

MESTRADO
ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Miguel Castro Silva

M

2023

REMUNERAÇÃO EXECUTIVA: A ORIGEM DO CEO TEM IMPACTO NA SUA REMUNERAÇÃO?

Miguel Castro Silva

Dissertação

Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Orientado por
Professor Doutor Carlos Francisco Alves

2023

Nota Biográfica

Miguel Castro Silva, nasceu em 1996 na cidade de Aveiro, Portugal. Recebeu o grau de mestre pelo Departamento de Engenharia Mecânica da Universidade de Aveiro (DEM-UA) em 2020, com uma investigação na área da simulação numérica (“*Numerical simulation of strains and stresses in welding*”).

Durante o seu percurso académico fez um programa de mobilidade nacional semestral na Faculdade de Engenharia da Universidade do Porto (FEUP) e uma mobilidade internacional ao abrigo do programa Erasmus na Faculty of Electrical Engineering, Mechanical Engineering and Naval Architecture (Split, Croácia).

Esteve três anos envolvido no associativismo jovem, tendo sido tesoureiro da associação estudantil da sua Universidade, por acreditar ser fundamental a representação e defesa dos direitos dos estudantes do ensino superior.

A sua experiência de trabalho centra-se maioritariamente no desenvolvimento de soluções técnicas na área de engenharia do produto, trabalhando atualmente num departamento de investigação e desenvolvimento no setor de termotecnologia de uma multinacional alemã.

Ingressou em 2020 na Faculdade de Economia da Universidade do Porto (FEP) no curso de Economia e Administração de Empresas pela paixão que nutre pelo mundo empresarial. As suas áreas de interesse atuais centram-se nos temas relacionados com finanças empresariais, em especial na área de governo de empresa. Tem um especial interesse em encontrar na economia e gestão respostas para o que se passa na sociedade - empresas, governo e pessoas.

Agradecimentos

A realização deste trabalho contou com a colaboração do Professor Doutor Carlos Alves, ao qual expressei o meu sincero reconhecimento pelas contribuições, saber partilhado, exigência e toda a disponibilidade prestada.

A todos os docentes da Faculdade de Economia com quem tive oportunidade de partilhar a sala de aulas, estou grato pela vossa partilha de conhecimento. Fomentaram em mim o gosto pelo estudo, compreensão e análise crítica das áreas de economia e gestão.

Às empresas e aos líderes de equipas, por acreditarem e nunca colocarem objeções na difícil missão de trabalhador-estudante, permitindo-me continuar a aprender.

Aos meus amigos, um agradecimento pela compreensão nos momentos de ausência – estou de volta.

Aos meus Pais pelo apoio incansável em todos os momentos, tornando tudo mais fácil - um agradecimento muito especial.

Aos meus irmãos João e André - a quem dedico este trabalho - seguimos juntos!

Resumo

A remuneração executiva tem sido um tema amplamente discutido, despertando um elevado interesse na sociedade devido aos desproporcionais aumentos que se têm assistido nas últimas décadas.

Este trabalho é um contributo para o debate em torno das remunerações executivas, fazendo uma ligação com as teorias subjacentes e onde foi investigado o que acontece à remuneração do CEO quando ocorre um evento de substituição, dando especial ênfase ao impacto da sua origem.

Usando a base de dados ExecuComp, foram procuradas e analisadas todas as substituições de CEO das empresas cotadas em mercados norte-americanos pertencentes ao índice S&P500 entre 2009 e 2019. Numa amostra com 4565 observações, foram captadas 415 empresas pertencentes a 165 setores de atividade, onde 96.3% dos CEO presentes são do género masculino. Foram identificadas 435 substituições de CEO, onde cerca de 87% são provenientes do interior da empresa. Foi possível verificar um aumento anual médio das remunerações na ordem dos 6%.

Um evento de substituição do CEO faz com que exista uma diminuição da remuneração do CEO em 25%. Empresas maiores, com mais ativos, pagam em média mais 21% aos seus CEO. O volume de vendas, a capitalização e o retorno sobre ativos da empresa têm pouco impacto na remuneração do CEO. Esta investigação prova que a origem do CEO é uma característica com impacto relevante na remuneração do CEO. Os CEO internos auferem em média -14% que os CEO externos. Quando ocorre um evento de substituição e o novo CEO é proveniente do interior da empresa, este recebe menos 32% comparativamente a um CEO recrutado no mercado.

