

**A INFLUÊNCIA DA NATUREZA JURÍDICA SOBRE A REMUNERAÇÃO DOS
EXECUTIVOS NO BRASIL**

Leonardo Luiz Lopes Filho
Universidade Federal da Paraíba
Diego Dantas Siqueira
Universidade Federal da Paraíba
Bruno José Patrício Romão
Universidade Federal da Paraíba
Paulo Aguiar do Monte
Universidade Federal da Paraíba

RESUMO

Este trabalho teve como objetivo analisar a influência da natureza jurídica (empresas brasileiras de capital aberto ou fechado) na remuneração dos executivos. Para atingir o objetivo proposto, foram utilizados dados disponibilizados na Relação Anual de Informações Sociais (RAIS), de empresas de capital aberto e fechado para o ano de 2016, totalizando 5.774 observações. Utilizando diferentes abordagens econométricas, foi constatado que a natureza jurídica das empresas influencia na remuneração dos executivos. Verificou-se através da estimação OLS, que os executivos de empresas de capital fechado recebem, em média, cerca de 14,18% a menos do que seus pares em empresas de capital aberto. Resultados que corroboram essa diferença também foram encontrados nas estimações por Regressão Quantílica, Rif-Regression e Oaxaca-RIF. Contudo, observou-se que a diferença tende a diminuir nos níveis mais altos de remuneração (quantil 0.75) sinalizando que, para esses níveis, o fato de o executivo estar em uma empresa de capital aberto ou fechado não exerce tanta influência quanto nos níveis mais baixos de remuneração. Por meio da decomposição de Oaxaca-Blinder foi possível constatar que a diferença média de remuneração decorrente da natureza jurídica é de 23,06% em favor das empresas de capital aberto. Desse modo, as evidências encontradas permitiram validar a hipótese de que os executivos de empresas de capital fechado recebem uma remuneração menor comparativamente aos executivos de empresas de capital aberto.

Palavras-Chave: Remuneração de executivos; Natureza jurídica; Governança

1. INTRODUÇÃO

O estudo da remuneração de executivos tem crescido significativamente nos últimos anos tanto em nível nacional (Krauter, 2013; Vasconcelos & Monte, 2013; Fernandes & Mazzioni, 2015; Aguiar & Pimentel, 2017; Degenhart, Martins & Hein, 2017; Souza, Cardoso & Vieira 2017) quanto internacional (Brick, Palmon & Wald, 2006; Firth, Fung & Rui, 2006; Basu et al., 2007; Liang, Renneboog & Sun, 2015). Embora o aspecto financeiro esteja sempre presente nos estudos, seja de forma direta ou indireta, destaca-se cada vez mais a importância do sistema de remuneração enquanto mecanismo de governança corporativa.

A maior parte dos estudos tem analisado os determinantes da remuneração dos executivos decorrentes de uma possível relação com o desempenho organizacional das empresas, quase sempre, porém, restrito as companhias de capital aberto – definidas como as que captam recursos junto ao público e que são fiscalizadas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Portanto, poucos são os estudos que discorrem sobre a remuneração dos executivos em empresas de capital fechado – aquelas que obtém recursos de seus próprios acionistas - e, quando o fazem, não costumam a analisar de forma comparativa conforme a

natureza jurídica da empresa (Nakazato, Ramseyer & Rasmusen, 2009; Gao & Li, 2015; Cole & Mehran, 2016).

No cenário nacional não foi identificado algum estudo que analise as diferenças na remuneração de executivos em empresas de capital aberto e fechado. Dessa forma, além do ineditismo local, a pesquisa contribui com a literatura ao fornecer evidências adicionais acerca dos diferentes contratos de remuneração existentes, assim como a influência exercida por características relacionadas às empresas e ao perfil dos executivos na remuneração auferida.

Apesar de tanto as empresas de capital aberto quanto as de capital fechado estarem inseridas em um mesmo ambiente econômico, as mesmas estão expostas a diferentes mecanismos de governança corporativa, ambientes de contratação diferenciados e características distintas de concentração de capital (Gao, Lemmon & Li, 2012). Desse modo, suas características específicas podem levar a diferentes estruturas de remuneração dos executivos. Os estudos que tratam da questão (Holmström, 1979; Nakazato et al. 2009; Gao, Lemmon & Li, 2012; Gao, Harford & Li, 2013; Gao & Li, 2015) não apresentam resultados convergentes quanto as diferenças na remuneração de acordo com a natureza jurídica da empresa. Com base no exposto, a presente pesquisa tem por objetivo analisar a influência da natureza jurídica (empresas brasileiras de capital aberto ou fechado) na remuneração dos executivos.

Diante da dificuldade de se obter informações detalhadas da remuneração dos executivos, principalmente dos CEOs no Brasil, tanto das empresas de capital aberto quanto de capital fechado, uma alternativa adotada foi considerar a remuneração paga a todos os funcionários que assumem algum cargo executivo nas empresas. Os executivos são cargos de extrema importância em uma companhia dado que são responsáveis por traçar as estratégias visando os melhores resultados (maximização de lucros) do setor no qual é responsável direto. Por exemplo, enquanto o diretor de marketing busca ferramentas de trabalho para melhorar a divulgação da sociedade empresarial, o diretor administrativo é responsável pela organização, planejamento e orientação dos recursos humanos de forma a maximizar o operacional da empresa, e, assim, sucessivamente.

Utilizando microdados da Relação Anual de Informações Sociais (2016) foi possível obter o perfil socioeconômico de todos os executivos com vínculo empregatício em cargos diretivos nas companhias de capital aberto/fechado assim como as características relacionadas as empresas (localização, setor de atuação, porte da empresa). Com essas informações, e fazendo-se uso de diversas ferramentas econométricas (regressões por mínimos quadrados ordinários, regressões quantílicas, decomposição Oaxaca-Blinder e regressão RIF), é possível analisar se existe diferença de remuneração entre os executivos das empresas de capital aberto e os executivos das empresas de capital fechado.

