dutra e Ceretta (2023).
CEO familiar	CEOFAM	O CEO é fundador, herdeiro ou pertence à família fundadora.	<i>Dummy</i> : 1 – Se o CEO é familiar, 0 – Caso contrário.	+/-	Sánchez-Marín et al. (2020); Graziano e Rondi (2021); Chen et al. (2021).
Tamanho da Empresa	TAM	Comumente representada pelo tamanho do ativo total da empresa.	Logaritmo natural (Ln) dos ativos totais.	+	Lam et al., (2013); Kaur & Singh, (2019); Ghardallou et al. (2020); Zhou et al. (2021);Oliveira et al. (2021).
Desempenho empresarial	ROA	O Retorno sobre os ativos (ROA), demonstra o quanto de lucro consegue gerar com relação aos ativos que possui.	lucro antes dos juros e impostos/Valor dos Ativos Totais.	+	Shiah-Hou e Cheng (2012); Custódio e Metzger (2014); Pereira et al. (2016); Conyon et al. (2019); Li e Patel (2019); Rissatti et al. (2019); Chen et al. (2021); Jbir et al. (2021); Zhou et al. (2021); Ding et al. (2022); Choi et al (2022); Machado et al. (2023).
	Q de Tobin (QT)	O Q de Tobin é uma medida bastante difundida na literatura para medir o desempenho de mercado de uma empresa.	Valor de mercado das ações/ Ativo total	+	
Endividamento	END	O endividamento geral refere-se ao montante de dívidas da empresa em relação a todos os seus ativos.	Passivo total/ativo total	+/-	Conyon et al. (2019); Ding et al. (2022); Machado et al. (2023); Dutra e Ceretta (2023).
Idade da empresa	IDAEMP	Tempo em anos de fundação da empresa.	Idade da empresa em anos, contados a partir da sua data de fundação.	+/-	Abed et al. (2014); Serra et al (2016); Bouaziz et al. (2020); Setiawan & Gestanti (2022).
Controle definido	CDEF	Quando a empresa possui concentração de controle definido das ações de 50% ou mais nas mãos de um único acionista.	<i>Dummy</i> : 1 –Se a empresa possui acionista controlador, 0 – Caso contrário.	-	Rissatti et al. (2019); Freitas et al. (2020); Peng e Tan (2022).
Pandemia	PAN	Período de pandemia de <i>Covid-19</i> , sendo considerado os anos de 2020 e 2021.	<i>Dummy</i> : 1 – Período pandêmico, 0 – Caso contrário.	-	Proposta do estudo.
Setor de atuação da empresa	SET	Setor em que a empresa atua.	<i>Dummy</i> : 1 – Para o setor de atuação da empresa 0 – Caso contrário.	+	Lam et al. (2013); Falato et al., (2015); Aguiar e Pimentel (2017).

Fonte: O autor (2024).

3.4 PROCEDIMENTOS ECONOMÉTRICOS

Inicialmente, foi empregada estatística descritiva para agrupar os dados referentes aos valores das remunerações executivas no Brasil, características dos CEOs e variáveis de controle no nível do gestor e da empresa, em valores mínimos e máximos, e também em medidas de tendência central e de dispersão (média, mediana e desvio padrão). Esta etapa é importante para realizar a caracterização da composição amostral do estudo e possibilitar inferências estatísticas. Para tratamento de valores considerados *outliers* nas variáveis, utilizou-se a técnica de winsorização nos percentis de 1 e 99.

Esta pesquisa reconhece a possibilidade de endogeneidade entre as variáveis dependentes, de interesse e de controle dos modelos. A endogeneidade é um conceito importante e que tem sido considerado uma ameaça nos modelos estatísticos entre os estudos na área de gestão, contabilidade, finanças e economia. Este problema ocorre quando as variáveis no modelo se correlacionam com o resíduo, isto é, as variáveis em estudo podem ser diretamente influenciadas por diversos outros fatores não controlados ou não considerados no modelo, e este problema pode emergir de diferentes formas, por exemplo, devido a relações de causalidades reversas entre variáveis dependentes e explicativas (Wooldridge, 2010; Hill et al., 2021). De acordo com Wooldridge (2010), existem quatro principais fontes de endogeneidade: variável omitida, simultaneidade, erro de medição e seleção.

A remuneração executiva pode influenciar e ser influenciada pelas variáveis de interesse e de controle adotadas, além de possíveis omissões de variáveis, o que pode acarretar problemas e comprometer a análise dos resultados. Para atenuar o problema de endogeneidade utilizou-se o GMM Sistêmico (*Generalized Method of Moments*). Há diversos trabalhos que destacam que este é o método mais adequado para controlar a endogeneidade ao se trabalhar as remunerações e características dos executivos (Aguiar & Pimentel, 2017; Shahab et al., 2020; Oliveira et al., 2021; Zhou et al., 2021; Machado et al., 2023; Dutra & Ceretta, 2023).

O método GMM foi desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). O modelo dinâmico de regressão em painel por meio do GMM sistêmico é um método econométrico eficiente e robusto para tratar a endogeneidade no modelo, suavizando esse problema por meio da instrumentalização das próprias variáveis do modelo multivariado, com eficiência na obtenção de estimadores assintóticos, e tratando, portanto, as relações endógenas entre as variáveis. Este método produz estimativas mais seguras mediante suposições menos restritivas assegurando consistência e eficiência dos estimadores dada a possibilidade de existência de problemas de endogeneidade (Blundell & Bond, 1998; Roodman, 2009).

No entanto, para que o método GMM Sistemico seja consistente e potencialmente robusto, é necessária a utilização de variáveis instrumentais fortes para que não existam distorções nas estimativas. Diante disso, para ajustamento e validação dos modelos multivariados por meio da utilização do GMM, é necessário a realização de testes de autocorrelação de primeira e segunda ordem, sugeridos por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). Complementarmente os dados serão submetidos ao teste de Hansen, com intuito de verificar se os instrumentos são válidos (Roodman, 2009).

Nas equações 1, 2 e 3 são apresentados os modelos empíricos para as relações testadas, equivalente às hipóteses H1, H2 e H3.

$$RM_{i,t} \text{ ou } RMED_{i,t} \text{ ou } RF_{i,t} \text{ ou } RV_{i,t} = \beta_0 + \sum^2 CFA_{i,t} + \sum^{11} Controles_{i,t} + \sum^9 Setor_{i,t} + \sum^{13} Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$RM_{i,t} \text{ ou } RMED_{i,t} \text{ ou } RF_{i,t} \text{ ou } RV_{i,t} = \beta_0 + \sum^5 CEP_{i,t} + \sum^{11} Controles_{i,t} + \sum^9 Setor_{i,t} + \sum^{13} Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$RM_{i,t} \text{ ou } RMED_{i,t} \text{ ou } RF_{i,t} \text{ ou } RV_{i,t} = \beta_0 + \sum^7 CSF_{i,t} + \sum^{11} Controles_{i,t} + \sum^9 Setor_{i,t} + \sum^{13} Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Em que:

$RM_{i,t}$ = Maior remuneração da Diretoria estatutária da empresa i no período t ;

$RMED_{i,t}$ = Média da remuneração da diretoria estatutária da empresa i no período t ;

$RF_{i,t}$ = Média da remuneração fixa da diretoria estatutária da empresa i no período t ;

$RV_{i,t}$ = Média da remuneração variável da diretoria estatutária da empresa i no período t ;

$CFA_{i,t}$ = Características de formação acadêmica do CEO (FF e FI) da empresa i no período t ;

$CEP_{i,t}$ = Características de experiência profissional do CEO (EXP, EXPS, EXPSF, EXPF e EXPI) da empresa i no período t ;

$CSF_{i,t}$ = Características de Sofisticação Financeira do CEO (FF, FI, EXP, EXPS, EXPSF, EXPF e EXPI) da empresa i no período t ;

Variáveis de Controle = Idade do CEO; Gênero do CEO; Dualidade; CEO familiar; Tamanho da empresa; Retorno sobre os ativos; Q de Tobin; Endividamento; Idade da empresa; Controle definido; Pandemia;

Variáveis de Setor = Variáveis dicotômicas correspondentes aos setores de: Bens industriais; Comunicações; Consumo cíclico; Consumo não cíclico; Materiais básicos; Petróleo, Gás e Biocombustíveis; Saúde; Tecnologia da informação; Utilidade pública;

Variáveis de período anual = Variáveis dicotômicas correspondentes ao período anual considerando o intervalo de 2010 a 2022.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentados e discutidos os resultados desta pesquisa. Inicia-se com as análises descritivas das variáveis dependentes, de interesse e de controle utilizadas nos modelos econométricos, para fins de caracterização da composição amostral e inferências estatísticas, em seguida, têm-se a etapa multivariada, onde são analisados os modelos, relações e examinadas as hipóteses levantadas na pesquisa. Em seguida, são discutidos os resultados obtidos, e por fim realizadas algumas análises adicionais em caráter complementar.

4.1 ANÁLISES DESCRITIVAS

A tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das remunerações em uma perspectiva geral (Painel A) e ainda expressas separadamente por setor econômico (Painel B). Como observado também por outros estudos no contexto brasileiro (Pereira et al., 2016; Oliveira et al., 2021), as remunerações apresentam fortes oscilações no período analisado, o que justifica, inclusive, o emprego das remunerações na forma logarítmica.

Tabela 2

Estatística descritiva das remunerações dos CEOs no Brasil

Painel A: Remunerações dos CEOs						
Variáveis	Obs.	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
RM	2397	3.996.506,83	1.849.893,00	6.591.697,64	10.067,20	83.846.204,40
RMED	2397	2.221.737,45	1.268.789,06	3.019.092,09	7.500,00	40.061.820,52
RF	2387	1.091.973,19	888.998,33	941.813,98	10.800,00	14.973.432,67
RV	1737	1.681.148,66	827.866,83	2.656.267,87	1.735,00	36.581.437,75

Painel B: Remunerações dos CEOs por setor econômico						
RM						
Setores	Obs.	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	
Bens industriais	447	3.107.583,49	3.718.658,22	13.000,00	28.192.710,00	
Comunicações	38	9.305.634,73	14.316.257,79	340.800,00	83.846.204,40	
Consumo cíclico	737	3.541.072,02	5.348.998,48	14.400,00	37.908.417,29	
Consumo não cíclico	197	6.803.745,75	9.178.072,50	10.067,20	55.940.575,07	
Materiais básicos	257	5.013.356,02	7.977.358,66	15.000,00	59.948.669,98	
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	94	4.672.859,37	6.749.547,15	55.548,20	38.328.930,62	
Saúde	162	5.937.428,22	10.349.356,76	39.819,45	82.169.143,59	
Tecnologia da Informação	56	3.388.241,47	3.816.666,06	352.045,44	18.886.562,82	
Utilidade Pública	409	2.463.395,54	4.602.574,08	13.931,29	55.347.020,95	

RMED						
Setores	Obs.	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	
Bens industriais	447	1.809.399,37	1.720.244,73	14.000,00	11.856.085,00	
Comunicações	38	5.412.743,63	6.803.983,37	367.737,55	31.002.463,52	

Consumo cíclico	737	1.879.932,91	2.143.511,91	10.800,00	14.853.512,42
Consumo não cíclico	197	3.655.154,78	4.189.311,99	12.050,00	24.805.452,63
Materiais básicos	257	2.772.489,97	3.904.210,48	7.500,00	27.683.502,09
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	94	2.971.131,07	3.918.440,66	40.365,47	21.160.135,00
Saúde	162	2.911.556,20	4.292.654,13	21.812,00	40.061.820,52
Tecnologia da Informação	56	1.920.102,03	1.874.663,95	240.614,03	10.024.670,29
Utilidade Pública	409	1.554.675,33	2.234.381,93	20.126,32	25.946.591,12

RF

Setores	Obs.	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Bens industriais	441	1.033.122,05	620.762,75	42.839,50	4.832.500,00
Comunicações	38	2.029.573,58	1.862.407,91	243.276,57	8.353.626,88
Consumo cíclico	733	1.010.465,66	758.835,59	10.800,00	9.101.796,00
Consumo não cíclico	197	1.573.704,50	1.714.764,79	12.050,00	14.973.432,67
Materiais básicos	257	1.279.722,55	1.087.757,04	18.119,11	6.448.301,00
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	94	1.217.631,74	892.183,23	79.000,00	6.220.457,67
Saúde	162	1.290.124,65	1.058.537,04	23.782,96	6.974.349,00
Tecnologia da Informação	56	961.090,30	415.417,98	321.810,32	2.752.407,87
Utilidade Pública	409	775.879,35	498.389,28	19.582,37	3.681.663,00

RV

Setores	Obs.	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Bens industriais	310	1.324.393,80	1.372.469,04	2.145,50	10.441.771,00
Comunicações	25	4.524.323,15	4.634.182,85	67.167,36	17.517.158,89
Consumo cíclico	488	1.565.190,52	2.160.831,78	14.406,60	17.994.074,71
Consumo não cíclico	144	2.552.009,99	2.996.028,27	4.000,00	19.600.000,00
Materiais básicos	190	2.227.183,41	3.563.236,72	3.989,67	22.364.968,35
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	64	3.084.658,74	3.899.682,55	43.642,50	19.369.532,49
Saúde	136	2.251.870,31	3.792.585,44	5.532,96	36.581.437,75
Tecnologia da Informação	54	1.248.627,07	1.795.002,66	16.787,05	9.158.034,40
Utilidade Pública	326	857.606,41	2.007.730,54	1.735,00	24.067.033,44

Nota: O painel A apresenta as informações sobre as remunerações dos diretores executivos no Brasil e que compõem as variáveis dependentes da pesquisa. O Painel B apresenta as remunerações dos CEOs por setor econômico. RM – Valor da maior remuneração da diretoria estatutária; RMED – Valor médio da remuneração da diretoria estatutária; RF – Valor médio da remuneração fixa da diretoria estatutária; RV – Valor médio da remuneração variável da diretoria estatutária.

Fonte: O autor (2024).

De acordo com a tabela 2, painel A, a maior remuneração da diretoria estatutária (RM) apresenta maior média e maior valor máximo se comparada às demais variáveis de remuneração do estudo. Considerando que o CEO é o cargo mais elevado dentro da estrutura organizacional, e que ele faz parte da diretoria estatutária, estudos têm apontado que essa seria, então, sua remuneração (Costa et al., 2016; Oliveira et al., 2021; Salgado et al., 2022). Nessa perspectiva, os CEOs da amostra receberam em média R\$ 3.996.506,83, chegando a um valor máximo de

R\$ 83.846.204,40. Em observância ao elevado desvio padrão, confirma-se que há dispersão destes valores, o que permite inferir que existe alta variabilidade entre as remunerações.

Analisando os setores, ainda em observância à RM, o setor de Comunicações possui o menor número de observações, entretanto, é o detentor da maior média salarial, pagando, em média, uma remuneração de R\$ 9.305.634,73 aos CEOs, além disso, este setor possui elevados valores mínimos e máximos se comparado aos demais setores, o que confirma que as remunerações são de fato maiores neste setor. Esse resultado está alinhado aos achados de Oliveira et al. (2021), que em seu estudo também identificaram que o setor de Comunicações é o que possui a menor quantidade de empresas e observações, mas, no entanto, detém maior média salarial paga aos CEOs. Tendo em vista o alto desvio padrão, há fortes indícios de que existe grande variabilidade entre as compensações executivas.

Em virtude da impossibilidade de saber o valor exato da remuneração paga ao CEO no contexto brasileiro, estudos apontam que uma forma pertinente seria considerar a média da remuneração paga aos diretores estatutários (Aguiar & Pimentel, 2017; Ramos et al., 2022; Dutra & Ceretta, 2023). Partindo desse apontamento e analisando o valor médio da remuneração da diretoria estatutária (RMED), pode-se visualizar na tabela 2, painel A, que em média os diretores executivos da amostra receberam remuneração de R\$ 2.221.737,45. Esse valor está próximo dos achados de Dutra e Ceretta (2023), que encontraram um valor médio pago aos CEOs de R\$ 1.892.330,60 analisando o período de 2012 a 2018. Os valores mínimos e máximos foram, respectivamente, R\$ 7.500,00 e R\$ 40.061.820,52, reiterando a existência de grande variabilidade nos salários pagos entre as empresas.

Ainda em relação a RMED, analisando os setores, a maior média de remuneração paga aos CEOs foi no setor de Comunicações, correspondente a R\$ 5.412.743,63, sendo 3,48 vezes maior do que no setor de Utilidade Pública, que é o setor detentor da menor média salarial. Ademais, o setor de Comunicações possui o maior valor mínimo e o segundo maior valor máximo entre os setores, confirmando de fato os altos salários. Esses resultados são congruentes com os valores observados na RM. Os setores de “Consumo não cíclico”, “Materiais básicos”, “Petróleo, Gás e Biocombustíveis” e “Saúde”, apresentaram médias elevadas, acima de R\$ 2,7 milhões e valores máximos das remunerações todos acima de R\$ 21,1 milhões, sugerindo que esses setores remuneraram melhor aos seus executivos, se comparado aos demais.

Dentre as empresas que compõem a amostra, todas remuneraram os CEOs por meio de remuneração fixa, e 86,40% (235 empresas) compensam os altos executivos também por meio de remuneração variável. Apesar disto, de acordo com a tabela 2, painel A, se observa que no Brasil os CEOs têm sido remunerados mais expressivamente por meio de parcela variável,

considerando que a média da RV (R\$ 1.681.148,66) é maior do que a média da RF (R\$ 1.091.973,19), e, entre os setores, as remunerações variáveis máximas estão todas acima de R\$ 9,1 milhões, enquanto que na RF, há apenas dois valores acima de R\$ 9,1 milhões. Estes resultados estão em consonância com os achados de Rissatti et al. (2019), que também verificaram que a maior parcela da remuneração paga aos diretores estatutários é variável.

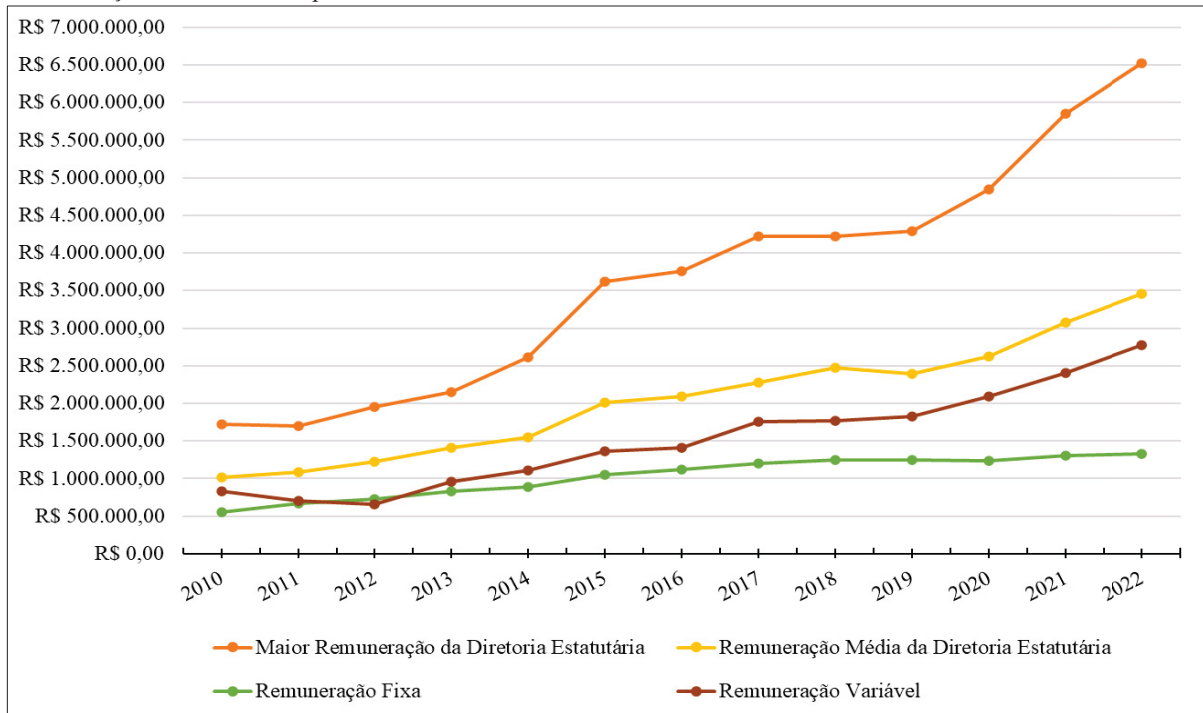
Em observância às remunerações fixas (RF) e remunerações variáveis (RV) entre os setores, com base na tabela 2, painel B, o setor de Comunicações possui as maiores médias tanto na RF quanto na RV, esses achados estão alinhados com as remunerações apresentadas anteriormente. Na RF, apesar da maior média estar no setor de Comunicações, o valor máximo está no setor de Consumo não cíclico, revelando que este setor tem compensado seus executivos com maior parcela fixa, se comparado aos demais. Na RV, a média do setor de Comunicações é 5,27 vezes maior que no setor de Utilidade Pública, e o setor de Saúde possui o maior valor máximo, sendo R\$ 36.581.437,75, que é quase 4 vezes maior que no setor de Tecnologia da informação. Notadamente, com base na tabela 2, painel B, o setor de Utilidade Pública possui as menores remunerações tanto de RF quanto RV entre os setores, quando comparada às médias salariais, o que releva que neste setor os executivos tendem a receber menores salários, se comparado aos seus pares dos demais setores econômicos.