Palavras-chave: Governo da Empresa; Diretor Executivo; Remuneração; Substituição do CEO; Origem do CEO

Classificação Journal of Economics Literature: G30; G34; J33; M12; M52; D31; D86

Abstract

Executive compensation has been a widely discussed topic, arousing a high level of interest in society due to the disproportionate increase seen in the last decades.

This paper is a contribution to the debate around executive pay, linking it to the underlying theories and investigating what happens to CEO pay when a replacement event occurs, with a particular focus on the impact of its origin.

Using the ExecuComp database, all CEO replacements of listed companies in US markets belonging to the S&P500 index between 2009 and 2019 were searched and analysed. In a sample with 4565 observations, 415 companies belonging to 165 sectors were captured, where 96.3% of the CEOs are male. 435 CEO replacements were identified, where about 87% come from inside the company. It was possible to verify an average annual increase in compensation in the order of 6%.

One CEO replacement event causes the CEO's compensation to decrease by 25%. Larger companies, with more assets, pay their CEOs on average 21% more. The company's sales volume, capitalization, and return on assets have little impact on CEO compensation. This research proves that the origin of the CEO is a characteristic that has a relevant impact on CEO compensation. Internal CEOs earn on average -14% than external CEOs. When a replacement event occurs and the new CEO comes from inside the company, they are paid 32% less compared to a CEO recruited in the market.

Keywords: Corporate Governance; CEO; Compensation; CEO turnover; Internal and External CEO

Journal of Economics Literature classification: G30; G34; J33; M12; M52

Índice

1. Introdução.....	- 1 -
2. Revisão da Literatura	- 4 -
2.1. Governo da Empresa.....	- 4 -
2.2. Remuneração Executiva.....	- 8 -
2.3. Substituição do CEO	- 16 -
2.4. Seleção do CEO	- 24 -
2.5. O Problema de Agência	- 31 -
2.6. Mercado vs Recursos Internos	- 36 -
3. Estudo Empírico	- 38 -
3.1. Metodologia, Modelo e Variáveis.....	- 38 -
3.2. Dados e Amostra.....	- 42 -
3.3. Apresentação e Discussão dos Resultados	- 51 -
3.4. Robustez Estatística	- 59 -
4. Conclusões	- 63 -
Bibliografia.....	- 65 -
Anexo I.....	1
Anexo II.....	4
Anexo III	9
Anexo IV	13

Índice de Figuras

Figura 1 – nº de substituições de CEO por ano (variável CEO_CHG).....	- 43 -
Figura 2 - nº de substituições de CEO por ano e respetiva origem (variável CEO_CHG).....	- 43 -
Figura 3 – nº de substituições de CEO por empresa durante 2009 a 2019.....	- 45 -
Figura 4 – evolução da remuneração (variável TOTAL_SEC).....	- 46 -
Figura 5 – evolução dos ativos da empresa (variável ASSETS).....	- 46 -
Figura 6 – evolução da rentabilidade (variável ROA)	- 47 -
Figura 7 – evolução das vendas (variável SALES).....	- 47 -
Figura 8 – evolução do capital (variável COMMEQ).....	- 48 -

Índice de Tabelas

Tabela 1 – sinais esperados das variáveis independentes	- 41 -
Tabela 2 – benchmarking dos valores médios de CEO promovidos internamente.....	- 44 -
Tabela 3 - estatísticas descritivas das variáveis sem winsorização	- 49 -
Tabela 4 - estatísticas descritivas das variáveis após winsorização	- 49 -
Tabela 5 – coeficientes de correlação	- 50 -
Tabela 6 - modelos para aferir o impacto da substituição do CEO.....	- 52 -
Tabela 7 - modelos para aferir o impacto da substituição do CEO (continuação).....	- 53 -
Tabela 8 - modelos para aferir o impacto da origem do CEO.....	- 56 -
Tabela 9 - modelos para aferir o impacto da origem do CEO (continuação).....	- 57 -
Tabela 10 - modelos para aferir o impacto do género do CEO.....	- 59 -
Tabela 11 - robustez do impacto da substituição do CEO	- 61 -
Tabela 12 - robustez do impacto da origem do CEO	- 61 -
Tabela 13 - robustez do impacto do género do CEO	- 62 -

“Corporations are republics. The ultimate authority rests with voters (shareholders). These voters elect representatives (directors) who delegate most decisions to bureaucrats (managers). As in any republic, the actual power-sharing relationship depends upon the specific rules of governance.