Além deste capítulo introdutório, o artigo está dividido em mais cinco seções. A seção 2 refere-se à formulação da hipótese. A seção 3 é destinada a base de dados e aos modelos econométricos utilizados. A seção 4 contém a análise dos resultados. E, por fim, a última seção refere-se as considerações finais.

2. FORMULAÇÃO DA HIPÓTESE

As empresas de capital aberto, devido à alta dispersão acionária, normalmente possuem poucos incentivos para monitorar o que está sendo realizado pela alta administração (Bhide, 1993; Nakazato et al. 2009). Nesse cenário, considerando uma perspectiva de agência (Jensen & Meckling, 1976), um mecanismo útil para alinhar os interesses entre os acionistas e a administração, motivando os executivos a dedicar maior esforço para obter um desempenho superior, é vincular a sua remuneração ao desempenho da empresa (Baker, Jensen & Murphy,

1988; Murphy, 1999; Gao & Li, 2015), reduzindo assim o potencial o comportamento oportunista do seu gestor (Devers et al., 2007)

Por sua vez, as empresas de capital fechado, em geral, possuem propriedade concentrada e com baixa liquidez, fornecendo um maior incentivo para que os acionistas monitorem de perto as atividades realizadas pela administração (Ke, Petroni & Safieddine, 1999; Nakazato et al. 2009; Banghøj et al., 2010). Nesse cenário, onde o principal pode monitorar ativamente as ações realizadas pelo agente, os gerentes podem ser avaliados por informações mais subjetivas, como a observação direta, e adotar contratos baseados em relacionamento, ao invés de contratos formais que necessitam de parâmetros de desempenho verificáveis (Engel, Gordon & Hayes, 2002; Cornelli, Kominek & Ljungqvist, 2013) - algumas vezes de difícil mensuração - de modo que vincular a avaliação e, conseqüentemente, a remuneração dos executivos ao desempenho da empresa não é tão necessário (Eisenhardt, 1989; Ke, Petroni & Safieddine, 1999; Banghøj et al., 2010; Gao & Li, 2015).

É respaldado na literatura acadêmica que gestores que possuem sua remuneração atrelada ao desempenho da empresa estão expostos a um maior risco (Eisenhardt, 1989) devido à grande exigência das partes interessadas e precisam empreender grandes esforços para se relacionar com analistas e investidores (Gao & Li, 2015), o que faz com que tais gestores tendam a exigir um maior prêmio pela exposição ao risco (Holmström, 1979). Neste contexto, esse conjunto de fatores podem contribuir para que haja uma remuneração mais elevada nas organizações de capital aberto em relação às de capital fechado (Gao & Li, 2015).

Os diferentes mecanismos de governança corporativa, ambiente de contratação singular, volume de caixa e as distintas características de concentração de capital tornam as empresas, quanto a sua natureza jurídica de capital aberto ou fechado, diferenciadas (Gao, Lemmon & Li, 2012; Gao, Harford & Li, 2013). Sendo assim, é esperado que a estrutura de remuneração dos executivos também apresente particularidade específica. Como dito, não há um consenso na literatura quanto as diferenças na remuneração de acordo com a natureza jurídica da empresa. Segundo Gao & Li (2015), CEOs de empresas de capital aberto recebem entre 20% e 30% a mais do que os seus pares de empresas de capital fechado.

No entanto, Nakazato et al. (2009) e Gao et al. (2012) não observaram diferenças significativas entre as remunerações dos CEOs quando controlam as diferenças de risco, política de dividendos e rotatividade de CEOs existentes.

Já no contexto remuneração e desempenho, as pesquisas costumam a encontrar uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa, sendo verificada uma relação mais forte nas empresas de capital aberto em relação às de capital fechado (Ke et al., 1999; Nakazato et al., 2009; Gao et al., 2012; Gao & Li, 2015).

No referente as empresas de capital fechado, os resultados ainda são divergentes dado que existem estudos onde foi verificado uma relação positiva entre remuneração e desempenho (Cooley, 1979; Schulze et al., 2001; Chrisman et al., 2007; Farrell & Winters, 2008; Michiels et al., 2012); outros que constataram que a relação é fraca (Cavalluzzo & Sankaraguruswamy, 2000; Banghøj et al., 2010) e alguns que não observaram relação entre remuneração e desempenho (Cole & Mehran, 1996; Ke et al., 1999).

No contexto de pequenas empresas, Cole & Mehran (2016) verificaram que o salário médio dos CEOs de empresas de capital fechado, diminuiu no período de 1993 a 2003, contrastando com os resultados da pesquisa de Murphy (2013) para companhias de capital aberto, onde foi verificado um forte aumento na remuneração dos CEOs analisando um período semelhante. Gao et al. (2012) verificaram ainda que há uma mudança significativa no nível e na estrutura da remuneração dos executivos, quando as empresas de capital fechado decidem abrir o capital. Ademais, constataram um considerável aumento na remuneração anual, assim como um maior pagamento na forma de ações e opções restritas; reforçando a ideia de que contratos baseados em desempenho (para empresas de capital aberto) pode ser

útil como um substituto ao monitoramento direto por parte dos proprietários (mais comum em empresas de capital fechado); o que pode levar a maiores níveis de remuneração.

Assim, diante do exposto, e considerando que normalmente as empresas de capital fechado são menores, em termos de capital investido, do que as empresas de capital aberto (Banghøj et al., 2010), acredita-se que seus executivos recebam uma remuneração inferior aos executivos das empresas de capital aberto. Portanto, assume-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Os executivos de empresas de capital fechado recebem uma remuneração menor comparativamente aos executivos de empresas de capital aberto.