A figura 6 demonstra as médias das remunerações pagas aos CEOs no decorrer do período de 2010 a 2022, permitindo visualizar o comportamento das compensações ao longo período analisado. Em geral, as remunerações possuem comportamentos similares, aumentando e diminuindo em sincronia, e percebe-se que a remuneração variável se tornou mais pronunciada com o tempo. Embora existam oscilações, é possível observar crescimento dos pagamentos salariais, especialmente nos últimos anos. Se comparados os valores de 2010 com os valores das remunerações pagas em 2022, a RM foi 3,79 vezes maior, a RMED foi 3,40 vezes maior, a RF 2,40 maior e a RV foi 3,31 vezes maior. Isto significa que, no contexto geral, os salários têm apresentado crescimento, contribuindo para a existência de elevados salários, como têm evidenciado a literatura recente (Hendriks et al., 2023).

Um ponto interessante a ser destacado é que em 2020, como é de conhecimento geral, houve a deflagração da pandemia de *Covid-19*, que atingiu fortemente todos os setores da sociedade, abalando as empresas e mundo dos negócios de modo geral, culminando em paralisações e fechamentos de grandes companhias. Entretanto, mesmo neste momento de tensões e incertezas, as remunerações dos CEOs apresentam crescimento, tanto em 2020, como nos anos subsequentes, como mostra a figura 6, o que revela que as remunerações dos altos executivos no Brasil parecem não ter sido afetadas por esse momento de crise.

Figura 6

Remunerações dos CEOs no período de 2010 a 2022



Fonte: O autor (2024).

Em observância aos diretores executivos, as empresas da amostra foram comandadas por 613 CEOs diferentes ao longo do período de 2010 a 2022, indicando que, em média, as empresas da composição amostral possuíram 2,25 CEOs entre os anos investigados. A tabela 3 apresenta as características de sofisticação financeira destes CEOs, e que se constituem também como as variáveis de interesse desta pesquisa.

Tabela 3

Características de Sofisticação Financeira dos CEOs

Painel A: Variáveis <i>dummies</i>			
	Frequência	Frequência relativa (%)	
Formação relacionada a finanças	402	65,58%	
Formação acadêmica internacional	215	35,07%	
Experiência no setor financeiro	136	22,19%	
Experiência financeira	198	32,30%	
Experiência internacional	124	20,23%	
Total de CEOs na amostra	613	100,00%	

Painel B: Variáveis em anos				
	Média	Mínimo	Máximo	Desvio padrão
Experiência como CEO	7,04	0	64	9,66
Experiência no setor de atuação	22,39	0	72	12,29

Nota: O painel A apresenta as características que tornam os CEOs financeiramente sofisticados, e que compõem as variáveis de interesse do estudo, medidas por *dummies* e aplicadas a contagem de frequência. O painel B apresenta as características de sofisticação financeira dos CEOs mensuradas em anos e evidenciadas por meio de média, valores mínimos e máximos e desvio padrão.

Fonte: O autor (2024).

Em relação à formação acadêmica, conforme a tabela 3, Painel A, dentre os CEOs da amostra, 65,58% possuem formação acadêmica em cursos relacionados a finanças, o que demonstra grau de instrução elevado da teoria financeira e dos negócios em geral para administrar a empresa e subsidiar as tomadas de decisões dentro do aparato organizacional. Quanto à formação acadêmica internacional, cerca de 35,07% dos CEOs possuem formação acadêmica constituída em universidades fora do Brasil, revelando um percentual potencialmente importante.

No que se refere à experiência profissional do CEO, com base na tabela 3, painel A, 22,19% dos CEOs possuem experiência em empresas do setor financeiro, já tendo trabalhado em bancos ou corretoras, por exemplo. Quanto à experiência financeira, 32,30% dos CEOs têm experiência na área financeira, já tendo atuado em cargos como diretor financeiro (CFO), auditor, contador e *controller*. Ainda, em relação à experiência internacional, 20,23% dos CEOs da amostra já trabalharam em empresas fora do Brasil, o que demonstra que existe relevante parcela de CEOs com algum conhecimento do mercado e da dinâmica empresarial internacional, agregando experiência profissional estrangeira à empresa.

Além disso, de acordo com a tabela 3, painel B, os CEOs da amostra possuem em média, 7,04 anos de experiência no cargo de CEO, no entanto, considerando o alto desvio padrão, aponta-se que há variabilidade quanto a essa experiência, o que é ratificado pelos valores mínimos e máximos, que mostram existem na amostra CEOs com 0 anos e 64 anos de experiência no cargo de CEO. Ainda, os CEOs no Brasil possuem em média, 22,39 anos de experiência trabalhando dentro do mesmo setor de atuação, e pelo baixo desvio padrão, afirma-se que não existem grandes variações quanto a esses valores, no entanto, os valores mínimos e máximos revelam que existe na amostra CEOs com 0 anos e 72 anos de experiência dentro do mesmo setor de atuação.

Com o propósito de visualizar a distribuição das características dos diretores executivos entre os setores no contexto brasileiro, a tabela 4 apresenta as características que compõem a sofisticação financeira dos CEOs segregadas por setor econômico.

Tabela 4
Características de Sofisticação Financeira dos CEOs por setor econômico

Setores	Painel A: Variáveis dummies											
	FF		FI		EXPSF		EXPF		EXPI		TOTAL	
	Fr.	%	Fr.	%	Fr.	%	Fr.	%	Fr.	%	Fr.	%
Bens industriais	64	70,33	36	39,56	21	23,08	36	39,56	26	28,57	91	14,85
Comunicações	9	47,37	4	21,05	2	10,53	6	31,58	7	36,84	19	3,10
Consumo cíclico	124	70,86	62	35,43	42	24,00	52	29,71	26	14,86	175	28,55
Consumo não cíclico	36	63,16	13	22,81	12	21,05	18	31,58	12	21,05	57	9,30

Materiais básicos	41	70,69	28	48,28	16	27,59	23	39,66	10	17,24	58	9,46
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	23	65,71	14	40,00	9	25,71	12	34,29	11	31,43	35	5,71
Saúde	29	64,44	12	26,67	12	26,67	11	24,44	5	11,11	45	7,34
Tecnologia da Informação	7	50,00	4	28,57	4	28,57	5	35,71	8	57,14	14	2,28
Utilidade pública	69	57,98	42	35,29	18	15,13	35	29,41	19	15,97	119	19,41
Total	402		215		136		198		124		613	100

Painel B: Variáveis em anos

Setores	EXP				EXPS			
	Média	Mínimo	Máximo	D.P	Média	Mínimo	Máximo	D.P
Bens industriais	8,38	0	64,00	10,35	24,86	0	64,00	12,46
Comunicações	3,39	0	21,00	5,36	23,00	7	43,00	10,14
Consumo cíclico	8,07	0	63,00	10,57	22,21	0	72,00	12,48
Consumo não cíclico	7,03	0	53,00	10,41	24,97	0	61,00	12,96
Materiais básicos	7,22	0	39,00	8,40	23,92	0	47,00	11,93
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2,93	0	30,00	4,96	18,26	0	45,00	14,23
Saúde	8,51	0	44,00	11,81	19,76	0	47,00	11,90
Tecnologia da Informação	15,89	0	33,00	11,48	23,02	0	39,00	9,22
Utilidade pública	3,10	0	21,00	3,82	19,65	0	48,00	10,70

Nota: O Painel A apresenta as características de sofisticação financeira dos CEOs por setor econômico e mensuradas por meio de *dummies* e aplicadas a contagem de frequência. O painel B apresenta as características de sofisticação financeira dos CEOs por setor econômico e medidas em anos. FF – Formação relacionada a finanças; FI – Formação acadêmica internacional; EXPSF – Experiência no setor financeiro; EXPF – Experiência financeira; EXPI – Experiência internacional; EXP – Experiência como CEO; EXPS – Experiência no setor de atuação.

Fonte: O autor (2024).

Conforme tabela 4, painel A, o setor com maior número de CEOs entre 2010 e 2022 é o setor de Consumo cíclico, com 175 CEOs (28,55%), este resultado suscita dois pontos: primeiro, o elevado valor é coerente, pois este setor possui também o maior número de empresas na amostra, e segundo, mostra que houveram trocas frequentes de CEOs no período em análise. Os setores de Bens industriais, Consumo cíclico e Materiais básicos destacam-se por possuírem mais de 70% dos CEOs com formação acadêmica relacionada a finanças, o que dá margem à expectativa de que os CEOs desses setores têm conhecimento da teoria financeira. O setor de Materiais básicos possui a maior porcentagem de CEOs com formação acadêmica internacional (48,28%) e com experiência financeira (39,66%). Já no setor de Tecnologia da Informação estão os CEOs com maior experiência no setor financeiro (28,57%) e experiência internacional (57,14%). O setor de Tecnologia da informação está em constante transformação inclusive no nível internacional, e assim a presença de CEOs com experiência internacional permite que os negócios e processos sejam conduzidos com maior destreza em consonância ao mercado global.

Segundo a tabela 4, painel B, o setor de Tecnologia da Informação possui a maior média de CEOs com experiência no cargo, sendo 5,42 vezes maior que no setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis. Neste setor, os CEOs possuem em média 15,89 anos de experiência no

cargo, e, com base no desvio padrão, não há grandes variações nestes valores. Em observância à experiência no setor de atuação, os setores de Bens Industriais e Consumo Não Cíclico possuem as maiores médias. No setor de Bens Industriais os CEOs possuem, em média, 24,86 anos de experiência no setor, já no setor de Consumo Não Cíclico os CEOs possuem em média de 24,97 anos de experiência dentro do mesmo setor de atuação.

A tabela 5 apresenta a estatística descritiva de todas as variáveis dependentes, de interesse e de controle utilizadas na pesquisa em relação ao número de observações totais estabelecidas por empresa.

Tabela 5
Estatística descritiva das variáveis da pesquisa

Variáveis	Média	Desvio Padrão			Mínimo	Máximo	Obs. Total
		Overall	Between	within			
Ln_RM	14,3113	1,5069	1,3334	0,6212	9,8782	17,2660	2397
Ln_RMED	13,9186	1,3388	1,1674	0,5686	9,9522	16,4558	2397
Ln_RF	13,6017	0,8660	0,7181	0,4401	9,2873	16,5218	2387
Ln_RV	13,5108	1,4858	1,3742	0,7875	8,5106	16,3764	1737
EXP	7,0392	9,6656	7,8094	5,0471	0,0000	64,0000	2397
EXPS	22,3871	12,2904	9,91467	7,04105	0,0000	72,0000	2397
AGE	53,4864	9,6008	7,5823	6,3119	25,000	91,0000	2397
TAM	21,7816	1,7832	1,6903	0,4202	17,4057	25,9613	2397
ROA	0,0507	0,1203	0,0791	0,0925	-0,5712	0,3971	2397
QT	0,7595	0,8969	0,7222	0,5231	0,0096	8,0244	2397
END	0,7273	0,5196	0,4472	0,2509	0,1011	3,3234	2397
IDAEMP	42,5428	27,4102	27,0485	3,2831	0,0000	131,0000	2397
Variáveis	Dummy "0"		Dummy "1"		Obs. Total		
	Fr.	Obs.	Fr.	Obs.			
FF	34,38%	824	65,62%	1573	2397		
FI	65,33%	1566	34,67%	831	2397		
EXPSF	80,31%	1925	19,69%	472	2397		
EXPF	68,25%	1636	31,75%	761	2397		
EXPI	80,68%	1934	19,32%	463	2397		
GEN	97,62%	2340	2,38%	57	2397		
DUA	87,82%	2105	12,18%	292	2397		
CEOFAM	74,94%	1794	25,16%	603	2397		
CDEF	31,21%	748	68,79%	1649	2397		
PAN	80,68%	1934	19,32%	463	2397		
S_BI	81,35%	1950	18,65%	447	2397		
S_COM	98,41%	2359	1,59%	38	2397		
S_CC	69,25%	1660	30,75%	737	2397		

S_CNC	91,78%	2200	8,22%	197	2397
S_MB	89,28%	2140	10,72%	257	2397
S_PGB	96,08%	2303	3,92%	94	2397
S_S	93,24%	2235	6,76%	162	2397
S_TI	97,66%	2341	2,34%	56	2397
S_UP	82,94%	1988	17,06%	409	2397

Nota: Ln_RM – Logaritmo natural da maior Remuneração da Diretoria Estatutária; Ln_RMED – Logaritmo natural da Remuneração Média da Diretoria Estatutária; Ln_RF – Logaritmo natural da Remuneração Fixa Média da Diretoria Estatutária; Ln_RV – Logaritmo natural da Remuneração Variável Média da Diretoria Estatutária; EXP – Experiência como CEO; EXPS – Experiência no setor de atuação; AGE – Idade do CEO; TAM – Tamanho da empresa; ROA – Retorno sobre os ativos; QT – Q de Tobin; END – Endividamento; IDAEMP – Idade da empresa; FF – Formação relacionada a finanças; FI – Formação acadêmica internacional; EXPSF – Experiência no setor financeiro; EXPF – Experiência financeira; Experiência internacional; GEN – Gênero do CEO; DUA – Dualidade; CEOFAM – CEO Familiar; CDEF – Controle definido; PAN – Pandemia de *Covid-19*; S_BI – Setor de Bens industriais; S_COM – Setor de Comunicações; S_CC – Setor de Consumo cíclico; S_CNC – Setor de Consumo não cíclico; S_MB – Setor de Materiais básicos; S_PGB – Setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis; S_S – Setor de Saúde; S_TI – Setor de Tecnologia da Informação; S_UP – Setor de Utilidade Pública.

Com base na mediana, desvio padrão e valores mínimos e máximos, dispostos na tabela 2, percebe-se que existem fortes variações dentre os valores das remunerações pagas aos CEOs no Brasil, isto justifica a utilização dos valores salariais na forma de logaritmo natural nas relações investigadas dentro dos modelos econométricos, outras pesquisas também observaram estas expressivas variações em estudos no cenário brasileiro (Pereira et al., 2016; Oliveira et al., 2021; Dutra & Ceretta, 2023). A utilização das remunerações em logaritmo também se justifica pelos valores serem muito altos em relação às demais variáveis, e desta maneira, permite captar a variação de um modelo log-linear. A tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das remunerações executivas em logaritmo natural (LN). Como observado, todas as remunerações dos CEOs em LN, apresentam valores médios similares, a RM deteve a maior média (14,3113), seguida pela RMED (13,9186), RF (13,6017) e RV (13,5108).

De acordo com a tabela 5, os CEOs da amostra possuem uma média de idade de 53,49 anos, o CEO mais jovem da amostra possui 25 anos e o mais velho 91 anos. Ainda, 97,62% dos CEOs são do gênero masculino e 2,38% do gênero feminino, o que permite afirmar que no contexto brasileiro, o cargo de diretor executivo tem sido ocupado fortemente por homens, como também apontado por estudos anteriores (Oliveira et al., 2021). Quanto à dualidade de cargos, cerca de 12,18% ocupam, além do cargo de diretor executivo, também o cargo de presidente do conselho de administração. Além disso, 25,16% são CEOs familiares, sendo os próprios fundadores ou pertencentes a família fundadora, representando uma parcela considerável das observações.

Quanto às características no nível da empresa, segundo a tabela 5, com relação ao TAM, as empresas possuem uma média de 21,78, e moderada variabilidade. Contudo, o ROA,

QT e END, apontam maior variação, evidenciando que na amostra existem empresas com desempenhos bons e ruins, e ainda empresas com pouco e considerável nível de endividamento. A média de idade das empresas é de 42,54 anos, todavia, se observados os valores mínimos e máximos, existem empresas jovens e longevas no período observado. Além disso, com relação ao controle definido, cerca de 68,79% das empresas possuem um acionista controlador detentor de 50% ou mais das ações da empresa, confirmando que no Brasil as empresas possuem forte indicação de concentração acionária. Finalmente, o setor que possui o maior número de observações na composição amostral é o setor de Consumo Cíclico, com 30,75% das observações.

Antes de seguir para a etapa multivariada, com intuito de visualizar previamente se as variáveis do estudo estão correlacionadas entre si, realizou-se a Correlação de *Pearson*, os resultados são expressos nas tabelas 6, 7 e 8. Os coeficientes de correlação variam entre -1 e +1, quando os valores se aproximam de 1, positiva ou negativamente, existe correlação perfeita, se o resultado for igual a 0, não há correlação. Segundo Fávero e Belfiore (2017), são consideradas correlações fortes quando o resultado for igual ou superior a 0,70. Como observado, os resultados apontam que não há fortes correlações entre as variáveis e baixos indícios de multicolinearidade. Ainda, é apresentada nas tabelas 6, 7 e 8 os p-valores, a partir dos quais, observa-se a existência de algumas correlações significativas entre as remunerações dos CEOs, suas características observáveis e as variáveis no nível da empresa.

Com base na tabela 6, pode-se inferir que quando o CEO possui formação relacionada a finanças (FF), formação internacional (FI), experiência no setor financeiro (EXPSF) e experiência internacional (EXPI) sua remuneração total é mais elevada. Entretanto, quando o diretor executivo possui experiência no cargo de CEO (EXP) suas remunerações são menores, assim, este resultado permite afirmar que essa característica tem proporcionado menores compensações totais aos executivos no Brasil.

De acordo com a tabela 7, a formação internacional (FI), experiência no setor (EXPS), experiência no setor financeiro (EXPSF), experiência financeira (EXPF) e Experiência internacional tem contribuído para a remuneração fixa do CEO ser maior, contudo, quando este possui experiência como CEO (EXP) a sua remuneração fixa é menor. Por fim, em observância a tabela 8, tem contribuído para que a remuneração variável do CEO seja maior as características de formação internacional (FI) e experiência internacional (EXPI), todavia, quando o diretor executivo detém experiência como CEO (EXP) e experiência no setor (EXPS) há indícios de que suas remunerações variáveis são menores.