One extreme, which tilts toward a democracy, reserves little power for management and allows shareholders to quickly and easily replace directors.

The other extreme, which tilts toward a dictatorship, reserves extensive power for management and places strong restrictions on shareholders’ ability to replace directors.”

Paul, Joy and Andrew (February 2003)

“Corporate governance is concerned with holding the balance between economic and social goals and between individual and communal goals. The governance framework is there to encourage the efficient use of resources and equally to require accountability for the stewardship of those resources.

The aim is to align as nearly as possible the interests of individuals, corporations and society.”

Adrian Cadbury

“The design of corporate governance relationships and practices should be left to market forces: corporate governance should remain, basically, decisions by individual actors in the private sector.”

Organisation for Economic Co-operation and Development

1. Introdução

As mudanças executivas são uma realidade do quotidiano das organizações, constituindo um tema relevante na área do governo de empresas. Académicos, reguladores, investidores, políticos e os próprios executivos debatem ativamente sobre a remuneração dos CEO¹, as suas práticas e a necessidade de reformas no sistema de incentivos.

As remunerações têm evoluído ao longo do tempo, não só nos valores praticados, mas principalmente nas formas alternativas de incentivos. Esta evolução é acompanhada por um maior acesso à informação das empresas públicas, que consequentemente aumenta o escrutínio. Inevitavelmente as remunerações dos CEO são um tema controverso, não existindo consenso sobre a adequação das remunerações praticadas serem ou não adequadas.

Esta investigação pretende analisar as consequências na remuneração do CEO quando ocorre um evento de substituição, dando especial ênfase à análise do efeito da sua proveniência – interno ou externo à empresa.

A remuneração dos executivos é uma conjugação de vários fatores contraditórios, não existindo uma clara perspetiva que consiga explicar todas as evidências empíricas. Por um lado, o desejo dos acionistas maximizarem o seu valor, querendo entender a razão pela qual um CEO auferir determinada compensação. Por outro lado, a ambição dos executivos extraírem o máximo de renda possível no exercício das suas funções. Por fim, a influência legislativa das questões financeiras e contabilísticas, bem como as pressões sociais existentes.

Existem duas teorias subjacentes à questão de investigação que, por um lado se complementam e por outro se contrariam: teoria baseada nos recursos e a teoria dos custos de agência. A primeira defende que a empresa desenvolve recursos muito específicos e, portanto, aqueles que são formados internamente são mais adaptados e adequados às características específicas da empresa; consequentemente isso faz com que auferam mais comparativamente com os que estão no mercado. Por outro lado, a teoria da agência contradiz a teoria dos recursos, apoiando-se no facto de internamente as pessoas se moverem no sentido da autopromoção, fazendo com que a sua remuneração vá aumentando ao longo do tempo. Existe uma terceira teoria, a teoria de mercado,

¹ CEO é a expressão anglo saxónica para chief executive officer que equivale ao diretor executivo.

que defende que quer um interno quer um externo são nivelados pelo fator externo, e consequentemente valem aquilo que o mercado determinar, podendo auferir o mesmo.

Mais que do que nunca, existe um elevado interesse do público em geral em entender a razão pela qual as remunerações dos executivos são tão elevadas e o porquê de terem vindo a aumentar na última década (Bout, Wilby, & Cruz, 2020). Grande parte dos estudos existentes estão focados na remuneração do CEO comparativamente com o desempenho da empresa. Porém, esses estudos não contemplam características que de acordo com a teoria podem ter influência, como é o caso da origem do CEO. Quando o CEO sai da empresa, este tem de ser substituído por um novo profissional. Esse novo profissional pode ser contratado no mercado ou recrutado internamente. Na prática, o que é que acontece? As remunerações são mais altas? São mais baixas? Este trabalho é um contributo com relevância económica e social na medida em que permite definir e entender os padrões existentes entre as remunerações executivas e a origem do CEO. É uma resposta com evidência empírica do impacto que a origem do CEO tem na sua remuneração.