Ademais, é fato consumado na literatura a característica multifatorial dos determinantes da remuneração de executivos. Dessa forma, variáveis associadas tanto ao perfil socioeconômico do executivo (sexo, idade, experiência, tempo de emprego – ver Murphy, 1999; Adams et al., 2007) quanto as características das empresas (porte das empresas, setor de atividade, valor de mercado – ver Conyon & Murphy 2000; Firth, Fung & Rui, 2007; Ozkan, 2007; Gabaix e Landier, 2008; Banghøj et al., 2010; Lin, Kuo & Wang, 2013; Cole & Mehran, 2016; Degenhart et al., 2017) possuem papel de destaque na remuneração dos executivos.

Gabaix e Landier (2008) constataram que o porte da empresa, assim como seu valor de mercado, explica muito da remuneração do CEO ao longo do tempo, em diferentes países. Esses resultados são consistentes com outras pesquisas que verificaram que o tamanho da empresa é um dos principais determinantes da remuneração dos executivos (Firth, Fung & Rui, 2007; Lin, Kuo & Wang, 2013) e com estudos que constataram que a remuneração dos executivos aumenta com o tamanho das empresas, sejam elas de capital aberto ou fechado (Conyon & Murphy 2000; Ozkan, 2007; Banghøj et al., 2010; Cole & Mehran, 2016; Degenhart et al., 2017).

Adams et al. (2007) constaram uma relação positiva entre a idade do CEO e a remuneração. Analisando outras características que podem influenciar a remuneração, Banghøj et al. (2010) verificaram que habilidades e escolaridade dos executivos estão positivamente relacionados com a remuneração. Da mesma forma, Cole e Mehran (2016) e Correira e Monte (2017) encontraram uma relação positiva entre as características dos executivos como escolaridade e experiência e a remuneração, sendo verificado que a relação entre a experiência e a remuneração diminui ao longo do tempo. Contudo, Correira e Monte (2017) verificaram uma relação negativa entre o tempo de emprego e a remuneração, sinalizando que os executivos que estão a menos tempo na empresa, recebem uma maior remuneração comparativamente aos que estão na empresa a mais tempo.

Bertrand e Hallock, (2001) e Adams et al. (2007) verificaram que mulheres que ocupam cargos executivos, mas não são CEO, recebem uma remuneração menor que os homens que ocupam a mesma função. Contudo, não foram encontradas diferenças de gênero na remuneração para o cargo de CEO. Além disso, mesmo sendo constatado empiricamente que as empresas que possuem maior diversidade de gênero apresentam um menor risco e maior desempenho (Perryman, Fernando & Tripathy, 2016) e que mulheres executivas apresentam relatórios de melhor qualidade (Duong & Evans, 2016), observam-se diferenças de remuneração dos executivos conforme o sexo (Duong & Evans, 2016; Perryman et al., 2016; Correira & Monte, 2017).

3. METODOLOGIA

3.1 Metodologia Econométrica

Para análise inicial dos dados foram utilizadas três estimações por meio do modelo de regressão linear múltipla MQO com correção robusta aos erros. Esse método estatístico busca analisar relações entre uma variável dependente e uma ou mais variáveis explicativas (Hair et al., 2009).

A primeira estimação foi restrita a relação entre a variável dependente (remuneração) e a variável de interesse (natureza jurídica). Na segunda estimação, foram acrescentadas como variáveis explicadas as relacionadas ao perfil do executivo. Por fim, a terceira análise adiciona ainda as variáveis relacionadas às características das empresas.

Através do modelo MQO, é possível ater-se a características da relação, como a amplitude (forte ou fraca) e a direção (positiva ou negativa). A fim de testar a hipótese de pesquisa foram utilizados os seguintes modelos 1,2 e 3:

$$\ln(\text{rem}) = \beta_0 + \beta_1 \text{NatJur}_i + \epsilon_i \quad (1)$$

$$\ln(\text{rem})_i = \beta_0 + \beta_1 \text{NatJur}_i + \beta_2 \text{Sexo}_i + \beta_3 \text{Idade}_i + \beta_4 \text{Idade}^2_i + \beta_5 \text{Escolaridade}_i + \beta_6 \text{Nacionalidade}_i + \beta_7 \text{Tempodeemprego}_i + \epsilon_i \quad (2)$$

$$\ln(\text{rem})_i = \beta_0 + \beta_1 \text{NatJur}_i + \beta_2 \text{Sexo}_i + \beta_3 \text{Idade}_i + \beta_4 \text{Idade}^2_i + \beta_5 \text{Escolaridade}_i + \beta_6 \text{Nacionalidade}_i + \beta_7 \text{Tempodeemprego}_i + \beta_8 \text{Setor}_i + \beta_9 \text{Região}_i + \beta_{10} \text{Portedaempresa}_i + \beta_{11} \text{Rotatividade}_i + \epsilon_i \quad (3)$$

Adiante, tratada na pesquisa, à regressão quantílica é dita como uma ampliação do modelo clássico de regressão, MQO (Koenker, 2005). Enquanto o método MQO, foca unicamente na medida de tendência central, a regressão quantílica comporta a análise ao longo de toda a distribuição, eximindo assim problemas com outliers (Cameron; Trivedi, 2010).

Segundo Koencker (2005), as regressões quantílicas fornecem uma melhor resposta, uma vez que são traçadas retas dentro de cada quantil da distribuição. A fim de analisar a diferença salarial entre executivos atuantes em empresas de capital aberto e fechado ao longo da distribuição, foram utilizados os quantis 0.25, 0.50 e 0.7.

O modelo 4 é apresentado da seguinte forma:

$$Q_\theta(w|X) = X\beta_\theta + \delta_\theta \text{NatJur} + \epsilon \quad (4)$$

Na terceira análise adotou-se a estimação pelo método Oaxaca-Blinder (1973), para apresentar o diferencial entre a remuneração dos executivos de empresas de capital aberto e dos executivos de empresas de capital fechado. O modelo Oaxaca-Blinder (1973) busca a discriminação salarial entre dois grupos. Para tal é realizada uma estimação em separado dos grupos, em seguida o modelo transporta os coeficiente estimados para outra regressão obtendo assim, o valor da discriminação.