Tabela 6
Matriz de correlação com variáveis RM e RMED e variáveis independentes

Variáveis	RM	RMED	FF	FI	EXP	EXPS	EXPSF	EXPF	EXPI	AGE	GEN	DUA	CEOFAM	TAM	ROA	QT	END	IDAEMP	CDEF	PAN	
RM	1																				
RMED	0,96***	1																			
FF	0,05**	0,04**	1																		
(0,01)	(0,03)																				
FI	0,15***	0,13***	0,23***	1																	
(0,00)	(0,00)	(0,00)																			
EXP	-0,10***	-0,12***	-0,16***	-0,20***	1																
(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)																		
EXPS	-0,03	-0,04*	-0,17***	-0,18***	0,52***	1															
(0,17)	(0,07)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)																
EXPSF	0,04*	0,05**	0,19***	0,03	-0,04***	-0,17***	1														
(0,07)	(0,01)	(0,00)	(0,18)	(0,00)	(0,00)																
EXPF	0,03	0,02	0,25***	0,16***	-0,07***	-0,08***	0,26***	1													
(0,18)	(0,29)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)																
EXPI	0,15***	0,14***	0,06***	0,18***	-0,06***	-0,02	0,17***	0,16***	1												
(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,37)	(0,00)	(0,00)	(0,00)													
AGE	-0,08***	-0,08***	-0,19***	-0,21***	0,44***	0,53***	-0,10***	-0,04*	-0,06***	1											
(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,06)	(0,06)	(0,00)												
GEN	-0,08***	-0,07***	-0,03	0,00	-0,07***	-0,10***	-0,06***	-0,06***	-0,08***	-0,07***	1										
(0,00)	(0,00)	(0,13)	(0,94)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)											
DUA	-0,14***	-0,13***	-0,03	-0,05**	0,38***	0,15***	0,04**	-0,05**	0,02	0,20***	0,03*	1									
(0,00)	(0,00)	(0,16)	(0,01)	(0,00)	(0,00)	(0,03)	(0,03)	(0,03)	(0,47)	(0,00)	(0,09)										
CEOFAM	-0,05**	-0,05**	-0,11***	-0,17***	0,40***	0,23***	-0,13***	-0,05***	-0,10***	-0,01	0,03	0,17***	1								
(0,02)	(0,02)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,01)	(0,00)	(0,54)	(0,15)	(0,00)									
TAM	0,58***	0,58***	-0,02	0,14***	-0,22***	-0,07***	0,02	-0,05**	0,14***	-0,04**	0,02	-0,16***	-0,18***	1							
(0,00)	(0,00)	(0,45)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,42)	(0,01)	(0,01)	(0,00)	(0,03)	(0,27)	(0,00)	(0,00)								
ROA	0,14***	0,13***	-0,02	0,05**	0,05**	0,12**	-0,08***	-0,07***	0,02	0,08***	0,04**	0,05**	0,06***	0,17***	1						
(0,00)	(0,00)	(0,36)	(0,02)	(0,01)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,41)	(0,00)	(0,04)	(0,02)	(0,00)	(0,00)							
QT	0,07***	0,05**	-0,10***	-0,00	0,01	-0,00	-0,04*	-0,09***	-0,00	-0,04*	-0,01	-0,02	0,05**	-0,03*	0,25***	1					
(0,00)	(0,02)	(0,00)	(0,71)	(0,56)	(0,93)	(0,07)	(0,00)	(0,00)	(0,71)	(0,08)	(0,48)	(0,35)	(0,03)	(0,09)	(0,00)						
END	-0,18***	-0,17***	0,13***	-0,00	-0,07**	-0,07***	-0,06**	0,03	-0,04**	-0,01	0,04**	0,10***	-0,08***	-0,20***	-0,31***	-0,25***	1				
(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,92)	(0,01)	(0,00)	(0,01)	(0,18)	(0,18)	(0,05)	(0,71)	(0,04)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)					
IDAEMP	-0,18***	-0,18***	0,08***	0,01	0,13***	0,12***	-0,03	0,03	-0,04**	0,22***	0,04**	0,16***	-0,06***	-0,22***	0,04*	-0,09***	0,14***	1			
(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,44)	(0,00)	(0,00)	(0,11)	(0,17)	(0,03)	(0,03)	(0,00)	(0,03)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,07)	(0,00)	(0,00)				
CDEF	-0,19***	-0,1***	-0,014	-0,00	-0,03	-0,020	-0,03	0,01	-0,02	0,03	0,06***	0,05**	0,00	0,04*	0,11***	-0,01	0,04**	-0,02	1		
(0,00)	(0,00)	(0,51)	(0,80)	(0,19)	(0,36)	(0,19)	(0,54)	(0,24)	(0,24)	(0,12)	(0,00)	(0,01)	(0,90)	(0,08)	(0,00)	(0,52)	(0,03)	(0,39)			
PAN	0,11***	0,10***	0,07***	0,051**	-0,053**	0,01	-0,02	-0,02	0,01	-0,04**	0,00	-0,04**	-0,03	0,10***	0,04**	0,07***	0,05**	-0,01	0,01	1	
(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,01)	(0,01)	(0,72)	(0,23)	(0,44)	(0,55)	(0,99)	(0,04)	(0,99)	(0,03)	(0,14)	(0,00)	(0,05)	(0,00)	(0,02)	(0,78)	(0,54)		

Nota: A tabela apresenta a correlação de Pearson entre as variáveis Maior Remuneração da Diretoria Estatutária (RM) e Remuneração Média da Diretoria Estatutária (RMED) e variáveis de interesse e controle da pesquisa. Entre parênteses é apresentada a significância, onde * Significante ao nível de 10%; **Significante ao nível de 5%; *** Significante ao nível de 1%.
 Fonte: O Autor (2024).

Tabela 7
Matriz de correlação com variável RF e variáveis independentes

Variáveis	RF	FF	FI	EXP	EXPS	EXPSF	EXPF	EXPI	AGE	GEN	DUA	CEOFAM	TAM	ROA	QT	END	IDAEMP	CDEF	PAN
RF	1																		
FF	0,03 (0,19)	1																	
FI	0,08*** (0,00)	0,24*** (0,00)	1																
EXP	-0,08*** (0,00)	-0,16*** (0,00)	-0,20*** (0,00)	1															
EXPS	0,04** (0,033)	-0,14*** (0,000)	-0,18*** (0,000)	0,42*** (0,000)	1														
EXPSF	0,05** (0,01)	0,19*** (0,00)	0,03 (0,19)	-0,08*** (0,00)	-0,16*** (0,00)	1													
EXPF	0,04* (0,05)	0,25*** (0,00)	0,16*** (0,00)	-0,06*** (0,00)	-0,07*** (0,00)	0,26*** (0,00)	1												
EXPI	0,13*** (0,00)	0,07*** (0,00)	0,18*** (0,00)	-0,06*** (0,00)	-0,00 (0,95)	0,17*** (0,00)	0,16*** (0,00)	1											
AGE	0,08 (0,39)	-0,19*** (0,00)	-0,22*** (0,00)	0,44*** (0,00)	0,48*** (0,00)	-0,11*** (0,00)	-0,04** (0,05)	-0,06*** (0,00)	1										
GEN	-0,09*** (0,00)	-0,03 (0,13)	0,00 (0,95)	-0,07*** (0,00)	-0,10*** (0,00)	-0,06*** (0,00)	-0,07*** (0,00)	-0,08*** (0,00)	-0,07*** (0,00)	1									
DUA	-0,09*** (0,00)	-0,03 (0,17)	-0,05*** (0,00)	0,38*** (0,00)	0,12*** (0,00)	0,04** (0,03)	-0,05** (0,02)	0,01 (0,48)	0,20*** (0,00)	0,03** (0,09)	1								
CEOFAM	-0,06*** (0,00)	-0,11*** (0,00)	-0,17*** (0,00)	0,40*** (0,00)	0,18*** (0,00)	-0,13*** (0,00)	-0,05** (0,01)	-0,10*** (0,00)	-0,02 (0,46)	0,03 (0,15)	0,17*** (0,00)	1							
TAM	0,47*** (0,00)	-0,01 (0,49)	0,14*** (0,00)	-0,23*** (0,00)	-0,05*** (0,42)	0,02 (0,00)	-0,05*** (0,00)	0,14*** (0,00)	-0,05** (0,02)	0,02 (0,29)	-0,16*** (0,00)	-0,19*** (0,00)	1						
ROA	0,08*** (0,00)	-0,02 (0,33)	0,04** (0,03)	0,05** (0,02)	0,10*** (0,00)	-0,08*** (0,00)	-0,07*** (0,00)	0,02 (0,43)	0,08*** (0,00)	0,04** (0,04)	0,05** (0,02)	0,06*** (0,00)	0,16*** (0,00)	1					
QT	0,03 (0,12)	-0,11*** (0,00)	-0,00 (0,82)	0,02 (0,47)	-0,02 (0,45)	-0,03* (0,10)	-0,09*** (0,00)	-0,00 (0,82)	-0,03 (0,16)	-0,01 (0,49)	-0,02 (0,39)	0,05* (0,01)	-0,02 (0,26)	0,26*** (0,00)	1				
END	-0,12*** (0,00)	0,14*** (0,00)	-0,00 (0,93)	-0,07*** (0,00)	-0,06*** (0,00)	-0,06*** (0,01)	0,03 (0,18)	-0,04** (0,05)	-0,01 (0,74)	0,04** (0,04)	0,10*** (0,00)	-0,08*** (0,00)	-0,20*** (0,00)	-0,31*** (0,00)	-0,25*** (0,00)	1			
IDAEMP	-0,15*** (0,00)	0,08*** (0,00)	0,02 (0,43)	0,13*** (0,00)	0,09*** (0,00)	-0,04* (0,08)	0,02 (0,23)	-0,05** (0,03)	0,22*** (0,00)	0,04** (0,03)	0,16*** (0,00)	-0,06*** (0,00)	-0,23*** (0,00)	0,03* (0,09)	-0,08*** (0,00)	0,14*** (0,00)	1		
CDEF	-0,07*** (0,00)	-0,01 (0,46)	-0,00 (0,88)	-0,03 (0,20)	-0,00 (0,92)	-0,03 (0,21)	0,01 (0,54)	-0,02 (0,29)	0,03 (0,12)	0,06*** (0,00)	0,06*** (0,00)	0,00 (0,91)	0,04* (0,05)	0,11*** (0,00)	-0,02 (0,40)	0,04** (0,03)	-0,02 (0,40)	1	
PAN	0,09*** (0,00)	0,06*** (0,00)	0,05** (0,01)	-0,05** (0,01)	0,00 (0,92)	-0,03 (0,19)	-0,02 (0,39)	0,01 (0,48)	-0,04** (0,05)	0,00 (0,98)	-0,04** (0,04)	-0,03 (0,14)	0,11*** (0,00)	0,04** (0,04)	0,06** (0,00)	0,05** (0,02)	-0,00 (0,75)	0,01 (0,63)	1

Nota: A tabela apresenta a correlação de *Pearson* entre a variável dependente Remuneração Fixa Média da Diretoria Estatutária (RF) e as variáveis de interesse e controle utilizadas na pesquisa. Entre parênteses é apresentada a significância, onde * Significante ao nível de 10%; **Significante ao nível de 5%; *** Significante ao nível de 1%.
 Fonte: O Autor (2024).

Tabela 8
Matriz de correlação com variável RV e variáveis independentes

Variáveis	RV	FF	FI	EXP	EXPS	EXPSF	EXPF	EXPI	AGE	GEN	DUA	CEOFAM	TAM	ROA	QT	END	IDAEMP	CDEF	PAN
RV	1																		
FF	0,02 (0,33)	1																	
FI	0,07*** (0,00)	0,21*** (0,00)	1																
EXP	-0,13*** (0,00)	-0,18*** (0,00)	-0,23*** (0,00)	1															
EXPS	-0,04* (0,09)	-0,17*** (0,00)	-0,19*** (0,00)	0,45*** (0,00)	1														
EXPSF	0,02 (0,37)	0,20*** (0,00)	0,04* (0,09)	-0,08*** (0,00)	-0,21*** (0,00)	1													
EXPF	0,01 (0,62)	0,18*** (0,00)	0,14*** (0,00)	-0,11*** (0,00)	0,28*** (0,00)	0,28*** (0,00)	1												
EXPI	0,06*** (0,00)	0,07*** (0,00)	0,17*** (0,00)	-0,05** (0,04)	-0,01 (0,68)	0,20*** (0,00)	0,17*** (0,00)	1											
AGE	-0,03 (0,16)	-0,19*** (0,00)	-0,20*** (0,00)	0,36*** (0,00)	0,50*** (0,00)	-0,09*** (0,00)	-0,06** (0,01)	-0,02 (0,37)	1										
GEN	-0,11*** (0,00)	-0,02 (0,32)	0,01 (0,76)	-0,06** (0,01)	-0,09*** (0,00)	-0,06** (0,01)	-0,07*** (0,00)	-0,09*** (0,00)	-0,04 (0,10)	1									
DUA	-0,07** (0,01)	-0,04* (0,07)	-0,04** (0,07)	0,35*** (0,00)	0,08*** (0,00)	0,06** (0,01)	-0,01 (0,72)	0,01 (0,57)	0,11*** (0,00)	0,07*** (0,00)	1								
CEOFAM	-0,07*** (0,00)	-0,10*** (0,00)	-0,22*** (0,00)	0,37*** (0,00)	0,19*** (0,00)	-0,11*** (0,00)	-0,08*** (0,00)	-0,08*** (0,00)	-0,07*** (0,00)	0,06** (0,02)	0,19*** (0,00)	1							
TAM	0,36*** (0,00)	0,01 (0,64)	0,13*** (0,00)	-0,23*** (0,00)	-0,02 (0,39)	-0,02 (0,34)	-0,04 (0,12)	0,08*** (0,00)	0,07*** (0,01)	0,00 (0,88)	-0,11*** (0,00)	-0,20*** (0,00)	1						
ROA	0,08*** (0,00)	-0,02 (0,43)	0,04* (0,07)	0,06** (0,02)	0,12*** (0,00)	-0,10*** (0,00)	-0,07*** (0,00)	0,01 (0,75)	0,12*** (0,00)	0,04 (0,11)	0,03 (0,30)	0,04 (0,12)	0,14*** (0,00)	1					
QT	0,13*** (0,00)	-0,08*** (0,00)	0,00 (0,97)	0,04 (0,12)	0,05** (0,03)	-0,04* (0,09)	-0,07*** (0,00)	-0,03 (0,28)	-0,04 (0,13)	-0,02 (0,45)	-0,05** (0,04)	0,08*** (0,00)	-0,09*** (0,00)	0,38*** (0,00)	1				
END	0,07*** (0,00)	0,14*** (0,00)	0,04* (0,08)	-0,15*** (0,00)	-0,12*** (0,00)	-0,00 (0,90)	0,03 (0,31)	0,05* (0,06)	-0,08*** (0,00)	-0,02 (0,44)	-0,07*** (0,01)	-0,11*** (0,00)	0,15*** (0,00)	-0,33*** (0,00)	-0,32*** (0,00)	1			
IDAEMP	-0,13*** (0,00)	0,04* (0,07)	-0,00 (0,92)	0,05** (0,04)	0,08*** (0,00)	-0,04* (0,09)	-0,01 (0,55)	-0,00 (0,95)	0,20*** (0,00)	0,08*** (0,00)	0,09*** (0,00)	-0,13*** (0,00)	-0,04* (0,09)	0,10*** (0,00)	-0,01 (0,68)	-0,06** (0,01)	1		
CDEF	-0,12*** (0,00)	-0,02 (0,45)	0,00 (0,93)	-0,00 (0,97)	0,01 (0,55)	-0,05** (0,05)	-0,07*** (0,00)	-0,02 (0,48)	0,06** (0,01)	0,10*** (0,00)	0,04* (0,08)	-0,00 (0,83)	0,15*** (0,00)	0,20*** (0,00)	0,00 (0,90)	0,01 (0,76)	-0,01 (0,68)	1	
PAN	0,12*** (0,00)	0,07*** (0,00)	0,06** (0,01)	-0,05** (0,03)	0,00 (0,90)	-0,04* (0,09)	-0,04 (0,10)	-0,00 (0,90)	-0,05** (0,03)	-0,03 (0,18)	-0,06** (0,01)	-0,03 (0,22)	0,10*** (0,00)	0,02 (0,52)	0,05** (0,04)	0,01 (0,71)	0,07*** (0,00)	0,00 (0,86)	1

Nota: A tabela apresenta a correlação de Pearson entre a variável dependente Remuneração Variável Média da Diretoria Estatutária (RV) e as variáveis de interesse e controle utilizadas na pesquisa. Entre parênteses é apresentada a significância, onde * Significante ao nível de 10%; **Significante ao nível de 5%; *** Significante ao nível de 1%.
Fonte: O Autor (2024).

4.2 ANÁLISE MULTIVARIADA

Para suavizar os possíveis problemas de endogeneidade entre os modelos econométricos testados e garantir estimadores consistentes e resultados confiáveis, adotou-se o Método dos Momentos Generalizados Sistêmico (*Generalized Method of Moments – GMM – Sys*) (Blundell & Bond, 1998). Para verificar os ajustamentos dos modelos no método GMM sistêmico foram analisados três testes adicionais, a saber, os testes de autocorrelação de primeira e segunda ordem, AR (1) e AR (2), e o teste de Hansen para verificar a validade dos instrumentos (Roodman, 2009).

Nas tabelas 9, 10, 11 e 12 são apresentados os resultados das análises do GMM sistêmico e dos testes adicionais para cada uma das variáveis dependentes adotadas neste estudo. O teste AR(1) entre todas as análises não permite rejeitar a hipótese de que existe autocorrelação de primeira ordem. Entretanto, o teste AR(2) não apresentou significância nos testes realizados, portanto, afirma-se que nos modelos não existe autocorrelação de segunda ordem, evidenciando que os modelos estão bem especificados. O teste de Hansen, por sua vez, também não apresentou significância em nenhum dos modelos testados, assim não é rejeitada a hipótese de que os instrumentos são exógenos, permitindo afirmar que os resíduos e as variáveis instrumentais não estão correlacionados e que os conjuntos de instrumentos são válidos.

Na tabela 9 é apresentado o resultado do GMM sistêmico, cuja variável dependente é a Maior Remuneração da Diretoria Estatutária (RM). Como pode ser observado, dentre as características de sofisticação financeira dos CEOs, apenas a formação acadêmica internacional (FI) apresentou relação positiva e significativa (Coef.: 0,115; valor- $p < 0,005$), este achado sugere que quando o CEO possui essa característica, sua remuneração total é maior. O resultado se mantém quando todas as características são consideradas em conjunto (modelo 8). Pelo modelo Log-linear, os resultados permitem afirmar que a característica de formação acadêmica internacional propicia aumento de 11,5% na remuneração total do CEO. Quanto aos controles, o tamanho da empresa e o desempenho empresarial mostraram-se positivos e significativos nos modelos, destacando-se como impulsionadores das remunerações dos diretores executivos no Brasil. Contudo, o controle definido ao apresentar relação negativa e significativa evidencia que na presença de acionista controlar, as remunerações dos CEOs parecem ser menores.

Tabela 9

Análise do GMM Sistêmico para a variável dependente Maior remuneração da Diretoria Estatutária

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Ln_RM _{t-1}	0,623***	0,622***	0,626***	0,626***	0,627***	0,626***	0,626***	0,619***

	(10,056)	(10,166)	(10,148)	(10,134)	(10,186)	(10,222)	(10,165)	(10,113)
FF	0,067							0,040
	(1,333)							(0,761)
FI		0,115***						0,108***
		(2,787)						(2,660)
EXP			0,001					0,001
			(0,259)					(0,242)
EXPS				0,001				0,002
				(0,574)				(0,946)
EXPSF					0,044			0,033
					(0,861)			(0,616)
EXPF						0,064		0,038
						(1,552)		(0,910)
EXPI							0,026	-0,007
							(0,579)	(-0,147)
AGE	-0,000	0,000	-0,001	-0,002	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001
	(-0,204)	(0,110)	(-0,643)	(-0,818)	(-0,496)	(-0,480)	(-0,522)	(-0,330)
GEN	-0,149	-0,157	-0,159	-0,157	-0,160	-0,156	-0,157	-0,140
	(-1,096)	(-1,184)	(-1,159)	(-1,135)	(-1,153)	(-1,133)	(-1,146)	(-1,038)
DUA	-0,070	-0,071	-0,075	-0,070	-0,073	-0,066	-0,072	-0,078
	(-0,929)	(-0,931)	(-0,963)	(-0,904)	(-0,960)	(-0,862)	(-0,941)	(-1,015)
CEOFAM	0,045	0,052	0,031	0,031	0,045	0,041	0,041	0,043
	(0,703)	(0,819)	(0,511)	(0,471)	(0,698)	(0,654)	(0,651)	(0,677)
TAM	0,213***	0,209***	0,211***	0,211***	0,210***	0,211***	0,210***	0,214***
	(5,533)	(5,541)	(5,494)	(5,496)	(5,500)	(5,547)	(5,524)	(5,619)
ROA	0,347*	0,357*	0,371**	0,367**	0,380**	0,378**	0,369**	0,345*
	(1,853)	(1,930)	(2,005)	(1,973)	(2,063)	(2,048)	(1,993)	(1,846)
QT	0,061**	0,058*	0,060**	0,059*	0,060**	0,060**	0,060*	0,062**
	(2,018)	(1,887)	(1,990)	(1,937)	(1,971)	(1,977)	(1,950)	(2,046)
END	-0,017	-0,010	-0,009	-0,008	-0,007	-0,010	-0,009	-0,010
	(-0,303)	(-0,176)	(-0,158)	(-0,148)	(-0,120)	(-0,170)	(-0,158)	(-0,164)
IDAEMP	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001
	(-1,138)	(-1,221)	(-1,058)	(-1,044)	(-1,022)	(-1,086)	(-1,041)	(-1,297)
CDEF	-0,188***	-0,191***	-0,189***	-0,188***	-0,188***	-0,189***	-0,190***	-0,187***
	(-3,018)	(-3,056)	(-3,019)	(-3,006)	(-3,012)	(-3,045)	(-3,029)	(-3,016)
PAN	0,102	0,078	0,104	0,087	0,090	0,105	0,088	0,072
	(1,200)	(1,154)	(1,215)	(1,282)	(1,347)	(1,224)	(1,308)	(1,050)
<i>Dummy de tempo</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy de setor</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	0,778	0,885	0,864	0,876	0,851	0,796	0,870	0,800
	(1,363)	(1,566)	(1,527)	(1,528)	(1,499)	(1,418)	(1,530)	(1,415)
Observações	2124	2124	2124	2124	2124	2124	2124	2124
Empresas	272	272	272	272	272	272	272	272
Nº de instrumentos	43	43	43	43	43	43	43	49
Prob>F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR (1)	-7,018***	-7,026***	-7,021***	-7,021***	-7,014***	-7,041***	-7,015***	-7,016***
AR (1)_p-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR (2)	0,839	0,825	0,823	0,822	0,839	0,837	0,832	0,846
AR (2)_p-valor	0,402	0,409	0,410	0,411	0,402	0,403	0,405	0,398
Hansen	12,03	11,68	12,74	12,73	12,77	12,47	12,55	11,56
Hansen_p-valor	0,362	0,388	0,311	0,312	0,309	0,330	0,324	0,397

Nota: Nesta tabela é apresentado o resultado do teste GMM sistêmico. A variável dependente é o logaritmo natural da Maior Remuneração da Diretoria Estatutária (RM). Os valores entre parênteses correspondem a estatística z.