É perceptível que existe espaço para explorar o tópico da remuneração do CEO e a possível relação que esta tem com outras variáveis de interesse, como é o caso da origem do CEO. De forma a analisar quantitativamente relações entre variáveis e quantificar a magnitude das estimativas das regressões, é necessário recorrer à econometria. Foi realizado um estudo empírico utilizando uma amostra da base de dados ExecuComp. Foram analisadas as substituições dos CEO de empresas cotadas em mercados norte-americanos pertencentes ao índice S&P500 durante os anos de 2009 a 2019.

Num período amostral de 11 anos e mais de 4560 observações, foram identificadas 435 mudanças de CEO em 165 setores de atividade. É possível concluir que existe um padrão entre a remuneração do CEO e a sua origem. Os executivos que foram substituídos por um executivo contratado no mercado - externo à empresa - auferem, na generalidade, uma remuneração superior comparativamente a uma pessoa que ascendeu internamente.

Este trabalho é composto por dois grandes capítulos: a revisão da literatura e o estudo empírico. O primeiro diz respeito ao debate e suporte teórico do trabalho, estando dividido em seis secções. Inicialmente é feito um enquadramento do governo das empresas. De seguida, o tópico das remunerações executivas é apresentado, onde as várias componentes, bem como os fatores que têm influência na determinação da remuneração do CEO, são abordados. A terceira secção é referente

ao evento da mudança e todas as implicações que daí advêm. A quarta secção é dedicada à relação entre a origem do CEO e a remuneração, tema central deste trabalho. As últimas duas secções do primeiro capítulo são o suporte teórico onde as teorias que sustentam a investigação são apresentadas. No segundo capítulo estão contemplados todos os tópicos referentes ao estudo empírico executado. A primeira secção é dedicada à metodologia, onde o modelo principal, as respetivas variáveis e os dados utilizados são detalhados. Na secção seguinte são apresentados e interpretados os resultados. A terceira secção é referente à consistência teórica e robustez estatística. Por fim um resumo do trabalho efetuado, as principais conclusões e o respetivo contributo para o conhecimento são apresentados.

2. Revisão da Literatura

2.1. Governo da Empresa

O governo das empresas² é o «sistema pelo qual as sociedades são geridas e controladas» (Cadbury, 1992)³. Há uma grande variedade de definições destes conceitos, baseando-se na necessidade de alinhamento de interesses entre gestores e acionistas.

Esta é uma temática antiga⁴, já referida por Smith (1776), que menciona que não se pode esperar que os CEO das empresas, sendo gestores de capital alheio, o vigiem e giram da mesma maneira que o seu próprio dinheiro (Smith, 1776).

Entende-se por governo da sociedade⁵, numa outra definição, o «conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência» (Silva, Vitorino, Alves, Cunha, & Monteiro, 2006).

Os mecanismos de governo de empresas são fatores críticos omnipresentes que asseguram a estabilidade e o crescimento das empresas de uma forma sustentável. É consensual que um melhor governo das empresas tende a conduzir a um melhor desempenho empresarial (Core, Holthausen, & Larcker, 1999). Estudos empíricos evidenciam que o modelo de governo da empresa adotado tem influência na remuneração dos executivos e no plano de sucessão (Fich & Shivdasani, 2006) (Huson, Parrino, & Starks, 2001). Empresas onde os conselhos de administração têm uma elevada percentagem de diretores externos e onde a propriedade está pouco dispersa, são mais propensas a pôr termo ao contrato do CEO (Brickley, 2003).

² Para outras definições do termo, ver recomendações de governo para sociedades cotadas (CMVM, 1999) e (Shleifer & Vishny, 1997).

³ Cadbury Committee foi criado em 1991, consequência de vários problemas em empresas relevantes do sistema Britânico (exemplo do colapso da empresa Polly Peck), de forma a criar standard sobre o governo da empresa, recomendações e boas práticas. A partir de 1995, este comité passou a ter um grande destaque na área das remunerações dos CEO.

⁴ Ver também (Berle & Means, 1932).

⁵ Ver (Becht, Bolton, & Röell, 2003) para entender o enquadramento da história da utilização do termo corporate governance.