O modelo 5 é apresentado a seguir:

$$\overline{\ln(\Delta W)} = [(\alpha_a - \alpha_f) + (\beta_a - \beta_f)X_f] + [\beta_a(X_a - \overline{X_f})] \quad (5)$$

Para última análise dos dados foi utilizado o método Recentered Influence Function (RIF) proposto por Firpo, Fortin e Lemieux (2009). As vantagens da utilização do método RIF estão sua facilidade de interpretação prática, no detalhamento de sua decomposição e no

fato de possuir a propriedade *path independent*, indicando que a ordem na qual os elementos da decomposição são calculados não afetam seus resultados (Firpo, Fortin & Lemieux, 2009). O modelo é executado em dois passos, onde o primeiro busca uma ponderação das observações, destacando graus de importância de acordo com o grau de parametrização, e no segundo é estimado a regressão RIF a fim de obter a contribuição das variáveis dentro dos quantis selecionados.

Para o teste de hipótese através do RIF segue o referido modelo 6:

$$\alpha(v) = \int d\mathbb{E}[RIF(y, v)|X = x] dx dFX(x) \tag{6}$$

3.2 Base de Dados e Variáveis

A base de dados foi formada por todos os executivos celetistas, em cargo de direção, que trabalharam em empresas de capital aberto e fechado no Brasil no ano de 2016, conforme microdados da Relação Anual de Informações Sociais (RAIS). A RAIS é uma declaração com intuito fiscalizador, enviada por todas as empresas do Brasil. Na RAIS as empresas são obrigadas a informar todos os dados pessoais e contratuais de seus funcionários celetistas.

As variáveis adotadas foram: remuneração (valor de remuneração média de cada diretor levando em consideração as horas trabalhadas e o salário da carteira de trabalho), natureza jurídica (variável dummy que assume valor 1 quando o executivo trabalha em empresa capital fechado e valor 0 quando trabalha em empresa de capital aberto), sexo (variável dummy que assume valor 1 para homem e 0 para mulheres); idade (variável contínua, em anos); Idade² (idade x idade); Escolaridade (variável dummy que assume valor 1 para os executivos que possuem mestrado/doutorado e valor 0 caso contrário); nacionalidade (variável dummy que assume valor 1 para os executivos brasileiros e valor 0 caso contrário); Tempo de Emprego (variável contínua, em meses); Setor Atividade (variável dummy que assume valor 1 para indústria e 0 em caso contrário); Região (variável dummy que assume valor 1 para as empresas localizadas nas regiões Sul e Sudeste e valor 0 para as localizadas nas demais regiões); Porte Empresa (variável que adota valores de 1 a 4, determinante de acordo ao número de funcionários da empresa conforme tabela do Sebrae (2013); Rotatividade (variável contínua que expressa o índice de rotatividade dos trabalhadores nas empresas. É obtido através da equação: [mínimo (admitidos, demitidos) / estoque de trabalhadores no ano anterior]).

Os dados foram obtidos de forma separada conforme disponibilização, sendo feitos os tratamentos necessários com a exclusão dos cargos que não fazem parte da amostra.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Na Tabela 1 estão os resultados referentes a estatística descritiva para a amostra utilizada na pesquisa (5774 observações). Através desta pode-se verificar as características gerais dos executivos e das empresas que integram a amostra do estudo.

De forma geral, a maior parte dos executivos presentes no estudo são do sexo masculino (82,11%), ocupados nas empresas de capital fechado (74,25%) localizadas nas regiões Sudeste/Sul do País (91%). Em relação a remuneração, os executivos recebem em média R\$ 881,10 por hora trabalhada, tendo uma remuneração média superior nas empresas de capital aberto em relação às de capital fechado (R\$ 41.262,56 contra R\$ 35.879,96).

Tabela 1
Estatística descritiva dos executivos das empresas de capital aberto e fechado no Brasil. 2016

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Remuneração (Log)	8,0532	0,8063	4,4764	10,1270
Remuneração (capital aberto)	41.262,56	21.413,45	880	130.347,6

Remuneração (capital fechado)	35.879,96	22.437,28	468,15	131.367,1
Natureza Jurídica	0,7425	0,4373	0	1
Sexo	0,8211	0,3833	0	1
Idade	46,4958	8,4757	25	65
Idade ²	2233,689	799,9393	625	4225
Escolaridade (anos)	0,0526	0,2233	0	1
Nacionalidade	0,9392	0,2390	0	1
Tempo de emprego (meses)	89,2640	92,9267	0	544,9
Sector de atividade	0,2482	0,4320	0	1
Região (sul e sudeste)	0,9097	0,2865	0	1
Porte da empresa	3,6216	0,7943	1	4
Rotatividade	0,0759	0,1791	0	2
Observações			5.774	

Fonte: RAIS.

Os resultados da tabela descritiva servem para uma análise preliminar, sugerindo que os executivos das empresas de capital aberto possuem remuneração mais alta em relação a seus pares empregados nas empresas de capital fechado. No entanto, para se testar a relação entre a natureza jurídica das empresas e a remuneração de seus executivos controlando por outras variáveis que influenciam nesta relação optou-se inicialmente por realizar a estimação por meio do modelo de regressão linear múltipla (OLS) com correção robusta aos erros, cujos resultados encontram-se na Tabela 2. Assim, foram estimados três modelos, sendo o primeiro controlado apenas pela natureza jurídica da empresa; o segundo modelo acrescentando o perfil socioeconômico do executivo e, por fim, o último modelo – modelo completo – adicionando as características da empresa.