			(2,736)					(2,443)
EXP			0,001					0,001
			(0,439)					(0,400)
EXPS				0,002				0,003
				(0,873)				(1,245)
EXPSF					0,081*			0,068
					(1,654)			(1,325)
EXPF						0,073*		0,036
						(1,828)		(0,844)
EXPI							0,062	0,027
							(1,395)	(0,609)
AGE	-0,002	-0,001	-0,003	-0,004	-0,002	-0,002	-0,002	-0,002
	(-0,763)	(-0,565)	(-1,293)	(-1,595)	(-1,054)	(-1,111)	(-1,098)	(-1,038)
GEN	-0,060	-0,065	-0,062	-0,059	-0,062	-0,058	-0,054	-0,038
	(-0,519)	(-0,541)	(-0,513)	(-0,480)	(-0,511)	(-0,480)	(-0,446)	(-0,322)
DUA	-0,056	-0,059	-0,068	-0,058	-0,065	-0,054	-0,063	-0,077
	(-0,829)	(-0,863)	(-1,005)	(-0,842)	(-0,945)	(-0,788)	(-0,915)	(-1,134)
CEOFAM	0,044	0,050	0,022	0,024	0,047	0,038	0,043	0,041
	(0,673)	(0,763)	(0,357)	(0,361)	(0,722)	(0,596)	(0,659)	(0,647)
TAM	0,234***	0,232***	0,236***	0,234***	0,232***	0,235***	0,232***	0,234***
	(5,776)	(5,779)	(5,964)	(5,812)	(5,792)	(5,862)	(5,769)	(5,913)
ROA	0,259	0,271	0,288	0,280	0,303*	0,296*	0,285	0,263
	(1,446)	(1,531)	(1,629)	(1,583)	(1,724)	(1,679)	(1,607)	(1,474)
QT	0,056	0,054	0,056	0,054	0,056	0,055	0,056	0,060*
	(1,577)	(1,482)	(1,574)	(1,501)	(1,558)	(1,536)	(1,543)	(1,694)
END	-0,020	-0,009	-0,008	-0,008	-0,004	-0,010	-0,007	-0,005
	(-0,325)	(-0,157)	(-0,131)	(-0,125)	(-0,061)	(-0,171)	(-0,117)	(-0,078)
IDAEMP	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001
	(-1,030)	(-1,086)	(-0,978)	(-0,918)	(-0,894)	(-0,971)	(-0,930)	(-1,167)
CDEF	-0,188***	-0,193***	-0,195***	-0,191***	-0,188***	-0,192***	-0,193***	-0,185***
	(-2,718)	(-2,769)	(-2,797)	(-2,733)	(-2,731)	(-2,775)	(-2,770)	(-2,698)
PAN	0,110	-0,002	0,011	0,005	0,010	0,123*	0,120*	-0,014
	(1,572)	(-0,034)	(0,161)	(0,073)	(0,146)	(1,786)	(1,732)	(-0,211)
<i>Dummy de tempo</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy de setor</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	1,596***	1,680***	1,697***	1,702***	1,616***	1,641***	1,670***	1,552**
	(2,601)	(2,768)	(2,782)	(2,779)	(2,675)	(2,717)	(2,738)	(2,558)
Observações	2124	2124	2124	2124	2124	2124	2124	2124
Empresas	272	272	272	272	272	272	272	272
Nº de instrumentos	43	43	43	43	43	43	43	49
Prob>F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR (1)	-7,348***	-7,309***	-7,344***	-7,332***	-7,350***	-7,346***	-7,341***	-7,419***
AR (1)_p-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR (2)	1,190	1,171	1,168	1,152	1,225	1,157	1,215	1,247
AR (2)_p-valor	0,234	0,242	0,243	0,249	0,221	0,247	0,225	0,212
Hansen	14,36	14,13	15,38	15,23	15,43	15,12	14,83	13,89
Hansen_p-valor	0,213	0,226	0,166	0,172	0,164	0,177	0,190	0,239

Nota: Nesta tabela é apresentado o resultado do teste GMM sistêmico. A variável dependente é o logaritmo natural da Remuneração Média da Diretoria Estatutária (RMED). Os valores entre parênteses correspondem a estatística z. Ln_RMED_{t-1} – Remuneração Média da Diretoria Estatutária em primeira defasagem; FF – Formação relacionada a finanças; FI – Formação acadêmica internacional; EXPSF – Experiência no setor financeiro; EXPF – Experiência financeira; EXPI – Experiência internacional; EXP – Experiência como CEO; EXPS – Experiência no setor de atuação; AGE – Idade do CEO; GEN – Gênero do CEO; DUA – Dualidade; CEOFAM – CEO familiar;

TAM – Tamanho da empresa; ROA – Retorno sobre o ativo; QT – Q de Tobin; END – Endividamento; CRES – Crescimento da receita; IDAEMP – Idade da empresa; CDEF – Controle definido; PAN – *Dummy* para pandemia. * Significante ao nível de 10%; **Significante ao nível de 5%; *** Significante ao nível de 1%.
Fonte: O autor (2024).

A tabela 11 apresenta o resultado do GMM sistêmico para a variável Remuneração Fixa média da Diretoria Estatutária (RF). As características ligadas à formação acadêmica não apresentaram significância estatística, deste modo, os resultados sugerem que estas características não estão sendo consideradas na definição da remuneração fixa do CEO no contexto brasileiro. No entanto, as características de experiência no setor de atuação – EXPS (Coef.: 0,003; valor-p<0,086) e experiência financeira – EXPF (Coef.: 0,054; valor-p<0,044) apresentaram relação positiva e significativa, evidenciando que CEOs com estas experiências recebem maiores remunerações fixas do que seus pares. Os resultados indicam que as características de EXPS e EXPF parecem proporcionar aumento de, respectivamente, 3,0% e 5,4% nas remunerações fixas dos CEOs.

Entretanto, quando considerada as características em conjunto (modelo 8), a experiência no cargo de CEO apresenta relação negativa e significativa (Coef.: -0,003; valor-p<0,055), sugerindo que CEOs com essa característica recebem menores remunerações fixas. Quanto aos controles, CEOs mais velhos recebem maiores salários fixos, isso pode inclusive estar atrelado a sua experiência no setor e em cargos financeiros que também se mostraram significativos, ainda, empresas de maior porte pagam remunerações fixas mais elevadas, entretanto, empresas mais longevas pagam menores salários fixos, já que que a idade da empresa apresentou relação estatística negativa.

Tabela 11
Análise do GMM Sistêmico para a variável dependente Remuneração Fixa média da Diretoria Estatutária

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Ln_RF _{t-1}	0,515*** (8,621)	0,518*** (8,690)	0,518*** (8,703)	0,521*** (8,721)	0,518*** (8,688)	0,516*** (8,518)	0,514*** (8,522)	0,523*** (8,556)
FF	0,031 (1,087)							0,021 (0,742)
FI		-0,024 (-0,852)						-0,034 (-1,223)
EXP			-0,002 (-1,518)					-0,003* (-1,922)
EXPS				0,003* (1,717)				0,004** (2,179)
EXPSF					0,037 (1,254)			0,021 (0,677)
EXPF						0,054** (2,017)		0,047 (1,603)
EXPI							0,031 (0,895)	0,019 (0,554)

AGE	0,003**	0,002*	0,004**	0,001	0,003**	0,003**	0,003**	0,002
	(2,287)	(1,775)	(2,490)	(1,049)	(2,227)	(2,332)	(2,184)	(1,540)
GEN	-0,032	-0,035	-0,036	-0,028	-0,033	-0,027	-0,029	-0,020
	(-0,362)	(-0,401)	(-0,410)	(-0,323)	(-0,380)	(-0,307)	(-0,326)	(-0,234)
DUA	0,012	0,012	0,026	0,011	0,007	0,014	0,009	0,026
	(0,346)	(0,345)	(0,764)	(0,325)	(0,209)	(0,394)	(0,260)	(0,733)
CEOFAM	-0,001	-0,007	0,011	-0,013	0,002	-0,002	-0,000	0,007
	(-0,020)	(-0,213)	(0,311)	(-0,355)	(0,067)	(-0,070)	(-0,006)	(0,196)
TAM	0,126***	0,126***	0,123***	0,124***	0,125***	0,126***	0,125***	0,124***
	(5,998)	(6,055)	(5,917)	(5,910)	(5,994)	(5,942)	(6,017)	(5,857)
ROA	-0,051	-0,039	-0,046	-0,050	-0,036	-0,037	-0,044	-0,047
	(-0,395)	(-0,302)	(-0,360)	(-0,395)	(-0,277)	(-0,289)	(-0,344)	(-0,360)
QT	0,022	0,020	0,020	0,019	0,022	0,021	0,021	0,022
	(1,009)	(0,975)	(0,940)	(0,902)	(1,014)	(1,000)	(0,988)	(1,028)
END	-0,025	-0,021	-0,025	-0,020	-0,019	-0,023	-0,020	-0,025
	(-0,576)	(-0,496)	(-0,593)	(-0,478)	(-0,450)	(-0,536)	(-0,471)	(-0,572)
IDAEMP	-0,001*	-0,001*	-0,001*	-0,001*	-0,001*	-0,001*	-0,001*	-0,001*
	(-1,790)	(-1,660)	(-1,691)	(-1,666)	(-1,661)	(-1,737)	(-1,708)	(-1,667)
CDEF	-0,024	-0,025	-0,025	-0,025	-0,025	-0,025	-0,025	-0,023
	(-0,545)	(-0,555)	(-0,569)	(-0,567)	(-0,554)	(-0,558)	(-0,574)	(-0,511)
PAN	0,015	-0,019	0,015	-0,021	-0,018	-0,020	-0,020	-0,023
	(0,586)	(-0,626)	(0,588)	(-0,687)	(-0,616)	(-0,664)	(-0,657)	(-0,769)
<i>Dummy de tempo</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy de setor</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	3,886***	3,894***	3,802***	3,865***	3,868***	3,863***	3,918***	3,682***
	(6,416)	(6,468)	(6,282)	(6,391)	(6,450)	(6,383)	(6,481)	(6,115)
Observações	2114	2114	2114	2114	2114	2114	2114	2114
Empresas	272	272	272	272	272	272	272	272
Nº de instrumentos	42	42	42	42	42	42	42	48
Prob>F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR (1)	-5,116***	-5,132***	-5,137***	-5,146***	-5,135***	-5,158***	-5,118***	-5,136***
AR (1)_p-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR (2)	1,104	1,088	1,129	1,105	1,105	1,130	1,109	1,127
AR (2)_p-valor	0,270	0,277	0,259	0,269	0,269	0,259	0,267	0,260
Hansen	14,94	14,93	14,90	15,63	15,13	15,10	14,86	15,94
Hansen_p-valor	0,185	0,186	0,187	0,155	0,176	0,178	0,189	0,143

Nota: Nesta tabela é apresentado o resultado do teste GMM sistêmico. A variável dependente é o logaritmo natural da Remuneração Fixa média da Diretoria Estatutária (RF). Os valores entre parênteses correspondem a estatística z. Ln_RF_{t-1} – Remuneração Fixa média da Diretoria Estatutária em primeira defasagem; FF – Formação relacionada a finanças; FI – Formação acadêmica internacional; EXPSF – Experiência no setor financeiro; EXPF – Experiência financeira; EXPI – Experiência internacional; EXP – Experiência como CEO; EXPS – Experiência no setor de atuação; AGE – Idade do CEO; GEN – Gênero do CEO; DUA – Dualidade; CEOFAM – CEO familiar; TAM – Tamanho da empresa; ROA – Retorno sobre o ativo; QT – Q de Tobin; END – Endividamento; CRES – Crescimento da receita; IDAEMP – Idade da empresa; CDEF – Controle definido; PAN – *Dummy* para pandemia. * Significante ao nível de 10%; **Significante ao nível de 5%; *** Significante ao nível de 1%.
Fonte: O autor (2024).

A tabela 12 evidencia o resultado do GMM sistêmico para a variável dependente Remuneração Variável média da Diretoria Estatutária (RV). As características ligadas ao *background* acadêmico não apresentaram significância estatística, sugerindo que as credenciais educacionais dos CEOs não influenciam nas remunerações variáveis. Em relação à *expertise*

profissional, a experiência no setor financeiro – EXPSF (Coef.: 0,122; valor-p<0,094) apresentou relação positiva e significativa, sugerindo que CEOs com esta experiência recebem melhores remunerações variáveis. Os resultados mostram que a característica de EXPSF proporciona um aumento de 12,2% na remuneração variável do CEO. Contudo, a experiência no cargo de CEO – EXP (Coef.: -0,012; valor-p<0,016) apresentou relação negativa e significativa, e esse resultado se mantém também quando considerada as características em conjunto (modelo 8), evidenciando assim que esta característica não contribui para aumentar as compensações variáveis dos executivos no Brasil.

Quanto aos controles, de acordo com a tabela 12, CEOs que são também presidentes do conselho de administração recebem maiores remunerações variáveis. Além disso, empresas maiores, com melhor desempenho empresarial e com níveis de endividamento pagam melhores remunerações variáveis. Contudo, os resultados evidenciam que quando o CEO é familiar e atua em empresas longevas e com controle definido recebe menores remunerações variáveis. A pandemia apresentou relação positiva e significativa, sugerindo que no período pandêmico as remunerações variáveis dos CEOs foram maiores, este resultado é congruente com o apresentado na figura 6, onde constata-se o crescimento das remunerações variáveis mesmo neste período de instabilidades no cenário global.

Tabela 12

Análise do GMM Sistemico para a variável dependente Remuneração Variável média da Diretoria Estatutária

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Ln RV _{t-1}	0,327*** (5,512)	0,322*** (5,522)	0,325*** (5,490)	0,324*** (5,457)	0,326*** (5,535)	0,323*** (5,467)	0,323*** (5,466)	0,330*** (5,652)
FF	0,086 (1,202)							0,066 (0,897)
FI		0,034 (0,425)						0,029 (0,360)
EXP			-0,012** (-2,404)					-0,012** (-2,306)
EXPS				-0,001 (-0,185)				0,002 (0,547)
EXPSF					0,122* (1,675)			0,129 (1,644)
EXPF						-0,025 (-0,340)		-0,081 (-1,076)
EXPI							0,032 (0,384)	0,008 (0,095)
AGE	0,000 (0,046)	-0,000 (-0,051)	0,003 (0,784)	-0,000 (-0,041)	-0,000 (-0,077)	-0,001 (-0,220)	-0,001 (-0,143)	0,003 (0,761)
GEN	0,048 (0,201)	0,048 (0,199)	0,014 (0,059)	0,046 (0,194)	0,042 (0,177)	0,043 (0,180)	0,055 (0,229)	0,008 (0,032)
DUA	0,179* (1,756)	0,173* (1,713)	0,252** (2,399)	0,176* (1,744)	0,163 (1,615)	0,176* (1,724)	0,173* (1,692)	0,240** (2,339)

CEOFAM	-0,237**	-0,240**	-0,185*	-0,242**	-0,226**	-0,249**	-0,244**	-0,158
	(-2,200)	(-2,215)	(-1,697)	(-2,225)	(-2,145)	(-2,335)	(-2,268)	(-1,416)
TAM	0,257***	0,256***	0,246***	0,257***	0,255***	0,256***	0,256***	0,242***
	(5,967)	(5,927)	(5,704)	(5,941)	(5,962)	(5,954)	(5,989)	(5,656)
ROA	1,174***	1,218***	1,230***	1,217***	1,249***	1,212***	1,213***	1,183***
	(3,038)	(3,173)	(3,248)	(3,191)	(3,274)	(3,171)	(3,175)	(3,008)
QT	0,192***	0,186***	0,183***	0,187***	0,189***	0,188***	0,189***	0,191***
	(3,454)	(3,421)	(3,406)	(3,499)	(3,450)	(3,438)	(3,444)	(3,575)
END	0,291*	0,306*	0,296*	0,300*	0,306*	0,305*	0,302*	0,292*
	(1,657)	(1,735)	(1,695)	(1,714)	(1,726)	(1,729)	(1,716)	(1,690)
IDAEMP	-0,008***	-0,008***	-0,008***	-0,008***	-0,008***	-0,008***	-0,008***	-0,008***
	(-4,287)	(-4,250)	(-4,267)	(-4,260)	(-4,203)	(-4,251)	(-4,257)	(-4,246)
CDEF	-0,206**	-0,212**	-0,206**	-0,214**	-0,207**	-0,213**	-0,214**	-0,199**
	(-2,390)	(-2,466)	(-2,473)	(-2,508)	(-2,415)	(-2,511)	(-2,500)	(-2,384)
PAN	0,450***	0,462***	0,668***	0,468***	0,471***	0,464***	0,464***	0,441***
	(3,989)	(4,113)	(6,101)	(4,164)	(4,208)	(4,155)	(4,174)	(3,835)
<i>Dummy de tempo</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy de setor</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	3,293***	3,424***	3,504***	3,406***	3,361***	3,454***	3,411***	3,416***
	(3,010)	(3,176)	(3,317)	(3,184)	(3,136)	(3,191)	(3,162)	(3,227)
Observações	1501	1501	1501	1501	1501	1501	1501	1501
Empresas	234	234	234	234	234	234	234	234
Nº de instrumentos	43	43	43	43	43	43	43	49
Prob>F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR (1)	-6,508***	-6,480***	-6,498***	-6,493***	-6,488***	-6,491***	-6,498***	-6,490***
AR (1)_p-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR (2)	1,254	1,219	1,173	1,232	1,308	1,220	1,225	1,251
AR (2)_p-valor	0,210	0,223	0,241	0,218	0,191	0,222	0,221	0,211
Hansen	12,62	12,97	13,05	13,01	13,90	12,92	12,92	13,54
Hansen_p-valor	0,319	0,296	0,290	0,293	0,239	0,298	0,239	0,259

Nota: Nesta tabela é apresentado o resultado do teste GMM sistêmico. A variável dependente é o logaritmo natural da Remuneração Variável média da Diretoria Estatutária (RV). Os valores entre parênteses correspondem a estatística z. Ln_RV_{t-1} – Remuneração Variável média da Diretoria Estatutária em primeira defasagem; FF – Formação relacionada a finanças; FI – Formação acadêmica internacional; EXPSF – Experiência no setor financeiro; EXPF – Experiência financeira; EXPI – Experiência internacional; EXP – Experiência como CEO; EXPS – Experiência no setor de atuação; AGE – Idade do CEO; GEN – Gênero do CEO; DUA – Dualidade; CEOFAM – CEO familiar; TAM – Tamanho da empresa; ROA – Retorno sobre o ativo; QT – Q de Tobin; END – Endividamento; CRES – Crescimento da receita; IDAEMP – Idade da empresa; CDEF – Controle definido; PAN – *Dummy* para pandemia. * Significante ao nível de 10%; **Significante ao nível de 5%; *** Significante ao nível de 1%.

Fonte: O autor (2024).

4.3 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção são discutidos os resultados obtidos por meio do GMM Sistêmico, com o propósito de analisar a influência das características de Sofisticação financeira dos CEOs na remuneração executiva no Brasil, e, simultaneamente, avaliar as hipóteses do estudo.

4.3.1 A influência da Formação acadêmica do CEO na remuneração executiva

De acordo com a tabela 10 (modelos 1 e 2) as características concernentes à formação acadêmica apresentam relação positiva e significativa, deste modo, não se rejeita a hipótese 1 de pesquisa (H1). A H1 levantada no estudo teorizava que “*A formação acadêmica do CEO está positiva e significativamente relacionada à sua remuneração*”. Assim, para o contexto brasileiro, os resultados sugerem que os CEOs com formação acadêmica relacionada a finanças e formação acadêmica internacional recebem maiores remunerações totais, e isto pode ser inclusive uma forma relevante de valorização ao conhecimento que os CEOs agregam a empresa advindo de seu valioso *background* acadêmico.

De acordo com Hambrick e Mason (1984), ao postularem a TES, executivos com maior nível educacional possuem elevada destreza cognitiva para tomar decisões e impulsionar os resultados e desempenho empresarial. Sob essa perspectiva, quando um CEO possui formação alinhada aos negócios, ele consegue empregar métodos refinados, planejamentos mais elaborados, proporcionam maior eficiência gerencial e são bons em administrar as políticas financeiras (Graham & Harvey, 2002; Liu et al., 2018; Gupta & Mahakud, 2020). Para Ghardallou et al. (2020) quando o CEO possui graduação ou pós-graduação em administração, finanças, economia e contabilidade a *performance* da empresa é melhor, pois estes executivos são mais habilidosos e estratégicos nas decisões, e, desta maneira, contribuem veementemente para impulsionar os resultados corporativos.

A educação do CEO é uma fonte de sabedoria para a empresa, dado que agrega conhecimentos aos processos e estruturas corporativas, além disso, executivos que possuem formação acadêmica ligada aos negócios, tendem a assumir posturas menos conservadoras nas decisões, pois seus conhecimentos advindos da teoria financeira permitem analisar melhor as situações, possibilitando que assumam mais riscos, ainda, CEOs mais instruídos podem, auxiliar na construção da imagem da organização e ajudar a atrair investidores (Custódio & Metzger, 2014; Saidu, 2019; Gounopoulos et al., 2021). Nesse sentido, as características de formação acadêmica dos CEOs ao apresentarem relação positiva, sugerem que as empresas brasileiras estão dispostas a pagar maiores salários para os executivos que as detêm, levando em consideração as vantagens e demais benefícios destas características para a empresa.