Como qualquer ser comum, o CEO de uma empresa tende a tomar decisões que aumentem o seu próprio ‘bem-estar’. Porém, nem sempre o ‘bem-estar’ do executivo salvaguarda os objetivos dos acionistas. A preocupação com o alinhamento entre os interesses dos responsáveis pela gestão da empresa e os interesses a longo prazo da mesma é um dos temas mais relevantes e sensíveis da área do governo das empresas. A capacidade de supervisionar eficazmente a remuneração dos CEO e definir quais as medidas que melhor contribuem para alcançar o alinhamento de interesses é um desafio da atualidade.

São vários os modelos de governo existentes e as suas diferenças refletem a forma como a propriedade e o controlo estão organizados⁶. Não existe um modelo ideal visto que as empresas operam em contextos e mercados distintos, regendo-se simultaneamente sob um conjunto de regulação específica de cada país.

Como será então possível assegurar que os gestores prosseguem os objetivos para os quais as empresas foram criadas e são mantidas? A separação entre a propriedade e controlo da empresa evidenciou os problemas dos custos de agência. Uma maneira interna de assegurar o alinhamento entre a estratégia definida pelos acionistas e os interesses dos executivos é através de um sistema de remunerações e planos de incentivos que permita tal alinhamento.

O CEO tem um papel preponderante na empresa, seja pelo seu conhecimento técnico, seja pela sua capacidade de gestão e liderança bem como pelas suas características pessoais. Este é o responsável máximo por implementar, no dia a dia, as linhas estratégicas definidas pelo conselho de administração⁷ e gerir de forma eficiente a empresa, garantindo o máximo desempenho e consequentemente maximizando o valor dos acionistas. Por essa razão, o CEO detém uma posição de elevada responsabilidade e a forma como atua tem repercussões diretas no dia-a-dia da empresa. Os acionistas confiam nos CEO escolhidos para adotarem as melhores estratégias de forma a maximizarem o valor das suas ações.

As boas práticas de governo de empresa⁸ na Europa defendem que não deve existir dualidade de funções de chairman⁹ e CEO, de maneira a não permitir um enfraquecimento dos mecanismos de

⁶ Ver trabalho sobre aquisições e correções de falhas de gestão (Franks & Mayer, 1996).

⁷ Management runs the business; the board ensures that it is being well run in the right direction (Tricker, 2012).

⁸ Para o mercado português, ver as Recomendações da CMVM e o Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal.

⁹ Presidente do órgão superior de administração que representa os acionistas da empresa.

controle. Nas grandes empresas de capital aberto na Europa há uma tendência para estas funções não estarem concentradas na mesma pessoa, assegurando o correto mecanismo de supervisão. Assim, nestes mercados, o presidente do conselho de administração tende a ser um membro independente e não participar na liderança executiva da empresa. No entanto, esta separação está intimamente ligada ao modelo de governo adotado e, nos Estados Unidos, a acumulação de funções é uma prática por vezes corrente.

A Securities and Exchange Commission (SEC), constituída em 1933, é a entidade responsável pela regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos, equivalente à Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) em Portugal. Nos últimos anos, a SEC começou a exigir que as empresas divulgassem um conjunto alargado de informações¹⁰, proporcionando aos investidores acesso a vários dados, aumentando a transparência do mercado.

Os reportes periódicos mais detalhados, ou com informações que anteriormente não eram divulgadas, fizeram com que os acionistas tivessem um poder de escrutínio superior. A maior visibilidade permitiu detetar situações em que os pacotes remuneratórios eram desajustados ou mesmo que não estavam alinhados com os interesses dos acionistas.

Note-se, porém, que a complexidade dos pacotes remuneratórios ao longo do tempo tem aumentado, agregando várias componentes fixas e variáveis, de curto e longo prazo, monetárias e de capital. Os regulamentos¹¹ da SEC explicitam que as empresas estão obrigadas a reportar um vasto leque de informações, entre elas, questões relacionadas com a remuneração executiva. A empresa tem de disponibilizar os valores das várias componentes da remuneração dos cinco executivos que têm o valor do pacote de remuneração total superior (SEC, 2021).

O papel da Comissão de Remunerações

A definição das remunerações dos membros dos órgãos sociais é uma competência da comissão de remunerações¹² da empresa. Este grupo tem responsabilidade de definir, alinhado com a visão

¹⁰ Lei Sarbanes-Oxley (SOx), assinada em 30 de julho de 2002, que foi redigida depois de grandes escândalos financeiros serem descobertos. O objetivo desta lei era garantir uma maior transparência e controlo da informação divulgada, responsabilizando e sancionando os autores da informação caso se provasse que existiu omissão de informações.