Através dos resultados obtidos no modelo 1 é possível constatar que os executivos das empresas de capital fechado recebem uma remuneração cerca de 23,06% inferior. (similamente ao encontrado em Gao e Li, 2015). No entanto, este modelo não possui variáveis de controle o que faz com que o coeficiente estimado da variável natureza jurídica esteja superestimado. Dessa forma, estimou-se o modelo 2 controlado para as variáveis relacionadas ao perfil socioeconômico do executivo. O resultado do coeficiente estimado da variável natureza jurídica novamente indica que os executivos das empresas de capital fechado possuem uma remuneração, aproximadamente, 20% inferior ao das empresas de capital aberto (portanto, inferior ao do modelo 1). Os resultados mostram ainda que: (i) os homens ganham mais do que as mulheres (aproximadamente 21% superior); fato similar ao encontrado em Adams *et al.*, (2007) e Perryman, Fernando & Tripathy (2015); (ii) o acréscimo de um ano na idade do executivo(diretor) tende a aumentar em 23,15% sua remuneração na empresa, no entanto, a medida que sua idade avança, a taxa de crescimento de sua remuneração passa a ser menor (observe o sinal negativo do coeficiente estimado - 0.023).

Em seguida estimou-se o modelo 3 adicionando como variáveis de controle as características da própria organização, tais como setor de atuação, porte da empresa e região na qual está inserida. Com a inclusão de novas variáveis de controle, a influência da natureza jurídica da organização sobre a remuneração dos executivos diminuiu para -0,1418, apesar de ainda negativa e estatisticamente significativa. Sobre as demais variáveis A variável porte da empresa aponta relação positiva com a variável dependente, indicando que quando maior a entidade mais bem remunerados são seus executivos (Haid e Yurtoglu, 2006; Chien, 2012). Diante dos resultados obtidos através dos modelos estimados parecem existir evidências empíricas capazes de confirmar as hipóteses de pesquisas levantadas neste trabalho.

Dentre os fatores explicativos para o fato de as organizações de capital aberto remunerarem melhor os executivos do que as organizações de capital fechado pode-se citar a sua própria estrutura organizacional, em destaque: (i) dos executivos das empresas de capital

aberto, cerca de 20,24% possuem mestrado ou doutorado, fator que influencia positivamente na sua remuneração contra 17,32% dos executivos que possuem esse mesmo nível de escolaridade nas empresas de capital fechado; (ii) aproximadamente 86% dos executivos das companhias de capital aberto são executivos de empresas de grande porte contra 76% das de capital fechado.

Tomando o porte da empresa como proxy para complexidade organizacional (Assunção, De Luca & Vasconcelos, 2015), as empresas que possuem seu capital aberto à negociação pública tendem a ser mais difíceis de gerir. Nesse sentido, os autores afirmam que a maior complexidade da organização necessita de maiores esforços para minimizar os conflitos de agência. Tais esforços se configuram em artifícios que proporcionam melhorias nos pacotes de remunerações dos executivos (Dittmann & Maug, 2007). Estudos anteriores apontam ainda para remuneração mais alta nos executivos de topo em empresas com maior grau de complexidade (Cole & Mehran, 2016).

Tabela 2

Resultados da influência da natureza jurídica da organização na remuneração dos executivos no Brasil, por regressão linear múltipla. 2016

Variáveis	Coeficientes		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Natureza Jurídica	-0,2306* (0,0223)	-0,2005* (0,0215)	-0,1418* (0,0207)
Sexo	-	0,2100* (0,0250)	0,2176* (0,0232)
Idade	-	0,2315* (0,0123)	0,2011* (0,0120)
Idade ²	-	-0,0023* (0,0001)	-0,0020* (0,0001)
Escolaridade	-	0,1980* (0,0351)	0,2095* (0,0360)
Nacionalidade	-	-0,3382* (0,0320)	-0,3100* (0,0318)
Tempo de emprego	-	-0,0004* (0,0001)	-0,0004* (0,0001)
Setor de atividade	-	-	-0,1346* (0,0233)
Região	-	-	0,3162* (0,0408)
Porte da empresa	-	-	0,2546* (0,0180)
Rotatividade	-	-	0,1200** (0,0538)
Constante	8,2244 (0,0184)	2,6751 (0,2841)	2,0286 (0,2785)
Obs.	5.774	5.774	5.774

Fonte: RAIS. Obs: erros-padrão *bootstrap* entre parênteses. *, ** e *** indica significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A Tabela 3 traz os resultados da estimação pelo método Oaxaca-Blinder (1973) cujo intuito é verificar se a diferença de remuneração entre os executivos, conforme a natureza jurídica das empresas, deve-se aos atributos dos executivos/empresas (parte explicada) ou trata-se de uma política discricionária das empresas (parte não-explicada).

Os resultados mostram que a diferença média de remuneração é de 23,06% em favor das empresas capital aberto, estando em consonância com os resultados apresentados nas estimações realizadas anteriormente (Tabela 2). Deste diferencial, cerca de 50,13% (0,1156) é

referente as características dos executivos/empresas enquanto 49,87% (0,1150) pode ser atribuído a parte não explicada (discricionária), conforme a tabela abaixo.

Tabela 3

Natureza jurídica da organização como diferencial na remuneração de executivos: Decomposição Oaxaca-Blinder. 2016

Diferencial	Coefficientes	Erro Padrão
Natureza Jurídica aberta	8,2244*	0,0184
Natureza Jurídica fechada	7,9938*	0,0127
Diferença	0,2306*	0,0224
Decomposição		
Explicada	0,1156*	0,0127
Inexplicada	0,1150*	0,0210

Fonte: RAIS. *, ** e *** indica significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Visando ser parcimonioso na sequência dos resultados dos modelos quantílicos (tanto da Tabela 4 quanto da Tabela 5) e da regressão rif (Tabela 6), as análises seguintes serão concentradas apenas na estimação/resultado da variável explicativa natureza jurídica, não entrando em detalhes acerca dos coeficientes estimados das demais variáveis explicativas, dado que não é o objetivo principal do estudo.