Além disso, quando os CEOs possuem formação acadêmica voltada para finanças e negócios, tendem a melhorar não só o desempenho da empresa, mas também exercem impacto positivo nas decisões de investimento, por possuírem maior bagagem teórica são mais preparados para enfrentar as intempéries do mercado, mitigar os efeitos da incerteza econômica,

melhorar a saúde financeira da empresa e agir com maior racionalidade em decisões corporativas específicas, como fusões e aquisições (Jiang & Liu, 2020; Naseem et al., 2020; Man & Silva, 2021; Setiawan & Gestanti; 2022). Diante disso, os resultados do estudo indicam também que as empresas no Brasil pagam melhores salários aos CEOs, que possuem formação acadêmica relacionada a finanças, como forma estratégica para incentivar o uso de suas habilidades e competências na gestão corporativa e na tomada estratégica de decisões.

Outrossim, a formação acadêmica internacional também tem sido destacada como importante ao ambiente empresarial. Sob essa perspectiva, os CEOs que possuem formação acadêmica constituída em ambiente estrangeiro, detêm maior competência para entender oportunidades e mudanças no mercado internacional e ainda saber discernir e gerir incertezas econômicas (Jiang & Liu, 2020). Segundo Sun et al. (2021), em estudo com empresas chinesas, CEOs com formação internacional apresentam habilidades que facilitam o reconhecimento de oportunidades para investimentos estrangeiros diretos, além disso, esses executivos compreendem de maneira mais eficiente as formalidades dos negócios internacionais e regulamentações estrangeiras inerentes ao ambiente corporativo.

Os resultados desta pesquisa estão alinhados com estudos anteriores (Conyon et al, 2019; Schmid & Baldermann, 2021), permitindo sugerir que contexto brasileiro, a formação acadêmica internacional do CEO também tem sido valorizada e que as empresas estão pagando maiores remunerações totais aos executivos como forma de valorização a essa característica. No entanto, esse achado caminha em oposto aos resultados encontrados por Machado et al. (2023), que em estudo envolvendo empresas brasileiras encontraram relação negativa entre a formação estrangeira do CEO e suas remunerações, destacando que a formação acadêmica estrangeira não contribuiria para aumentos salariais dos executivos no Brasil.

Contudo, numa visão holística, é importante ressaltar que no cenário nacional, os estudos que se propõem a investigar a relação entre a formação acadêmica e remuneração do CEO são inconclusivos e têm produzido resultados mistos. Enquanto estudos encontram relações positivas (Pereira et al., 2016), outros encontram relações negativas (Machado et al., 2023) e alguns não encontram relação (Rissatti et al., 2019; Dutra & Ceretta, 2023). Deste modo, este estudo contribui com o campo de pesquisa nacional, explorando um período extensivo e um número considerável de empresas, trazendo, desta maneira, significativos achados para o campo literário no Brasil, indicando que as características ligadas as credenciais educacionais dos CEOs podem se configurar como determinantes das remunerações executivas e potenciais causadoras de elevados salários.

Ainda em relação ao *background* acadêmico do CEO, os resultados das tabelas 11 e 12 (modelos 1 e 2) indicam que as características de formação acadêmica parecem não exercer influência nas remunerações fixas e variáveis, ao serem analisadas separadamente. Quando considerada as remunerações totais, estas características revelam-se significantes, todavia, quando testadas individualmente as relações com as parcelas fixas e variáveis, os resultados sugerem que na definição dos salários fixos e variáveis as credenciais educacionais do CEO parecem não contribuir para o aumento das remunerações executivas. Assim, ter formação acadêmica relacionada às finanças e formação acadêmica internacional parece não influenciar nas definições das compensações fixas e variáveis dos CEOs no cenário brasileiro.

4.3.2 A influência da Experiência profissional do CEO na remuneração executiva

Com base nas tabelas 9, 10, 11 e 12 (modelos 3 a 8), ao se considerar conjuntamente as características relacionadas à experiência profissional dos CEOs, os resultados do GMM sistêmico conduzem à rejeição da hipótese 2 (H2). A H2 teorizava que “*A experiência profissional do CEO está positiva e significativamente relacionada a sua remuneração*”. Esses achados caminham no sentido contrário aos resultados encontrados por estudos no cenário internacional (Ghosh, 2006; Custódio et al., 2013; Bragaw & Misangyi, 2017; Conyon et al., 2019; Schmid & Baldermann, 2021), os quais apontam que os salários dos executivos são maiores quando estes possuem experiência profissional adquirida pela vivência de trabalho. No entanto, os resultados estão alinhados aos achados de Dutra e Ceretta (2023), que também não encontraram relação entre a experiência profissional do CEO e suas remunerações no Brasil, destacando que ter experiência profissional parece não importar na determinação das remunerações dos CEOs no contexto brasileiro.

É necessário ressaltar que a experiência profissional do CEO é constituída de diferentes formas, podendo variar fortemente entre empresas, setores e países. Neste sentido, para esta pesquisa considerou-se que a *expertise* profissional do CEO é uma composição de um conjunto de experiências: experiência como CEO na mesma empresa, experiência no setor de atuação, experiência em empresas do setor financeiro, experiência financeira em cargos da área financeira e experiência internacional advinda do trabalho fora do Brasil. Cada uma dessas experiências foi testada separadamente nos modelos. Desta forma, os resultados do GMM Sistêmico apresentados nas tabelas 9, 10, 11 e 12, sugerem que as empresas têm requerido e remunerado mais expressivamente experiências específicas dos CEOs.

Os resultados apresentados nas tabelas 10 (modelo 5) e 12 (modelo 5), indicam que a experiência do CEO no setor financeiro tem sido considerada na definição das remunerações

totais e variáveis, permitindo afirmar que os CEOs que possuem esta experiência têm recebido melhores salários que seus pares. A experiência do CEO advinda do trabalho no setor financeiro aumenta a capacidade de processar informações bancárias, lidar com políticas de mercado e questões financeiras, e devido à sua vivência nestes ambientes tendem a entender melhor dinâmicas e burocracias relacionadas a financiamentos e captação de dívidas, contribuindo para impulsionar o desempenho empresarial e sustentável da empresa, além do mais, os CEOs com essa experiência apresentam perspicácia no trato com investidores e demais *stakeholders* (Gounopoulos & Pham, 2018; Gupta & Mahakud, 2020; Shahab et al., 2020).

De acordo com Li et al. (2020) os CEOs que já trabalharam em empresas do setor financeiro são estratégicos, dispõem de conhecimentos das regulamentações de mercado, entendem de práticas bancárias e contribuem para a responsabilidade social corporativa. Estudos realizados por King et al. (2016) e Gande e Kalpathy (2017), destacam que os CEOs desse setor são mais preparados para situações complexas de mercado, assumem maiores riscos e utilizam suas habilidades para conduzir a empresa a uma melhor *performance*, e por conta disso têm sido melhores remunerados, e nestes cenários a remuneração pode se configurar como aspecto motivacional. Além disso, os pagamentos por bônus, por exemplo, de acordo com Wang e Werbin (2018) funcionam como um estímulo positivo para que eles divulguem mais informações nas demonstrações financeiras, promovendo assim maior transparência. Assim, as empresas no Brasil podem reconhecer a importância desta experiência para o ambiente corporativo, e como forma de valorização, recompensam os diretores executivos com remunerações mais elevadas.

De acordo com as tabelas 10 (modelo 6) e 11 (modelo 6), quando o CEO possui Experiência financeira tem recebido melhores remunerações totais e fixas. A experiência financeira advém da atuação em cargos ligados à área financeira, como por exemplo CFO, analista financeiro, contador, auditor e *controller* (Custódio & Metzger, 2014; Oradi et al., 2020). Os CEOs com essa experiência são chamados de CEO *Expert*, estudos destacam que a experiência financeira do CEO possibilita que ele seja mais eficiente em ambientes dinâmicos e entenda melhor as decisões ligadas a contabilidade, produzindo relatórios confiáveis e detalhados, focando na qualidade e ética das informações divulgadas, desviando-se de manipulações contábeis, e, além disso, fornecem maior efetividade dos controles internos (Serra et al., 2016; Gounopoulos & Pham, 2018; Oradi et al., 2020; Bortoli & Soares, 2021).

Os CEOs com experiência decorrente da sua atuação em cargos ligados à área financeira avaliam melhor projetos, contribuindo para reduzir ineficiências nos investimentos e favorecendo melhor desempenho, desta maneira, essa experiência tem sido apontada como

importante pela literatura, e, por conta disto, os CEOs que a possuem seriam dignos de melhores salários (Custódio & Metzger, 2014; Ghardallou et al., 2020; Li et al., 2023). Sob essa perspectiva, os resultados deste estudo indicam que a experiência financeira do CEO tem sido requerida no cenário brasileiro e influenciado nas definições das remunerações dos executivos, assim, os CEOs no cenário brasileiro com experiência financeira parecem receber melhores salários.

A Experiência no Setor de atuação tem proporcionado maiores remunerações fixas aos CEOs das empresas brasileiras de capital aberto, como evidencia os resultados apresentados na tabela 11 (modelos 4 e 6). Estudos apontam que os CEOs podem ser classificados como generalistas ou especialistas, em que, CEOs generalistas são aqueles que possuem experiência profissional constituída pelo seu trabalho em diferentes setores econômicos ao longo de sua trajetória profissional, já os CEOs especialistas são aqueles diretores executivos que construíam sua carreira e experiência profissional trabalhando no mesmo setor de atuação (Custódio et al., 2013; Agnihotri & Bhattacharya, 2021).

Não há um consenso literário sobre quem é mais importante para a empresa. Segundo Chen et al. (2021), os CEOs generalistas possuem habilidades e conhecimentos em diferentes setores. Todavia, por não conhecerem a fundo o setor que atuam, podem não ser capazes de superar entraves, contribuindo para o surgimento de instabilidades nos processos, além da possibilidade de tomarem decisões equivocadas, se envolvendo, por exemplo, em custos mais elevados de empréstimos (Li & Patel, 2019; Mueller et al., 2021; Ma et al., 2021). Sob essa ótica, CEOs especialistas seriam uma melhor opção para a empresa, pois conhecem as particularidades do setor, possuem estratégias para as situações específicas, sabem alocar mais eficientemente recursos e estão mais atentos a competitividade (Ma et al., 2021; Agnihotri & Bhattacharya, 2021). Essa experiência parece estar sendo valorizada no cenário brasileiro e contribuído para que os CEOs recebam melhores remunerações fixas.

No entanto, os resultados das tabelas 11 (modelo 8) e 12 (modelos 3 e 8) sugerem que os diretores executivos das empresas brasileiras de capital aberto que possuem experiência no cargo de CEO recebem menores remunerações fixas e variáveis. Essa característica é considerada como interessante entre os estudos, tendo o respaldo também da TES, permitindo visualizar como o CEO se comporta na empresa ao longo de seu mandato (Hambrick & Mason, 1984; Darouichi et al., 2021). Estudos têm defendido que CEOs com mandatos mais longos são mais estratégicos, focados e possuem maiores habilidades para conduzir decisões de longo prazo, impulsionando a *performance* empresarial (Bouaziz et al., 2020; Ghardallou et al., 2020; Saleh et al., 2020). Entretanto, por estarem a mais tempo no cargo e conhecerem os pontos

fortes e fracos da empresa, podem optar por não assumir riscos, cair no comodismo ou mesmo desenvolver comportamentos contraproducentes (Jbir et al., 2020).

Segundo Naseem et al. (2020), os CEOs com mandatos longos apresentam grandes chances de assumirem comportamentos oportunistas, deste modo, quando estão a muito tempo no cargo pode focar em atingir interesses pessoais e deixar o crescimento e o desempenho da empresa em segundo plano, favorecendo custos de agência. Seguindo este entendimento, Oware e Awunyo-Vitor (2021), em estudo com empresas indianas, destacam que CEOs com mandatos mais longos assumem menos riscos e focam menos na divulgação das questões ambientais, sendo considerados investimentos inadequados. Essas podem ser potenciais explicações pelas quais os CEOs com essa característica no contexto brasileiro parecem não ser interessantes para as empresas, e isso pode estar sendo refletido em remunerações fixas e variáveis mais baixas.

É importante ressaltar que os resultados expostos nas tabelas 9 e 10 (modelos 3, 4 e 7) sugerem que ter experiência como CEO, experiência no setor de atuação e experiência internacional parece não influenciar na definição das remunerações totais dos CEOs das empresas brasileiras de capital aberto. Apesar de tais experiências proporcionarem métodos valiosos para a tomada de decisão, aprimorando estratégias de longo prazo, trazendo conhecimentos do cenário internacional, concedendo destreza nas decisões de investimentos estrangeiros, alocação de recursos, táticas de competitividade e qualidade das informações divulgadas (Custódio et al., 2013; Conyon et al., 2019; Ghardallou et al., 2020; Darouichi et al., 2021; Wang et al., 2022), no ambiente nacional as empresas parecem não estar dispostas a remunerar melhor os CEOs que possuem tais experiências. Ou ainda, é possível que as empresas não estejam apresentando um desempenho suficiente para justificar um aumento na remuneração desses CEOs. Estes resultados suscitam algumas discussões, primeiro, é possível que essas experiências não estejam sendo valorizadas ou requeridas pelas empresas no Brasil, e segundo, considerando o contexto emergente, restrições financeiras podem estar limitando as contratações de executivos com diversas experiências profissionais, dadas as dificuldades em remunerá-los adequadamente.

4.3.3 A influência da sofisticação financeira do CEO na remuneração executiva

Entendendo que tanto às características relacionadas à formação acadêmica quanto às características ligadas à experiência profissional do CEO os tornam financeiramente mais sofisticados para a tomada de decisão empresarial, e, em virtude disso, dignos de melhores remunerações, a hipótese 3 teorizava que “*As características de sofisticação financeira dos*

CEOs estão positiva e significativamente relacionadas às suas remunerações”. Entretanto, ao analisar os resultados do GMM sistêmico, conforme apresentado nas tabelas 9, 10, 11 e 12, é possível observar que algumas características se mostraram relevantes e outras não apresentaram significância, conduzindo à rejeição da hipótese 3 da pesquisa.

Segundo Bortoli e Soares (2021), a sofisticação financeira do CEO constitui-se como o aglomerado de conhecimentos decorrentes da formação acadêmica e experiência profissional relacionada a finanças. Comprovadamente, CEOs com essas características possuem maior *know-how* em questões ligadas às finanças e negócios, que seus pares não sofisticados financeiramente (Custódio & Metzger, 2014; Bortoli & Soares, 2021). Quando os altos executivos possuem credenciais educacionais e *expertise* profissional em finanças, são capazes de tomar decisões financeiras de modo mais eficiente, com estratégias mais refinadas, ainda realizam boa gestão das políticas organizações, são dinâmicos perante adversidades do mercado financeiro, criam vantagens competitivas, contribuem para alinhar os interesses dentro da empresa e propiciam crescimento e melhor desempenho empresarial (Custódio & Metzger, 2014; Oradi et al., 2020; Ghardallou et al., 2020; Man & Silva, 2021; Wang et al., 2022).

Por ser um capital humano valioso e o principal tomador de decisões dentro da estrutura organizacional, as habilidades e conhecimentos do CEO agrega diversos benefícios para a empresa, que podem se constituir, inclusive, como importantes diferenciais para a companhia perante o mercado e o próprio setor de atuação, assim, seu *background* acadêmico e *expertise* profissional favorecem a tomada de decisões de maneira mais estratégica e assertiva, dentre as inúmeras outras vantagens (Gupta & Mahakud, 2020; Ghardallou et al., 2020; Sun et al., 2021; Shen, 2021). Por conta disso, dada sua importância aos negócios, poderiam receber melhores salários como forma de valorização e reconhecimento, ou ainda, como aspecto motivacional, propiciando maior empenho na administração das atividades empresariais.

Entretanto, os resultados do GMM Sistêmico indicam que, no ambiente empresarial brasileiro, CEOs financeiramente sofisticados parecem não receber maiores remunerações. Este importante achado alude algumas discussões sensíveis e relevantes: primeiro, evidencia que existem nas definições salariais dos CEOs subjetividades e particularidades que vão além das qualificações técnicas dos diretores executivos; segundo, as empresas podem não estar interessadas em CEOs com muitas características, mas em atributos específicos que podem ser úteis ao setor de atuação da empresa; e terceiro, possibilita inferir que em mercados emergentes, como é o caso do Brasil, a existência de limitações de recursos podem fazer com que as empresas não contratem CEOs com inúmeras características, que são apontadas por estudos

como importantes aos negócios, dada impossibilidade de remunerar devidamente esses executivos em valorização aos seus conhecimentos e habilidades.

Em continuação, são destacados também os resultados obtidos quanto às variáveis de controle do estudo. Por meio dos resultados do GMM sistêmico, apresentados nas tabelas 9, 10, 11 e 12, observa-se que todas as remunerações em t são influenciadas pelas remunerações em $t-1$, pois as variáveis defasadas possuem significância positiva forte ao nível de 1% em todos os modelos testados. Mediante estes achados, é possível afirmar que as remunerações atuais são definidas levando em consideração os valores pagos aos CEOs no período anterior. Como observado na etapa descritiva e também destacado em estudos recentes (Hendriks et al., 2023), as remunerações executivas têm apresentado níveis elevados de crescimento nos últimos anos, neste contexto, os salários anteriores dos executivos podem servir como base para os aumentos salariais. Ademais, nas definições de contratos, promoções e progressões de carreira também é considerado como base, dentre outros parâmetros, os valores salariais pagos aos CEOs em anos anteriores, todavia isto é complexo, pois os motivos para a definição das remunerações são vastos, envoltos em subjetividades contratuais e acompanham as particularidades da própria empresa (Murphy, 1999; Frydman & Jenter, 2010; Davis et al., 2013; Page, 2018).

De acordo com a tabela 11, a variável idade do CEO (AGE), apresenta relação positiva quando analisada a Remuneração Fixa, desta maneira, os resultados sugerem que CEOs mais longevos recebem maiores remunerações fixas no contexto nacional. Essa é uma variável interessante com relação ao gestor e que tem sido considerada como relevante pela literatura que trata da remuneração executiva (Custódio & Metzger, 2014; Pereira et al., 2016; Rahman & Mustafa, 2018; Conyon et al., 2019). Segundo Machado et al. (2023) a idade do CEO pode influenciar nas suas remunerações, entendendo que CEOs mais longevos podem ser considerados como bons tomadores de decisões.

A variável gênero do CEO (GEN) não apresentou significância estatística em nenhum dos modelos testados, assim, é possível afirmar que na definição das remunerações dos CEOs o gênero é irrelevante, muito embora, ainda haja predominância de diretores executivos do sexo masculino no Brasil, como observado na etapa descritiva. Esse achado é congruente com literatura que trata das remunerações e gênero dos CEOs (Lam et al., 2013; Leszczynska & Chandon, 2019), no entanto, diverge dos resultados encontrados por Oliveira et al. (2021), que ao investigarem as remunerações dos CEOs no Brasil, encontraram que pertencer ao sexo masculino proporciona maiores remunerações.

A dualidade do CEO (DUA) apresenta relação positiva com a remuneração variável, conforme evidenciado na tabela 12, deste modo, CEOs que também ocupam o cargo de

presidente do conselho de administração recebem maiores remunerações variáveis. Esses resultados estão alinhados com a literatura nacional (Oliveira et al., 2021). Essa é uma variável importante e que tem sido considerada pelas pesquisas, já que comprovadamente CEOs que também são presidentes do conselho se empenham para um melhor desempenho empresarial e buscam em troca melhores salários, todavia, por também participarem do conselho podem acabar influenciando suas próprias remunerações, definindo para si maiores salários (Conyon et al., 2019; Kaur & Singh, 2019; Rissatti et al., 2019; Dutra & Ceretta, 2023). Os resultados apresentados na tabela 12, evidenciam que CEOs familiares (CEOFAM) recebem menores remunerações variáveis. Esses resultados caminham em congruência com a literatura que aponta que CEOs fundadores ou herdeiros recebem menores remunerações totais e variáveis (Combs et al., 2010; Graziano & Rondi, 2021).

O tamanho da empresa (TAM) possui relação com a remuneração executiva, constituindo-se como determinante das compensações (Murphy, 1999; Bussin & Ncube, 2017). Como observado nas tabelas 9, 10, 11 e 12, em todos os modelos testados o tamanho da empresa possui relação positiva forte ao nível de 1% com as variáveis de remuneração dos CEOs, diante disso, os resultados sugerem que empresas grandes pagam melhores remunerações totais, fixas e variáveis aos CEOs no Brasil. Estes achados estão alinhados à literatura nacional (Aguiar & Pimentel, 2017; Oliveira et al., 2021; Machado et al., 2023). As políticas de remuneração tendem a ser proporcionais ao tamanho da empresa, de modo que empresas grandes, pagam maiores remunerações, pois há mais esforço dos CEOs para administrar a empresa, gerir recursos, além do que os riscos são maiores e as estratégias mais robustas e complexas (Lam et al., 2013; Abed et al., 2014; Bussin & Ncube, 2017; Zhou et al., 2021).