¹¹ Para mais informações sobre divulgações de informações exigidas pela SEC sobre remunerações executivas ver secção 229.402 (item 402) do Regulamento S-K.

¹² Comissão de vencimentos ou comissão de fixação de remunerações.

estratégica da empresa, a melhor forma de remunerar, de forma sustentável, os membros da administração e da comissão executiva. A comissão de remunerações deve atuar de forma independente e imparcial, salvaguardando os interesses de todos os envolvidos.

Há também a possibilidade de os acionistas das empresas votarem em assembleia geral questões relacionadas com a fixação da política de remuneração dos executivos¹³. Este mecanismo de governo permite que os votantes participem ativamente no processo de definição das remunerações dos órgãos societários. Contudo, este tipo de auscultação é por vezes de carácter meramente consultivo, para legitimar as propostas da comissão de remunerações (Yermack & Shivdasani, 1998).

A política de remunerações e demais sistemas de incentivos deve acompanhar as práticas do mercado nacional e internacional, fundamentando-se nos princípios gerais definidos pelos acionistas. São exemplos disso o bom desempenho financeiro, a implementação de medidas que tenham em consideração a sustentabilidade ambiental, a concretização dos objetivos para os quais foram mandatados, o aumento de eficiência, a diminuição à exposição ao risco, entre outros. Devem ainda ser tidas em conta as funções para as quais o executivo foi contratado, a situação económico-financeira da empresa e o desafio proposto.

Outro princípio que deve ser salvaguardado pela comissão de remunerações é o de manter a empresa atrativa, tanto internamente como externamente, não se isolando do mercado. É indispensável assegurar condições de estabilidade e meritocracia, atraindo, motivando e retendo os melhores executivos.

O papel desta comissão tem sido alvo de um maior escrutínio público, muito devido ao aumento das remunerações executivas. Existe um amplo debate, que extravasa o âmbito deste trabalho, sobre a presença de membros dos órgãos sociais na comissão de remunerações¹⁴. Importa reter a importância e funções da comissão de remunerações no que concerne à definição do pacote remuneratório do CEO e que qualquer empresa que decide substituir o CEO tem em mãos dois grandes desafios: a correta seleção do candidato e a definição da sua remuneração.

¹³ Denominado por SOP - say on pay.

¹⁴ A título de exemplo no mercado português, o Código do Governo das Sociedades da CMVM recomenda a independência da totalidade dos membros da comissão de remunerações.

2.2. Remuneração Executiva

O valor das remunerações dos CEO manteve-se praticamente inalterável entre 1945¹⁵ e meados da década de 1970 (Frydman & Saks, 2010). No entanto, nos últimos 30 anos deu-se um rápido aumento das remunerações dos executivos (Frydman & Jenter, 2010). Este aumento significativo a partir dos anos 2000 despertou a atenção da sociedade, dando origem a um grande número de estudos.

Nos Estado Unidos, é amplamente aceite na literatura que a remuneração dos CEO de empresas cotadas em mercados norte-americanos é significativamente superior aos seus homólogos estrangeiros (Abowd & Bognanno, 1995) (Abowd & Kaplan, 1999) (Murphy K. , 1999). Além disso, a remuneração do CEO é frequentemente duas vezes superior à do ao segundo executivo, contendo também mais componentes afetadas pelo desempenho.

Uma considerável parte dos investigadores defende que o significativo aumento das remunerações está simplesmente relacionado com o fator externo de competitividade do mercado. Isto é, os valores praticados são reflexo de novas oportunidades contratuais que surgem naturalmente devido à procura de executivos; consequentemente os aumentos sucessivos da remuneração ocorrem como resposta às forças do mercado.

A política de remuneração adotada é um fator importante para a empresa, que naturalmente ajuda a filtrar o tipo de CEO que a empresa procura. A remuneração e respetivo sistema de incentivos são ferramentas utilizadas para alinhar os interesses entre os gestores (agentes) e os acionistas (principais). Contudo, não existe evidência empírica que demonstre que este é um mecanismo efetivo de resolução dos problemas de agência (Graefe-Anderson, 2014). Além disso, desenvolver um sistema de remunerações que assegure o alinhamento de interesses é complexo e moroso que pode comprometer o desempenho da empresa.