Dito isto, a Tabela 4 traz os resultados das estimações por regressões quantílicas. Através destes, pode-se identificar, em diferentes quantis de distribuição de salários (0.25, 0.50 e 0.75), se a natureza jurídica da empresa estaria relacionada de forma mais efetiva com a política de remuneração salarial dos executivos. Embora o coeficiente estimado seja negativo e significativo em todos os quantis, indicando que os executivos das empresas de capital fechado recebem menos comparativamente aos das de capital aberto, os resultados indicam que no quantil de salário mais baixo (quantil 0.25) a diferença tende a ser ainda maior (-0,1705 contra -0,1024, respectivamente) comparativamente ao quantil de salário mais alto (quantil 0.75). Ou seja, nas remunerações mais baixas, a discrepância salarial é maior em favor das empresas de capital fechado, enquanto que nas remunerações mais altas esse gap salarial tende a diminuir.

Tabela 4

Resultados da influência da natureza jurídica da organização na remuneração dos executivos no Brasil, por regressão quantílica. 2016

Variáveis	Coefficientes		
	Quantil 0.25	Quantil 0.50	Quantil 0.75
Natureza Jurídica	-0,1705* (0,0288)	-0,1097* (0,0194)	-0,1024* (0,0215)
Sexo	0,2010* (0,0317)	0,2224* (0,0154)	0,1950* (0,0170)
Idade	0,2415* (0,0190)	0,1724* (0,0128)	0,1403* (0,0103)
Idade2	-0,0023* (0,0000)	-0,0016* (0,0000)	-0,0012* (0,0000)
Escolaridade	0,2000* (0,0631)	0,1254* (0,0304)	0,0734** (0,0423)
Nacionalidade	-0,2584* (0,0561)	-0,2347* (0,0428)	-0,2376* (0,0606)
Tempo de emprego	-0,0000* (0,0000)	-0,0004* (0,0000)	-0,0002* (0,0000)
Setor de atividade	-0,1712* (0,0361)	-0,1076* (0,0214)	-0,0515** (0,0226)
Região	0,4940* (0,0971)	0,2836* (0,0374)	0,1847* (0,0347)
Porte da empresa	0,3582*	0,1816*	0,0789*

	(0,0391)	(0,0216)	(0,0190)
Rotatividade	0,2231*	0,2033*	0,1279**
	(0,0610)	(0,0411)	(0,0503)
Constante	0,2678	2,9651*	4,4952*
	(0,4233)	(0,3807)	(0,2572)

Fonte: RAIS. Obs: erros-padrão *bootstrap* entre parênteses. *, ** e *** indica significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Na sequência os resultados dispostos na Tabela 5 remetem a estimativa por meio das regressões recentradas na função de influência – RIF-regressions (Firpo et al., 2009), para verificar o efeito de mudanças nas características do indivíduo em cada quantil de forma incondicional (Fournier & Koske, 2012), dessa forma é possível verificar o nível salarial (quatil) onde a natureza jurídica da empresa impacta de forma mais acentuada a remuneração dos executivos.

Em linhas gerais os resultados incorridos através da *rif-regression* (Tabela 5), estão em conformidade com os apresentados nas outras estimativas realizadas ao longo deste trabalho. É observado, no entanto, que a diferença sobre a remuneração dos executivos relacionada a variável de interesse (natureza jurídica) diminui ao longo dos quantis de forma mais acentuada na regressão quantilíca incondicional (Tabela 5) do que ocorre na regressão quantilíca condicional (Tabela 4), passando de -0,2379 para -0,0853 e de -0,1705 para -0,1024, respectivamente.

Tabela 5

Resultados da influência da natureza jurídica da organização na remuneração dos executivos no Brasil, por *rif-regression*. 2016

Variáveis	Coeficientes		
	Quantil 0.25	Quantil 0.50	Quantil 0.75
Natureza Jurídica	-0,2379*	-0,1421*	-0,0853*
	(0,0280)	(0,0197)	(0,0210)
Sexo	0,2371*	0,1852*	0,1592*
	(0,0363)	(0,0216)	(0,0197)
Idade	0,2933*	0,1151*	0,0596*
	(0,0155)	(0,0083)	(0,0866)
Idade2	-0,0029*	-0,0010*	-0,0005*
	(0,0001)	(0,0001)	(0,0001)
Escolaridade	0,3081*	0,0955*	0,0798***
	(0,0508)	(0,0388)	(0,0419)
Nacionalidade	-0,1970*	-0,2282*	-0,2945*
	(0,0470)	(0,0336)	(0,0427)
Tempo de emprego	-0,0007*	-0,0004*	-0,0002*
	(0,0001)	(0,0001)	(0,0001)
Setor de atividade	-0,1992*	-0,0677*	-0,0535*
	(0,0331)	(0,0201)	(0,0204)
Região	0,4266*	0,1779*	0,1279*
	(0,0552)	(0,0292)	(0,0270)
Porte da empresa	0,2910*	0,0987*	0,0696*
	(0,0200)	(0,0106)	(0,0101)
Rotatividade	0,0968	0,1828*	0,2284*
	(0,0680)	(0,0445)	(0,0520)
Constante	-0,6172***	4,8424*	6,6428*
	(0,3625)	(0,1936)	(0,1985)

Fonte: RAIS. Obs: erros-padrão *bootstrap* entre parênteses. *, ** e *** indica significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Por fim, com o intuito de conferir maior robustez aos resultados auferidos bem como verificar a decomposição salarial por níveis de remuneração (quatil 0,25; quantil 0,50 e quatil

0,75), realizou-se a estimativa da decomposição Oaxaca-Blinder por meio de regressões RIF (Tabela 6).