O desempenho empresarial também apresentou relação positiva. Os resultados do GMM sistêmico para o ROA e QT (tabelas 9, 10 e 12), sugerem que no Brasil empresas com melhores desempenhos pagam maiores salários aos CEOs. Estes resultados estão coerentes com estudos nacionais (Aguiar & Pimentel, 2017; Souza et al., 2017; Machado et al., 2023) e internacionais (Jensen & Murphy, 1990; Devers et al., 2007; Conyon et al., 2019; Choi et al., 2022). Os CEOs estão dispostos a serem mais estratégicos, assumirem maiores riscos, utilizarem habilidades e conhecimentos e alocar eficientemente recursos para que a empresa atinja melhor *performance*, e, assim, poder garantir que a empresa proporcione melhores compensações (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Frydman & Jenter, 2010; Wang & Werbin, 2018; Chen et al., 2021). Este resultado se alinha de maneira consistente com a análise da remuneração variável, onde um desempenho mais elevado proporciona à empresa uma disponibilidade maior de recursos, facilitando incrementos na remuneração variável.

A variável endividamento (END) apresentou relação positiva com a remuneração variável, conforme a tabela 12. Desta maneira, os resultados sugerem que empresas com maior endividamento pagam melhores remunerações variáveis aos CEOs no Brasil, este achado caminha na direção dos resultados de Machado et al. (2023), que apontaram que empresas mais endividadas no Brasil pagam maior remuneração aos executivos, e também é coerente com estudos internacionais (Conyon et al., 2019; Choi et al., 2022). Quanto a idade da empresa (IDAEMP), os resultados apresentados nas tabelas 11 e 12, apontam que empresas mais longevas no Brasil pagam menores remunerações fixas e variáveis aos CEOs. Nesse sentido, de acordo com Abed et al. (2014), as empresas mais jovens pagam maiores salários aos seus principais executivos, pois apostam nas competências e experiências dos executivos para ascensão corporativa e estão dispostas a pagar maiores salários por isso.

Em relação ao controle definido (CDEF), mediante os resultados das tabelas 9, 10 e 12, encontra-se relação negativa. Esse resultado é coerente com estudos anteriores no cenário brasileiro, que destacam que empresas onde há acionistas controladores as remunerações dos executivos são menores (Pinto & Leal, 2013; Anjos et al., 2015; Freitas et al., 2020). As razões são diversas, dentre elas, como a maior parcela de ações está concentrada nas mãos de um único acionista, ele detém participação majoritária nas decisões, influenciando políticas empresariais e as remunerações dos CEOs (Zulfiqar & Hussain, 2020). Por fim, a Pandemia (PAN), nas tabelas 10 e 12, apresenta relação positiva, deste modo, os resultados sugerem que no período pandêmico, as remunerações dos CEOs foram maiores. Esse resultado é congruente com a figura 6, onde é possível observar um aumento nas remunerações dos CEOs neste período. As motivações para as empresas pagarem maiores salários neste momento de instabilidade financeira podem ser diversas e subjetivas, variando fortemente entre as companhias, a exemplo, maior incentivo para os gestores desenvolverem estratégias rápidas e administrarem com maior atenção os negócios focando na recuperação, também a pressão dos acionistas para resultados, além de possíveis mudanças nas políticas empresariais e definições das metas.

4.4 ANÁLISES ADICIONAIS

Com base no valor da Maior Remuneração da Diretoria Estatutária, como análise adicional, fez-se um *ranking* das 50 maiores remunerações da composição amostral e período analisado, buscando visualizar os elevados salários. Esse *ranking* tem duas finalidades: a primeira é revelar as maiores remunerações dos CEOs no contexto brasileiro no período de 2010 a 2022, e a segunda é evidenciar quais as características dos CEOs detentores destas 50 maiores remunerações, e assim, visualizar quais características executivas estão sendo

requeridas e valorizadas no ambiente nacional, e se podem inclusive ser apontadas como potenciais determinantes das remunerações dos CEOs.

Com base nos resultados apresentados na tabela 13 é possível visualizar que há no *ranking* duas remunerações que ultrapassam o valor de R\$ 82 milhões, além disso, todas as remunerações do *ranking* estão acima de R\$ 22 milhões, sendo pagas a um mesmo executivo em um único ano. A remuneração mais expressiva foi registrada em 2016, no entanto, a maior quantidade de remunerações significativas está concentrada em 2021 e 2022, com 23 das 50 maiores remunerações. Esses achados reforçam um notável crescimento das remunerações dos CEOs nos últimos anos analisados, favorecendo os intensos debates na mídia e academia sobre o que propicia essas elevadas remunerações (Hendriks et al., 2023). Estas remunerações estão distribuídas entre 25 empresas, evidenciando que, de maneira geral, as empresas no Brasil têm destinado salários mais elevados aos seus diretores executivos nos últimos anos estudados.

Tabela 13

Ranking das 50 maiores remunerações dos CEOs da composição amostral

Posição	Remuneração	Ano	Posição	Remuneração	Ano
1º	R\$ 83.846.204,40	2016	26º	R\$ 29.525.905,00	2018
2º	R\$ 82.169.143,59	2022	27º	R\$ 29.441.400,00	2022
3º	R\$ 76.883.436,93	2021	28º	R\$ 28.757.353,81	2015
4º	R\$ 59.948.669,98	2022	29º	R\$ 28.676.957,18	2021
5º	R\$ 58.539.091,15	2017	30º	R\$ 28.220.874,81	2018
6º	R\$ 55.940.575,07	2022	31º	R\$ 28.192.710,00	2022
7º	R\$ 55.347.020,95	2022	32º	R\$ 27.871.343,97	2015
8º	R\$ 55.144.333,69	2021	33º	R\$ 27.852.425,00	2021
9º	R\$ 52.719.896,10	2021	34º	R\$ 27.662.022,02	2021
10º	R\$ 52.686.389,00	2021	35º	R\$ 27.197.930,00	2021
11º	R\$ 49.727.847,00	2017	36º	R\$ 27.166.121,90	2015
12º	R\$ 42.625.651,00	2017	37º	R\$ 26.542.620,00	2019
13º	R\$ 38.328.930,62	2022	38º	R\$ 26.093.258,00	2016
14º	R\$ 37.908.417,29	2018	39º	R\$ 25.475.271,39	2017
15º	R\$ 37.617.910,17	2022	40º	R\$ 25.350.320,62	2019
16º	R\$ 36.263.283,21	2019	41º	R\$ 24.038.264,67	2021
17º	R\$ 34.500.800,00	2016	42º	R\$ 23.840.344,33	2022
18º	R\$ 33.783.980,00	2020	43º	R\$ 23.713.425,41	2021
19º	R\$ 33.779.882,18	2016	44º	R\$ 23.713.425,41	2022
20º	R\$ 32.648.502,43	2018	45º	R\$ 23.689.376,00	2015
21º	R\$ 32.598.203,71	2020	46º	R\$ 23.065.879,22	2022
22º	R\$ 32.581.890,00	2017	47º	R\$ 22.967.742,85	2022
23º	R\$ 32.376.846,90	2022	48º	R\$ 22.966.378,00	2015
24º	R\$ 31.517.607,55	2020	49º	R\$ 22.954.430,09	2020
25º	R\$ 30.347.473,58	2020	50º	R\$ 22.886.483,57	2020

Nota: Nesta tabela é apresentado um *Ranking* com as 50 maiores remunerações da composição amostral e abrangendo o período de 2010 a 2022.

Fonte: O autor (2024).

Atendendo ao segundo motivo para a elaboração do *ranking* das remunerações executivas, a tabela 14 apresenta as características dos CEOs detentores destas 50 maiores remunerações no período de 2010 a 2022. É possível observar que os resultados são consistentes com as análises anteriores, onde se considera todas as empresas e remunerações da composição amostral. Destaca-se que a formação acadêmica internacional e experiência financeira são notavelmente superiores, neste contexto, os CEOs detentores das 50 maiores remunerações possuem maior nível educacional constituído em universidades fora do Brasil e experiência decorrente do trabalho em cargos financeiros, assim, estas características parecem contribuir para que os diretores executivos, no contexto brasileiro, recebam remunerações mais elevadas. Ademais, outro ponto a ser ressaltado, conforme a tabela 14, é que 100% dos CEOs do *ranking* são do sexo masculino, indicando, deste modo, que parece existir ainda questões de gênero entre os executivos do alto escalão (Lam et al., 2013; Oliveira et al., 2021).

Tabela 14*Características dos CEOs detentores das 50 maiores remunerações*

Painel A: Variáveis dummies				
	Frequência	Frequência relativa (%)		
Formação relacionada a finanças	25	50,00%		
Formação acadêmica internacional	24	48,00%		
Experiência no setor financeiro	5	10,00%		
Experiência financeira	19	38,00%		
Experiência internacional	9	18,00%		
Gênero do CEO (masculino)	50	100,00%		
Dualidade	4	8,00%		
CEO Familiar	8	16,00%		
Painel B: Variáveis em anos				
	Média	Mínimo	Máximo	Desvio padrão
Experiência como CEO	4,38	0	20	4,29
Experiência no setor de atuação	24,32	5	47	9,36
Idade do CEO	52,12	30	67	8,50

Nota: Nesta tabela é apresentada as características dos CEOs detentores das 50 maiores remunerações.

Fonte: O autor (2024).

Como discutido anteriormente, mediante os resultados das tabelas 9, 10, 11 e 12, o tamanho da empresa (TAM) apresentou relação estatística positiva forte ao nível de 1% entre todos os modelos testados, sugerindo que empresas de maior porte pagam melhores remunerações. Isto é bastante coerente, uma vez que empresas grandes dispõem de mais recursos, podendo assim contratar CEOs com mais características e remunerar devidamente esses executivos. Diante disso, a amostra foi segregada por tamanho da empresa, a fim de verificar as relações com grandes empresas. As empresas foram consideradas de maior porte

quando possuíam o valor da variável Tamanho (TAM) igual ou acima de 21,78, que é o valor médio, conforme apresentado na tabela 5. Os resultados são apresentados nas tabelas 15 e 16.

Tabela 15

Análise do GMM Sistêmico para a variável dependente RM em empresas de grande porte

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Ln_RM _{t-1}	0,496*** (6,644)	0,497*** (6,618)	0,498*** (6,621)	0,499*** (6,715)	0,498*** (6,680)	0,494*** (6,713)	0,491*** (6,622)	0,492*** (6,713)
FF	0,044 (0,791)							0,043 (0,754)
FI		-0,040 (-0,787)						-0,030 (-0,581)
EXP			-0,000 (-0,130)					-0,002 (-0,533)
EXPS				0,004 (1,084)				0,004 (1,105)
EXPSF					0,030 (0,460)			0,032 (0,463)
EXPF						-0,021 (-0,411)		-0,015 (-0,272)
EXPI							-0,047 (-0,770)	-0,057 (-0,916)
AGE	0,003 (1,074)	0,002 (0,749)	0,003 (0,888)	0,001 (0,207)	0,003 (1,021)	0,003 (0,931)	0,003 (0,968)	0,001 (0,344)
GEN	-0,101 (-0,660)	-0,109 (-0,707)	-0,108 (-0,704)	-0,106 (-0,690)	-0,106 (-0,692)	-0,115 (-0,756)	-0,116 (-0,748)	-0,117 (-0,765)
DUA	-0,144 (-1,335)	-0,151 (-1,414)	-0,145 (-1,257)	-0,144 (-1,324)	-0,154 (-1,423)	-0,145 (-1,355)	-0,144 (-1,351)	-0,118 (-1,131)
CEOFAM	-0,204** (-2,233)	-0,215** (-2,361)	-0,208** (-2,124)	-0,242** (-2,478)	-0,204** (-2,245)	-0,216** (-2,433)	-0,225** (-2,486)	-0,241** (-2,444)
TAM	0,170*** (3,375)	0,169*** (3,348)	0,168*** (3,322)	0,173*** (3,520)	0,168*** (3,330)	0,170*** (3,391)	0,172*** (3,350)	0,177*** (3,507)
ROA	0,860*** (2,805)	0,871*** (2,836)	0,869*** (2,816)	0,838*** (2,652)	0,877*** (2,907)	0,868*** (2,823)	0,879*** (2,850)	0,878*** (2,809)
QT	0,097 (1,578)	0,094 (1,541)	0,096 (1,560)	0,097 (1,572)	0,097 (1,562)	0,096 (1,538)	0,094 (1,546)	0,096 (1,598)
END	0,156 (1,123)	0,165 (1,192)	0,170 (1,216)	0,188 (1,351)	0,172 (1,234)	0,172 (1,240)	0,173 (1,214)	0,185 (1,286)
IDAEMP	-0,004** (-2,266)	-0,004** (-2,227)	-0,004** (-2,198)	-0,004** (-2,177)	-0,004** (-2,180)	-0,004** (-2,304)	-0,004** (-2,248)	-0,005** (-2,535)
CDEF	-0,199*** (-2,879)	-0,206*** (-3,001)	-0,198*** (-2,875)	-0,194*** (-2,831)	-0,201*** (-2,904)	-0,198*** (-2,857)	-0,205*** (-3,002)	-0,208*** (-3,060)
PAN	0,437*** (3,670)	0,449*** (3,802)	0,440*** (3,742)	0,418*** (3,583)	0,374*** (3,295)	0,440*** (3,716)	0,450*** (3,879)	0,427*** (3,617)
<i>Dummy de tempo</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy de setor</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	3,298*** (3,325)	3,341*** (3,381)	3,331*** (3,362)	3,259*** (3,333)	3,322*** (3,370)	3,358*** (3,412)	3,392*** (3,428)	3,322*** (3,370)
Observações	1053	1053	1053	1053	1053	1053	1053	1053
Empresas	162	162	162	162	162	162	162	162
Nº de instrumentos	43	43	43	43	43	43	43	49
Prob>F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR (1)	-4,950***	-4,914***	-4,942***	-4,925***	-4,930***	-4,913***	-4,888***	-4,870***
AR (1)_p-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR (2)	0,636	0,613	0,611	0,573	0,606	0,601	0,608	0,592
AR (2)_p-valor	0,525	0,540	0,541	0,567	0,545	0,548	0,543	0,554
Hansen	11,89	11,75	11,90	12,07	11,89	11,92	11,86	11,98
Hansen_p-valor	0,372	0,383	0,371	0,358	0,372	0,369	0,374	0,365

Nota: Nesta tabela é apresentado o resultado do teste GMM sistêmico. A variável dependente é o logaritmo natural da Maior Remuneração da Diretoria Estatutária (RM). Os valores entre parênteses correspondem a estatística z. Ln_RM_{t-1} – Maior Remuneração da Diretoria Estatutária em primeira defasagem; FF – Formação relacionada a finanças; FI – Formação acadêmica internacional; EXPSF – Experiência no setor financeiro; EXPF – Experiência financeira; EXPI – Experiência internacional; EXP – Experiência como CEO; EXPS – Experiência no setor de atuação; AGE – Idade do CEO; GEN – Gênero do CEO; DUA – Dualidade; CEOFAM – CEO familiar; TAM – Tamanho da empresa; ROA – Retorno sobre o ativo; QT – Q de Tobin; END – Endividamento; CRES – Crescimento da receita; IDAEMP – Idade da empresa; CDEF – Controle definido; PAN – *Dummy* para pandemia. * Significante ao nível de 10%; **Significante ao nível de 5%; *** Significante ao nível de 1%.
Fonte: O autor (2024).

Os resultados do GMM sistêmico apresentados nas tabelas 15 e 16 indicam que, no cenário brasileiro, empresas de grande porte, embora possuam mais recursos, parecem não remunerar os CEOs de acordo com suas credenciais educacionais e *expertise* profissional, abstraindo a sofisticação financeira do CEO. Isso reafirma uma observação recorrente da literatura, destacando que há subjetividade envolvida nas definições dos contratos de trabalho, pacotes remuneratórios e critérios utilizados para compensar os executivos, além disso ser bastante heterogêneo e variar fortemente entre setores, empresas e países (Finkelstein & Hambrick, 1988; Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Devers et al., 2007; Frydman & Jenter, 2010; Davis et al., 2013; Bussin & Ncube, 2017). Deste modo, no contexto brasileiro, identificar os potenciais determinantes das remunerações executivas torna-se complexo e desafiador.

Tabela 16

Análise do GMM Sistêmico para a variável dependente RMED em empresas de grande porte

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Ln_RMED t-1	0,485*** (4,861)	0,485*** (4,930)	0,486*** (4,883)	0,487*** (4,907)	0,489*** (4,889)	0,482*** (4,874)	0,482*** (4,779)	0,483*** (4,894)
FF	0,062 (1,240)							0,053 (1,045)
FI		-0,016 (-0,343)						-0,019 (-0,379)
EXP			-0,001 (-0,410)					-0,002 (-0,734)
EXPS				0,002 (0,680)				0,002 (0,795)
EXPSF					0,053 (0,946)			0,046 (0,750)
EXPF						0,014 (0,311)		0,011 (0,218)
EXPI							-0,035 (-0,627)	-0,051 (-0,885)
AGE	0,001 (0,200)	-0,000 (-0,153)	0,000 (0,099)	-0,001 (-0,408)	0,000 (0,009)	-0,000 (-0,028)	-0,000 (-0,030)	-0,000 (-0,107)
GEN	-0,046 (-0,387)	-0,062 (-0,502)	-0,061 (-0,503)	-0,060 (-0,483)	-0,054 (-0,438)	-0,061 (-0,506)	-0,065 (-0,516)	-0,051 (-0,429)
DUA	-0,049 (-0,513)	-0,056 (-0,584)	-0,046 (-0,443)	-0,052 (-0,532)	-0,066 (-0,666)	-0,056 (-0,578)	-0,055 (-0,571)	-0,032 (-0,319)
CEOFAM	-0,137* (-1,844)	-0,148* (-1,947)	-0,138* (-1,751)	-0,163* (-1,933)	-0,135* (-1,790)	-0,146** (-1,977)	-0,157** (-2,093)	-0,150* (-1,786)

TAM	0,174*** (3,473)	0,172*** (3,458)	0,171*** (3,452)	0,174*** (3,514)	0,170*** (3,420)	0,174*** (3,510)	0,174*** (3,460)	0,177*** (3,537)
ROA	0,667** (2,222)	0,688** (2,272)	0,690** (2,283)	0,669** (2,176)	0,698** (2,342)	0,695** (2,323)	0,680** (2,232)	0,694** (2,260)
QT	0,088 (1,468)	0,084 (1,407)	0,085 (1,421)	0,086 (1,420)	0,088 (1,457)	0,083 (1,371)	0,085 (1,431)	0,087 (1,475)
END	0,138 (1,097)	0,155 (1,236)	0,158 (1,256)	0,167 (1,342)	0,163 (1,310)	0,156 (1,236)	0,157 (1,228)	0,164 (1,284)
IDAEMP	-0,003* (-1,937)	-0,003* (-1,851)	-0,003* (-1,850)	-0,003* (-1,825)	-0,003* (-1,824)	-0,003* (-1,881)	-0,003* (-1,833)	-0,003** (-2,084)
CDEF	-0,153** (-2,309)	-0,156** (-2,377)	-0,153** (-2,320)	-0,152** (-2,290)	-0,155** (-2,327)	-0,154** (-2,312)	-0,157** (-2,357)	-0,160** (-2,422)
PAN	0,509*** (3,082)	0,519*** (3,118)	0,514*** (3,103)	0,502*** (3,062)	0,516*** (3,115)	0,513*** (3,111)	0,520*** (3,147)	0,510*** (3,096)
<i>Dummy de tempo</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy de setor</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	3,192*** (3,069)	3,244*** (3,143)	3,240*** (3,112)	3,204*** (3,090)	3,214*** (3,082)	3,254*** (3,129)	3,269*** (3,084)	3,195*** (3,082)
Observações	1053	1053	1053	1053	1053	1053	1053	1053
Empresas	162	162	162	162	162	162	162	162
Nº de instrumentos	43	43	43	43	43	43	43	49
Prob>F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR (1)	-4,474***	-4,520***	-4,481***	-4,494***	-4,468***	-4,478***	-4,444***	-4,490***
AR (1)_p-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR (2)	0,814	0,775	0,767	0,771	0,794	0,779	0,758	0,791
AR (2)_p-valor	0,416	0,438	0,443	0,441	0,427	0,436	0,449	0,429
Hansen	7,514	7,489	7,499	7,636	7,446	7,440	7,618	7,746
Hansen_p-valor	0,756	0,758	0,757	0,745	0,762	0,762	0,747	0,736

Nota: Nesta tabela é apresentado o resultado do teste GMM sistêmico. A variável dependente é o logaritmo natural da Remuneração Média da Diretoria Estatutária (RMED). Os valores entre parênteses correspondem a estatística z. Ln_RMED_{t-1} – Remuneração Média da Diretoria Estatutária em primeira defasagem; FF – Formação relacionada a finanças; FI – Formação acadêmica internacional; EXPSF – Experiência no setor financeiro; EXPF – Experiência financeira; EXPI – Experiência internacional; EXP – Experiência como CEO; EXPS – Experiência no setor de atuação; AGE – Idade do CEO; GEN – Gênero do CEO; DUA – Dualidade; CEOFAM – CEO familiar; TAM – Tamanho da empresa; ROA – Retorno sobre o ativo; QT – Q de Tobin; END – Endividamento; CRES – Crescimento da receita; IDAEMP – Idade da empresa; CDEF – Controle definido; PAN – *Dummy* para pandemia. * Significante ao nível de 10%; **Significante ao nível de 5%; *** Significante ao nível de 1%.