Inicialmente, é possível inferir que as empresas de capital aberto praticam uma remuneração salarial superior do que as empresas de capital fechado, dado que a média salarial em todos os quantis da distribuição é maior para as empresas de natureza jurídica aberta. Ademais, os resultados indicam que nos níveis salariais inferiores (quantil 0,25) a diferença incorrida pela natureza jurídica da empresa sobre a remuneração do executivo (30,57%) é maior do que nos níveis salariais mais elevados (11,14%, no quantil 0,75). Da diferença salarial atribuída à natureza jurídica da entidade no quantil inferior, cerca de 27,90% (0,0853) é atribuída às características observáveis dos gestores e da organização, em contrapartida, 72,10% (0,2204) remete a parte não explicada do diferencial. Já no quantil superior, o diferencial é composto por 48,83% (0,0544) de fatores observáveis enquanto 51,17% (0,0570) é a parte não explicada, ou seja, fatores que não estão inclusos no modelo e que, possivelmente, estão alinhados a política de remuneração das empresas, onde não apenas aspectos objetivos (de fácil mensuração) estão inseridos.

Os resultados descritos estão, de forma geral, alinhados aos obtidos na estimação do modelo Oaxaca-Blinder (Tabela 3), apresentando, assim, indícios de que nos diversos níveis salariais a natureza jurídica da organização se configura em um diferencial sobre a remuneração dos executivos.

Tabela 6

Natureza jurídica da organização como diferencial na remuneração de executivos: Decomposição Oaxaca-Blinder Rif-Regression. 2016

Variáveis	Coeficientes		
	Quantil 0.25	Quantil 0.50	Quantil 0.75
Natureza Jurídica aberta	7,9829*	8,3169*	8,6357*
Natureza Jurídica fechada	7,6772*	8,1575*	8,5243*
Diferença	0,3057*	0,1594*	0,1114*
Decomposição			
Explicada	0,0853*	0,0564*	0,0544*
Não Explicada	0,2204*	0,1029*	0,0570*

Fonte: RAIS. *, ** e *** Significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A premissa inicial deste artigo se configurou em testar a hipótese de que as empresas de natureza jurídica aberta remuneram melhor seus executivos do que as empresas de capital fechado, sob o argumento de que a estrutura organizacional das empresas de capital aberto possuem elementos (governança corporativa, porte da empresa, capital humano) que levam à uma remuneração executiva superior quando comparadas à empresas de outra natureza jurídica. Para tal, realizaram-se as estimações através do modelo de regressão linear múltipla (OLS), decomposição Oaxaca-Blinder, regressão quantílica e regressões RIF.

Em todos os testes realizados foram apresentados indícios que levam à aceitação da hipótese de pesquisa formulada. Os resultados sugerem que, em média, os executivos das empresas de capital aberto são remunerados 23,06% melhor do que os seus pares nas entidades de capital fechado. Dentre os principais fatores que justificam esse achado pode-se citar a estrutura organizacional mais concisa das empresas com natureza jurídica aberta.

Os resultados da regressão quantílica, bem como da Oaxaca-RIF indicaram que a diferença salarial relativa à natureza jurídica da organização diminui nos quantis de remunerações mais altas. Isso sugere que os fatores determinantes da estrutura organizacional das empresas influenciam de forma mais efetiva as remunerações mais baixas, embora nos quantis mais elevados a influência de tais elementos ainda continuam presentes.

Este trabalho contribui para a literatura em dois aspectos principais: (i) preenche a lacuna existente no cenário acadêmico nacional acerca da influência da natureza jurídica do capital organizacional sobre a remuneração de seus executivos; (ii) reforça a importância da estrutura organizacional das entidades sobre a remuneração auferida aos cargos diretos.

Os resultados encontrados se alinham as proposições da literatura acadêmica que apontam para diferenças nos mecanismos de governança corporativa conforme natureza jurídica das empresas. Isto é, os resultados sugerem que, de fato, parece haver menos incentivos por parte dos acionistas em acompanhar as atividades realizadas pelos executivos nas companhias de capital aberto em relação as de capital fechado. Nessas circunstâncias, outras formas de acompanhar as atividades se fazem necessárias, o que pode explicar maiores níveis de remuneração para estes executivos na tentativa de diminuir possíveis conflitos de agência.

Como limitação importante pode-se destacar a falta de informações referentes a remuneração variável dos executivos na base de dados utilizada, uma vez que a RAIS apresenta apenas o salário que consta na carteira de trabalho. Ademais, caberá as pesquisas futuras ampliar o período de análise para verificar se estas diferenças persistem ao longo do tempo assim como tentar incorporar outras variáveis explicativas (basicamente relacionadas a remuneração variável) da remuneração de executivos não abordadas neste trabalho.

REFERÊNCIAS

- Adams, S. M., Gupta, A., Haughton, D. M., & Leeth, J. D. (2007). Gender differences in CEO compensation: Evidence from the USA. *Women in Management Review*, 22(3), 208-224.
- 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(4), 545-568.
- Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: practice vs. theory. *The Journal of Finance*, 18(3), 593-616.
- Banghøj, J., Gabrielsen, G., Petersen, C., & Plenborg, T. (2010). Determinants of executive compensation in privately held firms. *Accounting & Finance*, 50(3), 481-510.
- Basu, S., Hwang, L. S., Mitsudome, T., & Weintrop, J. (2007). Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(1), 56-79.
- Bertrand, M., & Hallock, K. F. (2001). The gender gap in top corporate jobs. *ILR Review*, 55(1), 3-21.
- Bhide, A. (1993). The hidden costs of stock market liquidity. *Journal of financial economics*, 34(1), 31-51.
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.
- Cameron, A. Colin; Trivedi, Pravin K. *Microeconometrics using Stata*. Texas: Stata Press, 2010
- Cavalluzzo, K. S., & Sankaraguruswamy, S. (2000). Pay-to-accounting performance and ownership structure in privately-held small corporations. Available at SSRN 241154.
- Chien, A. Y. C. (2012). A remuneração dos executivos tem impacto no valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto? (*Doctoral dissertation*).
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermans, F. W., & Chang, E. P. (2007). Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms. *Journal of Business research*, 60(10), 1030-1038.
- Cole, R. A., & Mehran, H. (2016). What do we know about executive compensation at small privately held firms?. *Small Business Economics*, 46(2), 215-237.

- Cole, R. A., & Mehran, H. (1996). Organizational form, taxes, ownership, and CEO compensation: Evidence from small businesses. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1586515>
- Canyon, M. J., & Murphy, K. J. (2000). The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal*, 110(467), 640-671.
- Cooley, P. L. (1979). Managerial pay and financial performance of small business. *Journal of Business Research*, 7(3), 267-276.
- Cornelli, F., Kominek, Z., & Ljungqvist, A. (2013). Monitoring managers: Does it matter?. *The Journal of Finance*, 68(2), 431-481.
- Correia, T. S.; Monte, P. A. (2017). Diferenças de remuneração entre os sexos dos executivos da área de saúde. XX SemeAd. São Paulo, SP, Brasil, 8, 9 e 10 de novembro.
- Degenhart, L., da Costa, D. D. L. C., & Hein, N. (2017). Desempenho econômico-financeiro e remuneração dos diretores executivos das empresas brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(3), 118-135.
- Devers, C. E., Cannella, A. A., Jr., Reilly, G. P., & Yoder, M. E. (2007). Executive compensation: a multidisciplinary review of recent developments. *Journal of Management*, 33(6), 1016-1072.
- Dittmann, I.; Maug, E. (2007). Lower Salaries and No Options? On the Optimal Structure of Executive Pay. *The Journal of Finance*, V. 62, nº 1, p. 303-343.
- Duong, L., & Evans, J. (2016). Gender differences in compensation and earnings management: Evidence from Australian CFOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 40, 17-35.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Engel, E., Gordon, E. A., & Hayes, R. M. (2002). The roles of performance measures and monitoring in annual governance decisions in entrepreneurial firms. *Journal of Accounting Research*, 40(2), 485-518.
- Fernandes, F. C., & Mazzioni, S. (2015). A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. *Contabilidade Vista & Revista*, 26(2), 41-64.
- Firpo, S., Fortin, N. M., & Lemieux, T. (2009). Unconditional quantile regressions. *Econometrica*, 77(3), 953-973.
- Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 693-714.
- Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2007). How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. *Journal of Business Research*, 60(7), 776-785.
- Fournier, J. M., & Koske, I. (2012). Less income inequality and more growth—Are they compatible? Part 7. The drivers of labour earnings inequality—An analysis based on conditional and unconditional quantile regressions.
- Gabaix, X., & Landier, A. (2008). Why has CEO pay increased so much?. *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100.
- Gao, H., & Li, K. (2015). A comparison of CEO pay—performance sensitivity in privately-held and public firms. *Journal of Corporate Finance*, 35, 370-388.
- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2013). Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 623-639.
- Gao, H., Li, K., & Lemmon, M. L. (2012). Are CEOs in public US firms overpaid? New evidence from private firms. *New Evidence from Private Firms (March 15, 2012)*.
- Haid, A.; Yurtoglu, B.B. (2006). Ownership structure and executive compensation in Germany, Working Paper, Universität Erlangen-Nürnberg.
- Hair Jr., J.F.; William, B.; Babin, B.; Anderson, R.E. Análise multivariada de dados. 6.ed. Porto Alegre: Bookman, 2009

- Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *Bell journal of Economics*, 10(1), 74-91.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Ke, B., Petroni, K., & Safieddine, A. (1999). Ownership concentration and sensitivity of executive pay to accounting performance measures: Evidence from publicly and privately-held insurance companies. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 185-209.
- Koenker, R. (2005). *Quantile Regression*. London: Cambridge Univ. Press.
- Krauter, E. (2013). Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 7(3).
- Liang, H., Renneboog, L., & Sun, S. L. (2015). The political determinants of executive compensation: Evidence from an emerging economy. *Emerging Markets Review*, 25, 69-91.
- Lin, D., Kuo, H. C., & Wang, L. H. (2013). Chief executive compensation: An empirical study of fat cat CEOs. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(2), 27-42.
- Michiels, A., Voordeckers, W., Lybaert, N., & Steijvers, T. (2012). CEO compensation in private family firms: Pay-for-performance and the moderating role of ownership and management. *Family Business Review*, 26(2), 140-160.
- Mincer, J. (1974). *Schooling, Experience, and Earnings*, Columbia University Press, New York, NY.
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. In D. Card & O. Ashenfelter (Eds.), *Handbook of labor economics* (Vol. 3, Part B, pp. 2485-2563). Amsterdam: Elsevier. [http://dx.doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30024-9](http://dx.doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30024-9).
- Murphy, K. J. (2013). Executive compensation: Where we are, and how we got there. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 211-356). Elsevier.
- Oaxaca, R. (1973). Male-female wage differentials in urban labor markets. *International Economic Review*, 693-709.
- Ozkan, N. (2007). Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(5), 349-364.
- Perryman, A. A., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2016). Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk, and executive compensation. *Journal of Business Research*, 69(2), 579-586.
- Ramseyer, J. M., Nakazato, M., & Rasmusen, E. B. (2009). Public and private firm compensation compared: Evidence from Japanese tax returns. *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, (628).
- Souza, P. V. S., Cardoso, R. L., & da Cunha Vieira, S. S. (2017). Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. *REAd-Revista Eletrônica de Administração*, 23, 4-28.
- Vasconcelos, A. F., & Monte, P. A. (2013). A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. *Registro Contábil*, 4(1), 1-18.
- Serviço Brasileiro de Apoio à Micro e Pequena Empresa – SEBRAE (2013). *Participação das Micro e Pequenas empresas na economia brasileira*.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization science*, 12(2), 99-116.