Fonte: O autor (2024).

Os resultados expressos nas tabelas 15 e 16 mostram-se interessantes por direcionar o olhar para as empresas de maior porte e com melhores vantagens financeiras, favorecendo interessantes discussões sobre como empresas grandes têm remunerado seus diretores executivos e quais características dos CEOs estão sendo requeridas nestas empresas no contexto corporativo brasileiro e cenário emergente. Esses achados podem ser aprofundados, realizados mais testes e levantadas outras explicações, uma vez que os testes dos ajustamentos conferem validade aos modelos testados por meio do GMM sistêmico, e as variáveis de controle apontam congruência e caminham em consonância com as análises discutidas nas seções anteriores nas quais o número de empresas e observações é maior.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O CEO constitui-se como capital humano valioso para a empresa e por ser o cargo mais elevado dentro da hierarquia organizacional, suas decisões podem influenciar fortemente a *performance* e resultados empresariais. No entanto, a Teoria dos Escalões Superiores (TES) destaca que as características observáveis dos executivos do alto escalão possuem a capacidade de afetar a forma como eles processam e utilizam as informações no ensejo da tomada de decisão (Hambrick & Mason, 1984; Hambrick, 2007). Nesse sentido, CEOs com aglomerado de conhecimentos decorrente da formação acadêmica e experiência profissional relacionados às finanças apresentam-se como sofisticados financeiramente para as decisões corporativas (Custódio & Metzger, 2014; Bortoli & Soares, 2021). Assim, por possuírem características importantes para gestão dos negócios, seriam dignos de melhores remunerações. Diante disso, este estudo buscou analisar a relação entre as características de sofisticação financeira dos CEOs e suas remunerações em empresas brasileiras listadas em bolsa.

Constata-se que os valores pagos aos executivos no Brasil são elevados, levando em conta o contexto emergente, ultrapassando a marca dos R\$ 83 milhões pagos a um único executivo em um mesmo ano, ademais, como observado em estudos anteriores, o setor de Comunicações é o que em média paga as maiores remunerações aos executivos no Brasil (Oliveira et al., 2021). Confirma-se também o que já apontava a literatura anterior, verificando tendência de crescimento das remunerações dos CEOs ao longo dos anos (Murphy, 1999; Hendriks et al., 2023). Além disso, as empresas investigadas foram dirigidas por 613 CEOs diferentes no período em estudo, dentre os quais, destaca-se que, 65,58% possuem formação acadêmica alinhada às finanças e em *business* e em média possuem 22,39 anos de experiência dentro do mesmo setor de atuação, revelando que no cenário empresarial brasileiro os CEOs possuem considerável *background* acadêmico e *expertise* profissional necessária aos negócios.

Os resultados sugerem que CEOs com formação acadêmica relacionada a finanças e formação acadêmica internacional recebem maiores remunerações totais. Deste modo, no Brasil, assim como na Dinamarca (Banghøj et al., 2010), EUA (Cole & Meharan, 2016), Reino Unido (Conyon et al., 2019), China (Choi et al., 2022) e em grandes empresas da Europa (Schmid & Baldermann, 2021) o *background* acadêmico do CEO tem sido requerido e valorizado, proporcionando maiores remunerações aos diretores executivos. Assim, as empresas estão dispostas a pagar maiores salários a executivos detentores de credenciais educacionais, o que faz com as características de formação acadêmica constituam-se também como potenciais determinantes das remunerações dos CEOs no Brasil.

O nível educacional do CEO é uma fonte de sabedoria para a empresa, e ao possuírem conhecimentos advindos da teoria financeira, tendem a ser preparados para arriscar e captar dívidas, são mais estratégicos, divulgam mais informações, são capazes de entender as incertezas do mercado e como isso afetar a empresa, compreendem a importância dos investimentos estrangeiros e impulsionam comprovadamente os resultados e desempenho corporativo (Lam et al., 2013; Custódio & Metzger, 2014; Saidu, 2019; Malik et al., 2020; Jianga & Liu, 2020; Sun et al., 2021). Assim, os CEOs com formação acadêmica alinhada às finanças e aos negócios, por agregarem importantes benefícios às empresas, tem recebido melhores remunerações, isto constitui-se também, como aspecto motivacional para que eles utilizem seus conhecimentos e busquem melhores oportunidades para a empresa e sejam mais estratégicos nos negócios (Jaggia & Thosar, 2022; Choi et al., 2022).

No contexto geral, ao examinar a experiência profissional do CEO, verifica-se que algumas características não se mostraram significantes, deste modo, os achados sugerem que a *expertise* profissional do CEO parece não estar sendo considerada na definição das remunerações totais dos executivos, reafirmando a literatura nacional anterior (Dutra & Ceretta, 2023). Contudo, entendendo que a experiência do CEO pode ser constituída de diversas formas, investigamos e testamos cada experiência separadamente. Com isto, constatou-se que quando o CEO possui experiência financeira e experiência no setor financeiro suas remunerações totais são maiores. Desta maneira, os resultados sugerem que no Brasil as empresas têm procurado por CEOs que entendem de regulamentações de mercado e de práticas bancárias, das burocracias na captação de financiamentos e dívidas, que têm experiência no trato com investidores e que possuem *know-how* decorrente da atuação em cargos como CFO, contador, auditor e *controller*, estando dispostas a pagar maiores remunerações (Custódio & Metzger, 2014; Gounopoulos & Pham, 2018; Gupta & Mahakud, 2020; Li et al., 2023).

Os resultados sugerem também que CEOs com experiência aprofundada no mesmo setor de atuação e experiência financeira recebem maiores remunerações fixas, e, ainda, quando possuem experiência em empresas do setor financeiro recebem maiores remunerações variáveis. Todavia, quando o executivo possui experiência no cargo de CEO dentro da mesma empresa, as remunerações fixas e variáveis são menores, sugerindo, deste modo, que no Brasil essa característica não contribui para que os salários dos CEOs sejam mais elevados. Este achado encontra respaldo em estudos realizados no Paquistão (Naseem et al., 2020) e na Índia (Oware & Awunyo-Vitor, 2021), os quais destacam que CEOs com mandatos longos tendem a assumir comportamentos oportunistas, focando em atingir interesses pessoais e deixando de

lado estratégias necessárias para a *performance* empresarial, sendo considerados inclusive como investimentos desnecessários para a empresa.

Embora a formação acadêmica pareça importar na determinação dos salários dos CEOs no contexto brasileiro, algumas das características que compõem a experiência profissional e que foram adotadas neste estudo não apresentaram significância estatística, diante disso, e respondendo ao título deste trabalho, CEOs financeiramente sofisticados parecem não receber maiores remunerações. Isto suscita algumas questões importantes: primeiro, por se tratar de uma economia emergente, existem diversos problemas ligados a restrições financeiras, que impedem que as empresas contratem CEOs com muitas características, dada a dificuldade em remunerá-los adequadamente; segundo, muitas das características observadas, principalmente ligadas a *expertise* profissional, são ainda incipientes entre os diretores executivos no Brasil, mas em potencial crescimento.

Por atender ao chamado de Hambrick (2007) este estudo, assim como outros, também contribui com a TES, e ao explorar o efeito combinado das características e remunerações executivas, evidencia quais características dos CEOs podem influenciar na definição dos pacotes remuneratórios no contexto corporativo brasileiro, inserindo nesta discussão as características de sofisticação financeira dos CEOs. Além disso, o estudo contribui com a literatura que tem se dedicado a explorar, expandir e identificar as características dos altos executivos nas companhias, fornecendo comprovações empíricas e favorecendo o surgimento de novos estudos (Kaplan et al., 2012; Adams et al., 2018; Altarawneh, 2020; Lin et al., 2020; Chen et al., 2021).

Ademais, este trabalho é relevante por utilizar base de dados que demanda esforços manuais para obtenção, tanto em relação às remunerações, quanto referente às características dos CEOs no Brasil. Deste modo, contribui com a literatura nacional sobre remuneração dos CEOs, ainda recente entre as pesquisas brasileiras, já que as remunerações executivas começaram obrigatoriamente a ser divulgadas pelas companhias de capital aberto somente a partir da instrução normativa CVM nº 480 de 2009, propiciando assim visualizar como tem sido remunerados os diretores executivos, e neste instante, a contribuição também é para a literatura de mercados emergentes, favorecendo a comparação das remunerações dos executivos brasileiros com executivos de outras economias emergentes, oportunizando debates sobre como os executivos têm sido remunerados nesses contextos. Além disso, ao explorar as características dos CEOs, este estudo levanta o perfil dos diretores executivos no Brasil, trazendo informações às empresas e propiciando discussões acadêmicas.

5.1 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

Destaca-se que no Brasil, as remunerações dos executivos do alto escalão não são divulgadas separadamente, somente totalizadas por órgão, desta maneira, não se sabe com exatidão os salários pagos aos CEOs. Por conta disso, estudos nacionais têm utilizado *proxies* para resolver esse impasse, esta pesquisa também caminha em consonância com essa literatura (Costa et al., 2016; Sprenger et al., 2017; Aguiar & Pimentel, 2017; Rissatti et al., 2019; Oliveira et al., 2021; Ramos et al., 2022; Dutra & Ceretta, 2023). Entendendo que o CEO é o cargo mais elevado dentro da empresa, os estudos e a mídia têm apontado que a maior remuneração da diretoria estatutária seria de fato sua remuneração, esta pesquisa também utiliza e testa esse valor remuneratório. Ainda, os valores referentes às remunerações ficam limitados às informações divulgadas no FRE, disponíveis a partir de 2010 e por vezes com dados faltantes e/ou incompletos.

Neste estudo são adotadas como variáveis de interesse e controle nos modelos algumas características executivas destacadas como valorosas pela literatura que estuda a temática, no entanto, é necessário ressaltar que existe uma série de outras características que podem também ser consideradas como impulsionadoras das remunerações dos diretores executivos no ambiente empresarial e que não foram consideradas nesta pesquisa. Todavia, indubitavelmente, há grande diversidade de características e não existe um consenso sobre quais atributos dos executivos são mais importantes para a empresa, além de que um mesmo CEO pode apresentar diversas características e estas podem ainda variar intensamente entre empresas, setores e países, conferindo ainda mais complexidade na investigação do assunto (Kaplan et al., 2012; Adams et al., 2018; Altarawneh et al., 2020; Lin et al., 2020; Shen, 2021).

5.2 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Estudos futuros poderiam explorar as remunerações dos CEOs no Brasil em setores específicos, investigando, a exemplo, os salários dos altos executivos das companhias pertencentes ao setor financeiro ainda pouco explorados entre as pesquisas nacionais e internacionais, ou, perquirir maiores explicações para o setor de comunicações possuir a menor quantidade de empresas, mas ser detentor das maiores remunerações executivas. Também poderiam ser consideradas as remunerações executivas com os valores totalizados por órgão, como é divulgado no FRE. Além disso, novas pesquisas poderiam considerar, inclusive, relacionar as remunerações dos executivos no Brasil com remunerações dos executivos de outras economias emergentes, comparando e visualizando como os CEOs têm sido

remunerados nesses ambientes, fornecendo comprovações empíricas e contribuindo para debates sobre altos salários e composição dos pacotes remuneratórios, necessários a literatura de mercados emergentes.

Neste estudo é considerado um conjunto de características dos CEOs, respaldado em literatura anterior, no entanto, trabalhos futuros poderiam explorar outras características observáveis dos executivos no contexto brasileiro, com ênfase em cognições específicas dos gestores e contribuindo para amparar novas discussões entre os estudos nacionais e de economias emergentes. Este estudo pincela sobre as características que compõem o perfil do CEO no Brasil detentor de elevadas remunerações, outras pesquisas poderiam então aprofundar essa temática, promovendo debates mais aprofundados sobre fatores que possibilitam altos salários mesmo em economias emergentes, e de modo minucioso descrever outras características desses CEOs e empresas. Os testes realizados com empresas de grande porte indicaram que os CEOs familiares parecem receber menores remunerações, esse achado poderia ser investigado de maneira mais detalhada em novos estudos.

REFERÊNCIAS

- Abed, S., Suwaidan, M., & Slimani, S. (2014). The determinants of chief executive officer compensation in Jordanian industrial corporations. *International Journal of Economics and Finance*, 6(12), 110-118. <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v6n12p110>
- Abowd, J. M., & Kaplan, D. S. (1999). Executive compensation: six questions that need answering. *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 145-168. 10.1257/jep.13.4.145
- Adams, R. B., Akyol, A. C., & Verwijmeren, P. (2018). Director skill sets. *Journal of Financial Economics*, 130(3), 641–662. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.04.010>
- Agnihotri, A., & Bhattacharya, S. (2021). Generalist versus specialist CEO and R&D commitment: evidence from an emerging market. *Journal of Management & Organization*, 1-17. <https://doi.org/10.1017/jmo.2021.7>
- Aguiar, A. B. D., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21, 545-568. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- Aivazian, V. A., Lai, T. K., & Rahaman, M. M. (2013). The market for CEOs: An empirical analysis. *Journal of Economics and Business*, 67, 24-54. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.02.001>
- Al-Al-Msiedeem, J. M., & Al Sawalqa, F. A. (2021). Ownership structure and CEO Compensation: evidence from Jordan. *Asian Economic and Financial Review*, 11(5), 365-383. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2021.115.365.383>
- Al-Shaer, H., & Zaman, M. (2019). CEO compensation and sustainability reporting assurance: Evidence from the UK. *Journal of Business Ethics*, 158, 233-252. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3735-8>
- Al-Shammari, H. (2018). CEO Incentive compensation and risk-taking behavior: The moderating role of CEO characteristics. *Academy of Strategic Management Journal*, 17(3), 1-15.
- Altarawneh, M., Shafie, R., & Ishak, R. (2020). CEO characteristics: A literature review and future directions. *Academy of Strategic Management Journal*, 19(1), 1-10.
- Altuwaijri, B. M., & Kalyanaraman, L. (2020). CEO education-performance relationship: Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(8), 259-268. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no8.259>
- Anjos, L. C. M., Tavares, M. F. M., Monte, P. A., & Lustosa, P. R. B. (2015). Relações entre controle acionário e remuneração de executivos. *Enfoque: reflexão contábil*, 34(1), 45-56. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v34i1.22493>
- Arellano, M., and S. Bond. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58 (2):277–97. <https://doi.org/10.2307/2297968>

- Banghøj, J., Gabrielsen, G., Petersen, C., & Plenborg, T. (2010). Determinants of executive compensation in privately held firms. *Accounting & Finance*, 50(3), 481-510. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2009.00335.x>
- Barker, V. L., & Mueller, G. C. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*, 48: 782-801. <https://doi.org/10.1287/mnsc.48.6.782.187>
- Beuren, I. M., Pamplona, E., & Leite, M. (2020). Remuneração dos executivos e desempenho em empresas brasileiras familiares e não familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 24, 514-531. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190191>
- Bhuyan, R., Butchey, D., Haar, J., & Talukdar, B. (2022). CEO compensation and firm performance in the insurance industry. *Managerial Finance*, 48(7), 1086-1115. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2019-0154>
- Blundell, R., & S. Bond. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87 (1):115–43. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Bortoli, C., & Soares, R. O. (2021). De “0 A 1”–Qual é a “Sofisticação Financeira” do diretor presidente? *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 15(1). <https://doi.org/10.17524/repec.v15i1.2735>
- Bouaziz, D., Salhi, B., & Jarboui, A. (2020). CEO characteristics and earnings management: empirical evidence from France. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(1), 77–110. <https://doi.org/10.1108/JFRA-01-2019-0008>
- Bragaw, N. A., & Misangyi, V. F. (2017). The value of CEO mobility: Contextual factors that shape the impact of prior CEO experience on market performance and CEO compensation. *Human Resource Management*, 56(2), 243-265. <https://doi.org/10.1002/hrm.21737>
- Brunello, G., Graziano, C., & Parigi, B. (2001). Executive compensation and firm performance in Italy. *International Journal of Industrial Organization*, 19(1-2), 133-161. [https://doi.org/10.1016/S0167-7187\(99\)00026-0](https://doi.org/10.1016/S0167-7187(99)00026-0)
- Bsoul, R., Atwa, R., Odat, M., Haddad, L., & Shakhathreh, M. (2022). Do CEOs’ demographic characteristics affect firms’ risk-taking? Evidence from Jordan. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2152646. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2152646>
- Buck, T., Liu, X., & Skovoroda, R. (2008). Top executive pay and firm performance in China. *Journal of International Business Studies*, 39, 833-850. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400386>
- Bugeja, M., Rosa, R. S., Duong, L., & Izan, H. Y. (2012). CEO compensation from M&As in Australia. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9-10), 1298-1329. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2012.02299.x>
- Bussin, M. H., & Ncube, M. (2017). Chief executive officer and chief financial officer compensation relationship to company performance in state-owned entities. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 20(1), 1-10. <https://doi.org/10.4102/sajems.v20i1.1644>

- Cai, Y., & Sevilir, M. (2012). Board connections and M&A transactions. *Journal of Financial Economics*, 103(2), 327-349. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.017>
- Cannella Jr, A. A., Park, J. H., & Lee, H. U. (2008). Top management team functional background diversity and firm performance: Examining the roles of team member colocation and environmental uncertainty. *Academy of Management Journal*, 51(4), 768-784. <https://doi.org/10.5465/amr.2008.33665310>
- Citrin, J. M., Hildebrand, C. A., & Stark, R. J. (2019). The CEO life cycle. *Harvard Business Review*, 97(6), 56-60.
- Chen, G., Chittoor, R., & Vissa, B. (2021). Does nepotism run in the family? CEO pay and pay-performance sensitivity in Indian family firms. *Strategic Management Journal*, 42(7), 1326-1343. <https://doi.org/10.1002/smj.3263>
- Chen, G., Huang, S., Meyer-Doyle, P., & Mindruta, D. (2021). Generalist versus specialist CEOs and acquisitions: Two-sided matching and the impact of CEO characteristics on firm outcomes. *Strategic Management Journal*, 42(6), 1184-1214. <https://doi.org/10.1002/smj.3258>
- Chen, X., Torsin, W., & Zhang, D. (2022). The Anglo-Saxon premium in foreign CEO compensation. *Finance Research Letters*, 47, 102572. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102572>
- Choi, D., James, K. L., Okafor, C. E., Cho, E., & Bhuyan, M. N. H. (2022). The effect of executives' education and compensation on firm value: evidence from China. *Applied Economics*, 54(50), 5763-5781. <https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2053053>
- Choi, J. S., Kwak, Y. M., & Choe, C. (2014). Earnings Management Surrounding CEO Turnover: Evidence from Korea. *Abacus*, 50(1), 25-55. <https://doi.org/10.1111/abac.12021>
- Cole, R. A., & Mehran, H. (2016). What do we know about executive compensation at small privately held firms? *Small Business Economics*, 46, 215-237. <https://doi.org/10.1007/s11187-015-9689-2>
- Combs, J. G., Penney, C. R., Crook, T. R., & Short, J. C. (2010). The impact of family representation on CEO compensation. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(6), 1125-1144. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00417.x>
- Conyon, M. J., Hass, L. H., Vergauwe, S., & Zhang, Z. (2019). Foreign experience and CEO compensation. *Journal of Corporate Finance*, 57, 102-121. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.016>
- Costa, C. M., Galdi, F. C., Motoki, F. Y., & Sanchez, J. M. (2016). Non-compliance in executive compensation disclosure: The Brazilian experience. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(3-4), 329-369. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12177>
- Crossland, C., & Hambrick, D. C. (2007). How national systems differ in their constraints on corporate executives: a study of CEO effects in three countries. *Strategic Management Journal*, 28(8), 767-789. DOI: 10.1002/smj.610
- Custódio, C., Ferreira, M.A., & Matos, P. (2013). Generalists versus specialists: Lifetime work

- experience and chief executive officer pay. *Journal of Financial Economics*, 108(2), pp.471-492. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.001>
- Custódio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 125-154. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.06.002>
- Darouichi, A., Kunisch, S., Menz, M., & Cannella, A. A. (2021). CEO tenure: An integrative review and pathways for future research. *Corporate Governance: An International Review*, 29(6), 661–683. <https://doi.org/10.1111/corg.12396>
- Davis, S. A., DeBode, J. D., & Ketchen Jr., D. J. (2013). Dollars and sense: The implications of CEO compensation for organizational performance. *Business Horizons*, 56(5), 537 – 542. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2013.05.008>
- Devers, C. E., Cannella Jr, A. A., Reilly, G. P., & Yoder, M. E. (2007). Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments. *Journal of management*, 33(6), 1016-1072. <https://doi.org/10.1177/0149206307308588>
- Ding, N., I. Ullah, & K. Jebran. (2022). Foreign experienced CEO's and financial statement comparability. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58 (13):3751–69. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2073814>
- Dutra, V. R., & Ceretta, P. S. (2023). Remuneração De Executivos Em Empresas Brasileiras Listadas: O Impacto Do Prestígio, Do Desempenho, Da Governança Corporativa e Da Experiência do CEO. *Boletim de Conjuntura (BOCA)*, 13(39), 157-179. <https://doi.org/10.5281/zenodo.7725958>
- Falato, A., Li, D., & Milbourn, T. (2015). Which skills matter in the market for CEOs? Evidence from pay for CEO credentials. *Management Science*, 61(12), 2845-2869. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2024>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <http://www.jstor.org/stable/2325486>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1988). Chief executive compensation: A synthesis and reconciliation. *Strategic management journal*, 9(6), 543-558. <https://doi.org/10.1002/smj.4250090603>
- Freitas, M. R. O., Pereira, G. M., Vasconcelos, A. C., & Luca, M. M. M. (2020). Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. *RAE-Revista De Administração De Empresas*, 60(5), 322–335. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020200503>
- Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO compensation. *Annual Review of Financial Economics*, 2(1), 75-102. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-120209-133958>

- Gande, A., & Kalpathy, S. (2017). CEO compensation and risk-taking at financial firms: Evidence from US federal loan assistance. *Journal of Corporate Finance*, 47, 131-150. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.001>
- Ghardallou, W., Borgi, H., & Alkalifah, H. (2020). CEO Characteristics and Firm Performance: A Study of Saudi Arabia Listed Firms. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 291–301. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.291>
- Ghosh, A. (2006). Determination of executive compensation in an emerging economy. Evidence from India. *Emerging Markets Finance and Trade*, 42(3), 66-90. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X420304>
- Gomez-Mejia, L., & Wiseman, R. M. (1997). Reframing executive compensation: An assessment and outlook. *Journal of Management*, 23(3), 291-374. <https://doi.org/10.1177/014920639702300304>
- Gonzaga, R. P., Yoshinaga, C. E., & Junior, W. E. (2013). Relação entre os sistemas de incentivos oferecidos aos gestores e desempenho das empresas brasileiras. *Contabilidade Vista & Revista*, 24(3), 103-118.
- Gormley, T. A., Matsa, D. A., & Milbourn, T. (2013). CEO compensation and corporate risk: Evidence from a natural experiment. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 79-101. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.08.001>
- Gounopoulos, D., Loukopoulos, G., & Loukopoulos, P. (2021). CEO education and the ability to raise capital. *Corporate Governance: An International Review*, 29(1), 67-99. <https://doi.org/10.1111/corg.12338>
- Gounopoulos, D., & Pham, H. (2018). Financial expert CEOs and earnings management around initial public offerings. *The International Journal of Accounting*, 53(2), 102-117. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2018.04.002>
- Graham, J., & Harvey, C. (2002). How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions? *Journal of applied corporate finance*, 15(1), 8-23. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2002.tb00337.x>
- Graziano, C., & Rondi, L. (2021). Product market competition, executive compensation, and CEO family ties. *Review of Industrial Organization*, 58, 357-397. <https://doi.org/10.1007/s11151-020-09764-0>
- Gupta, N., & Mahakud, J. (2020). CEO characteristics and bank performance: evidence from India. *Managerial Auditing Journal*, 35(8), 1057-1093. <https://doi.org/10.1108/MAJ-03-2019-2224>
- 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., & Fukutomi, G. D. (1991). The seasons of a CEO's tenure. *Academy of management review*, 16(4), 719-742

- Hambrick, D. C. & Mason, P. A. (1984). Upper echelon: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9, 193-206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>
- Hendriks, M., Burger, M., & Commandeur, H. (2023). The influence of CEO compensation on employee engagement. *Review of Managerial Science*, 1-27. <https://doi.org/10.1007/s11846-022-00538-4>
- Hill, A. D., Johnson, S. G., Greco, L. M., O'Boyle, E. H., & Walter, S. L. (2021). Endogeneity: A review and agenda for the methodology-practice divide affecting micro and macro research. *Journal of Management*, 47(1), 105-143. <https://doi.org/10.1177/0149206320960533>
- Huang, S. K. (2013). The impact of CEO characteristics on corporate sustainable development. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(4), 234-244. <https://doi.org/10.1002/csr.1295>
- Jaggia, S., & Thosar, S. (2022). Education and risk-taking incentives: an analysis of CEO compensation contracts. *Applied Economics*, 54(26), 3016-3030. <https://doi.org/10.1080/00036846.2021.2001424>.
- Jbir, S., Neifar, S., & Makni Fourati, Y. (2021). CEO compensation, CEO attributes and tax aggressiveness: Evidence from French firms listed on the CAC 40. *Journal of Financial Crime*, 28(4), 1141-1160. <https://doi.org/10.1108/JFC-10-2020-0202>
- Jensen, M. C., & W. H. Meckling. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–60. doi: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. <https://doi.org/10.1086/261677>
- Jenter, D., & Kanaan, F. (2015). CEO turnover and relative performance evaluation. *The Journal of Finance*, 70(5), 2155-2184. <https://doi.org/10.1111/jofi.12282>
- Jiang, H., & Liu, C. (2020). Economic policy uncertainty, CEO characteristics and firm R&D expenditure: a Bayesian analysis. *Applied Economics*, 52(34), 3709–3731. <https://doi.org/10.1080/00036846.2020.1721422>
- Kang, J. (2017). Unobservable CEO characteristics and CEO compensation as correlated determinants of CSP. *Business & Society*, 56(3), 419-453. <https://doi.org/10.1177/0007650314568862>
- Kaplan, S. N., Klebanov, M. M., & Sorensen, M. (2012). Which CEO characteristics and abilities matter? *The journal of finance*, 67(3), 973-1007. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01739.x>
- Kaur, R., & Singh, B. (2019). Do CEO characteristics explain firm performance in India? *Journal of Strategy and Management*, 12(3), 409–426. <https://doi.org/10.1108/JSMA-02-2019-0027>
- Khanna, V., Kim, E. H., & Lu, Y. (2015). CEO connectedness and corporate fraud. *The Journal*

- of Finance*, 70(3), 1203-1252. <https://doi.org/10.1111/jofi.12243>
- Khurshheed, A., & Sheikh, N. A. (2022). Determinants of CEO compensation: evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0218>
- King, T., Srivastav, A., & Williams, J. (2016). What's in an education? Implications of CEO education for bank performance. *Journal of Corporate Finance*, 37, 287-308. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.003>
- Krause, R., Semadeni, M., & Cannella Jr, A. A. (2014). CEO duality: A review and research agenda. *Journal of Management*, 40(1), 256-286. <https://doi.org/10.1177/0149206313503013>
- Krauter, E. (2013). Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 7(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v7i3.988>
- Lam, K. C., McGuinness, P. B., & Vieito, J. P. (2013). CEO gender, executive compensation and firm performance in Chinese-listed enterprises. *Pacific-Basin Finance Journal*, 21(1), 1136-1159. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2012.08.006>
- Le, S., & Kroll, M. (2017). CEO international experience: Effects on strategic change and firm performance. *Journal of International Business Studies*, 48, 573-595. <https://doi.org/10.1057/s41267-017-0080-1>
- Leszczynska, D., & Chandon, J. L. (2019). Is there still a gender effect on CEO compensation? *Journal of Management Development*, 38(5), 336-356. <https://doi.org/10.1108/JMD-09-2018-0277>
- Li, M., & Patel, P. C. (2019). Jack of all, master of all? CEO generalist experience and firm performance. *The Leadership Quarterly*, 30(3), 320-334. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2018.08.006>
- Li, Z., Pryshchepa, O., & Wang, B. (2023). Financial experts on the top management team: Do they reduce investment inefficiency? *Journal of Business Finance & Accounting*, 50(1-2), 198-235. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12575>
- Li, Z., Wang, B., & Zhou, D. (2022). Financial experts of top management teams and corporate social responsibility: evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 59(4), 1335-1386. <https://doi.org/10.1007/s11156-022-01077-5>
- Lin, P., Lin, B., & Lei, F. (2020). Influence of CEO Characteristics on Accounting Information Disclosure Quality—Based on the Mediating Effect of Capital Structure. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(8), 1781-1803. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1698419>
- Liu, D., Fisher, G., & Chen, G. (2018). CEO attributes and firm performance: A sequential mediation process model. *Academy of Management Annals*, 12(2), 789-816. <https://doi.org/10.5465/annals.2016.0031>

- Liu, S., Qi, H., & Xie, Y. A. (2020). Executive compensation and capital structure. *Applied Economics*, 52(8), 825-838. <https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1659927>
- Lunkes, R. J., Pereira, B. D. S., Santos, E. A., & Rosa, F. S. (2019). Analysis of the relationship between the observable characteristics of CEOs and organizational performance. *Contaduría y administración*, 64(4), 1-21. <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1785>
- Ma, Z., Ruan, L., Wang, D., & Zhang, H. (2021). Generalist CEOs and credit ratings. *Contemporary Accounting Research*, 38(2), 1009-1036. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12662>
- Machado, V. N., & Souza, I. B. (2022). Remuneração dos executivos e risco. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 19(52), 3. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2022.e81436>
- Machado, V. N., Souza, I. B., Nakamura, W. T., & Mendes, J. S. (2023). Does Foreign Experience Influence Executive Compensation in Emerging Markets? *Emerging Markets Finance and Trade*, 1-15. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2164463>
- Magnusson, P., & Boggs, D. J. (2006). International experience and CEO selection: An empirical study. *Journal of International Management*, 12(1), 107-125. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2006.01.002>
- Main, K. T. D. A., & Silva, V. A. B. (2021). Relações entre características dos CEOs e as decisões de fusões e aquisições realizadas por empresas brasileiras. *BBR. Brazilian Business Review*, 18, 371-396. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2021.18.4.2>
- Malik, M., & Jebari, F. (2023). Product recall and CEO compensation: Evidence from the automobile industry. *Finance Research Letters*, 54, 103815. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103815>
- Malik, F., Wang, F., Naseem, M. A., Ikram, A., & Ali, S. (2020). Determinants of corporate social responsibility related to CEO attributes: An empirical study. *Sage Open*, 10(1), 2158244019899093. <https://doi.org/10.1177/2158244019899093>
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/2975974>
- Martino, P., Rigolini, A., & D'Onza, G. (2018). The relationships between CEO characteristics and strategic risk-taking in family firms. *Journal of Risk Research*, 23(1), 95-116. <https://doi.org/10.1080/13669877.2018.1517380>
- McConaughy, D. L. (2000). Family CEOs vs. nonfamily CEOs in the family-controlled firm: An examination of the level and sensitivity of pay to performance. *Family Business Review*, 13(2), 121-131. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2000.00121.x>
- Mueller, P. E., Georgakakis, D., Greve, P., Peck, S., & Ruigrok, W. (2021). The curse of extremes: generalist career experience and CEO initial compensation. *Journal of Management*, 47(8), 1977-2007. <https://doi.org/10.1177/0149206320922308>
- Murphy, KJ. (1999). Executive compensation. *Handbook of Labor Economics*, 3, 2485-2563.

[https://doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30024-9](https://doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30024-9)

- Nascimento, C., Franco, L. M. G., & Cherobim, A. P. M. S. (2012). Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico. *Revista Universo Contábil*, 8(1), 22-36. <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20128>
- Naseem, M. A., Lin, J., Rehman, R., Ahmad, M. I., & Ali, R. (2020). Does capital structure mediate the link between CEO characteristics and firm performance? *Management Decision*, 58(1), 164–181. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2018-0594>
- Nelson, J. (2005). Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 197-228. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.07.001>
- Oliveira, N. G., Vieira, L. K., & Cunha, J. V. A. (2021). Remuneração do Chief Executive Officer (CEO) e criação de valor em empresas brasileiras listadas no IBRX 100. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(49), 38-55. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e78381>
- Oradi, J., Asiaei, K., & Rezaee, Z. (2020). CEO financial background and internal control weaknesses. *Corporate Governance: An International Review*, 28(2), 119-140. <https://doi.org/10.1111/corg.12305>
- Oware, K. M., & Awunyo-Vitor, D. (2021). CEO characteristics and environmental disclosure of listed firms in an emerging economy: Does sustainability reporting format matter? *Business Strategy & Development*, 4(4), 399-410. <https://doi.org/10.1002/bsd2.166>
- Page, T. B. (2018). CEO attributes, compensation, and firm value: Evidence from a structural estimation. *Journal of Financial Economics*, 128(2), 378-401. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.02.006>
- Papadakis, V. M., & Barwise, P. (2002). How much do CEOs and top managers matter in strategic decision-making? *British Journal of Management*, 13(1), 83-95. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00224>
- Pereira, B. S., Theiss, V., Lunkes, R. J., Schnorrenberger, D., & Gasparetto, V. (2016). Relación entre las características observables de los CEO y su salario. *Contabilidad y Negocios*, 11(21). <https://doi.org/10.18800/contabilidad.201601.001>
- Peng, M., & Tan, X. (2022). Does controlling persons' foreign residency rights influence executive compensation?. *Review of Managerial Science*, 1-42. <https://doi.org/10.1007/s11846-022-00583-z>
- Pinto, M. B., & Leal, R. P. C. (2013). Ownership concentration, top management and board compensation. *Revista de Administração Contemporânea*, 17, 304-324. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552013000300004>
- Rahman, M., & Mustafa, M. (2018). Determining total CEO compensation of selected US public companies. *International Journal of Managerial Finance*, 14(2), 170-187. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2017-0047>

- Ramos, A. de A. dos S. Ferreira, J. S., Carvalho, A. J., & Maragno, L. M. D. (2022). Remuneração dos executivos e os desempenhos econômico-financeiro e socioambiental das empresas do IBRX-50. *Revista Ambiente Contábil*, 14(2), 94–111. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2022v14n2ID26094>
- Rezaee, Z., Asiaei, K., & Safdel Deloioie, T. (2021). ¿Existe asociación entre la experiencia del director general y los conocimientos financieros con las reformulaciones financieras? *Revista de Contabilidad - Spanish Accounting Review*, 24(2), 270–281. <https://doi.org/10.6018/rcsar.379991>
- Ribeiro, M. G. C., da Silva Macedo, M. Á., & da Costa Marques, J. A. V. (2012). Análise da relevância de indicadores financeiros e não financeiros na avaliação de desempenho organizacional: um estudo exploratório no setor brasileiro de distribuição de energia elétrica. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(15), 60-79. <https://doi.org/10.11606/rco.v6i15.52657>
- Rissatti, J. C., Souza, J. A. S., & Borba, J. A. (2019). O que Informam os Formulários de Referência sobre as Características e Remuneração de Executivos? *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 14(1), 54-75. https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v0i0.17527
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The stata journal*, 9(1), 86-136. <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>
- Rovelli P., & Curnis C. (2021). The perks of narcissism: behaving like a star speeds up career advancement to the CEO position. *The Leadership Quarterly*, 32(3), 101489. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2020.101489>
- Saidu, S. (2019). CEO characteristics and firm performance: focus on origin, education and ownership. *Journal of Global Entrepreneurship Research*, 9(1), 29. <https://doi.org/10.1186/s40497-019-0153-7>
- Saleh, M. W. A., Shurafa, R., Shukeri, S. N., Nour, A. I., & Maigosh, Z. S. (2020). The effect of board multiple directorships and CEO characteristics on firm performance: evidence from Palestine. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(4), 637–654. <https://doi.org/10.1108/JAEE-12-2019-0231>
- Salgado, C., Schneider, G., & Costa, C. M. (2022). Does board interlock affect CEO compensation? Evidence from companies listed in the Brazilian stock exchange. *International Journal of Disclosure and Governance*, 19(4), 444-465. <https://doi.org/10.1057/s41310-022-00159-z>
- Sánchez-Marín, G., Carrasco-Hernández, A. J., & Danvila-del-Valle, I. (2020). Effects of family involvement on the monitoring of CEO compensation. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 16, 1347-1366. <https://doi.org/10.1007/s11365-019-00617-1>
- Schmid, S., & Baldermann, S. (2021). CEOs' international work experience and compensation. *Management International Review*, 61(3), 313-364. <https://doi.org/10.1007/s11575-021-00444-z>
- Serra, F. R., Três, G. S., & Ferreira, M. P. V. (2016). The 'CEO' Effect on the Performance of Brazilian Companies: An Empirical Study Using Measurable Characteristics: CEO

- Characteristics Versus Performance. *European Management Review*, 13(3), 193–205. <https://doi.org/10.1111/emre.12079>
- Setiawan, R., & Gestanti, L. (2022). Ceo Characteristics, Firm Policy, and Firm Performance. *International Journal of Business and Society*, 23(1), 371–389. <https://doi.org/10.33736/ijbs.4620.2022>
- Shahab, Y., Ntim, C. G., Chen, Y., Ullah, F., Li, H.-X., & Ye, Z. (2020). Chief executive officer attributes, sustainable performance, environmental performance, and environmental reporting: New insights from upper echelons perspective. *Business Strategy and the Environment*, 29(1), 1–16. <https://doi.org/10.1002/bse.2345>
- Sheikh, M. F., Shah, S. Z. A., & Akbar, S. (2018). Firm performance, corporate governance and executive compensation in Pakistan. *Applied economics*, 50(18), 2012–2027. <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1386277>
- Shen, Y. (2021). CEO characteristics: a review of influential publications and a research agenda. *Accounting and Finance*, 61(1), 361–385. <https://doi.org/10.1111/acfi.12571>
- Shiah-Hou, S. R., & Cheng, C. W. (2012). Outside director experience, compensation, and performance. *Managerial Finance*, 38(10), 914–938. <https://doi.org/10.1108/03074351211255146>
- Silva, L. G. R. V., & Banda, Y. K. W. (2022). Impact of CEO Characteristics on Capital Structure: Evidence from a Frontier Market. *Asian Journal of Business and Accounting*, 15(1), 71–101. <https://doi.org/10.22452/ajba.vol15no1.3>
- Smirnova, A. S., & Zavertiaeva, M. A. (2017). Which came first, CEO compensation or firm performance? The causality dilemma in European companies. *Research in International Business and Finance*, 42, 658–673. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.009>
- Souza, P. V. S., Cardoso, R. L., & Vieira, S. S. V. (2017). Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. *Revista Eletrônica de Administração*, 23, 4–28. <http://dx.doi.org/10.1590/1413-2311.175.63859>
- Sprenger, K. B., Kronbauer, C. A., & Costa, C. M. (2017). Características do CEO e o gerenciamento de resultados em empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 120–142. <https://bu.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/6425/3654>
- Sridhar, I., & Jasrotia, S. S. (2021). CEO compensation and corporate governance: Evidence from India. *The Journal of Developing Areas*, 55(1). <http://doi.org/10.1353/jda.2021.0005>
- Sun, K., Fung, H.-G., Zeng, Y., & Qiao, P. (2021). CEO's with global experience and outward foreign direct investment: a contextualized analysis of Chinese firms. *Chinese Management Studies*, 15(1), 1–23. <https://doi.org/10.1108/CMS-11-2019-0405>
- Wally, S., & Baum, J. R. (1994). Personal and structural determinants of the pace of strategic decision making. *Academy of Management journal*, 37(4), 932–956. <https://doi.org/10.5465/256605>

- Wang, Y., Qiu, Y., & Luo, Y. (2022). CEO foreign experience and corporate sustainable development: evidence from China. *Business Strategy and the Environment*, 31(5), 2036-2051. <https://doi.org/10.1002/bse.3006>
- Wang, H., & Werbin, E. M. (2018). Impacto de la compensación de los CEOs en la pertinencia de la información contable: la utilización del valor razonable. *Contaduría y administración*, 63(SPE2), 1014-1032. <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1624>
- Wang, K., & Xiao, X. (2011). Controlling shareholders' tunneling and executive compensation: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(1), 89-100. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.09.014>
- Wang, C., & Yang, Y. (2022). Optimal CEO turnover. *Journal of Economic Theory*, 203, 105475. <https://doi.org/10.1016/j.jet.2022.105475>
- Wei, L. Q., & Ling, Y. (2015). CEO characteristics and corporate entrepreneurship in transition economies: Evidence from China. *Journal of Business Research*, 68(6), 1157-1165. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.11.010>
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introductory econometrics: A modern approach*. Nelson Education.
- Yang, Q., Zimmerman, M., & Jiang, C. (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>
- Zhou, B., Li, Y. M., Sun, F. C., & Zhou, Z. G. (2021). Executive compensation incentives, risk level and corporate innovation. *Emerging Markets Review*, 47, 100798. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100798>
- Zulfqar, M., & Hussain, K. (2020). CEO compensation and firm innovation: moderating role of ownership concentration. *International Journal of Innovation Management*, 24(06), 2050058. <https://doi.org/10.1142/S1363919620500589>