Uma empresa oferece um pacote remuneratório competitivo a fim de atrair, reter e motivar um CEO qualificado a gerir a empresa. A remuneração total auferida pelo CEO é superior, e por vezes exageradamente excessiva, à dos seus subordinados. O rácio entre a remuneração do CEO e a dos restantes executivos é questionável e pode ser um fator responsável por criar fricção entre todos os intervenientes da gestão de topo (Balsam, 2001).

¹⁵ Período correspondente ao final da Segunda Guerra Mundial.

Décadas de investigação empírica são resumidas pelo trabalho executado por Edmans et al. (2017), onde a literatura teórica e empírica sobre a remuneração dos executivos foi analisada (Edmans, Gabaix, & Jenter, 2017).

Componentes da Remuneração Executiva

Os custos e benefícios entre os participantes de uma empresa são afetados pelos contratos celebrados entre ambas as partes, que estipulam as condições sob as quais os mesmos vão desempenhar as suas funções, mediante uma retribuição.

A retribuição auferida pelo CEO pode ser segmentada em várias componentes: componente variável e fixa; remuneração monetária e remuneração de capital; remuneração de curto e longo prazo. O valor global auferido pelo executivo, proveniente do somatório das várias componentes do seu contrato, tem influência na contratação, na motivação e na retenção do CEO (Balsam, 2001). A relação entre as diferentes componentes não é estática no tempo, na empresa ou de acordo com o executivo em causa. A proporção entre a componente fixa e variável da remuneração é um assunto recorrente quando se trata de executar um novo contrato. Note-se que a percentagem de cada componente tem diferentes efeitos na motivação e risco do CEO bem como nos custos para a empresa (Balsam, 2001). Além disso, existe um risco que a que o executivo está sujeito, por regra relacionado com a parte variável da sua remuneração. As questões fiscais podem contribuir para que uma componente seja utilizada preferencialmente, de maneira a assegurar que o valor dos impostos seja o menor possível.

O foco quase em exclusivo nos valores desmedidos das remunerações executivas tem desviado as atenções de um dos potenciais dilemas que está relacionado com a forma como os executivos são pagos¹⁶, através das várias componentes (Jensen & Murphy, 1998). Um bom exemplo deste problema é o facto de as remunerações dos CEO dependerem excessivamente, e sem qualquer ‘travão’, do desempenho da empresa, o que resulta em valores excessivos que se têm tornado recorrentes.

¹⁶ It's not how much you pay, but how.

A estrutura do contrato remuneratório tem sofrido alteração ao longo do tempo. Destacam-se as cinco componentes mais comuns nas empresas cotadas em mercados norte-americanos: salário, prémios/bónus, ações, pensões e outros benefícios/incentivos.

Salário

A maior fatia da remuneração do CEO é referente ao salário, que tem vindo a aumentar nos últimos anos (Jensen & Murphy, 1998). O salário representa o valor fixo da remuneração, sendo muitas vezes visto como o valor garantido independentemente da conjuntura.

De ressaltar que, apesar de este valor ser fixo e não estar associado ao desempenho económico-financeiro, é comum que a remuneração do executivo possa ser revista com alguma periodicidade. Assim, esta componente está associada indiretamente ao desempenho do executivo na medida em que em períodos futuros este valor pode ser revisto mediante o bom ou mau desempenho do CEO (Balsam, 2001).

Prémios e Bónus

Os CEO recebem cerca de 50% do valor total do pacote remuneratório em forma de bónus (Jensen & Murphy, 1998), tendo um grande impacto no que o CEO auferir (Blackwell & Farrell, 1999). O bónus está por norma associado ao cumprimento de determinadas metas ou indexado ao desempenho empresarial.

O bónus pode ser individual ou coletivo e as métricas utilizadas podem ser tanto financeiras como não financeiras (Balsam, 2001). Caso o desempenho seja superior às metas estabelecidas pelos acionistas, o executivo terá acesso à componente variável definida ou uma percentagem da mesma, e vice-versa.

Ações

As opções de compra de ações têm um grande impacto no que o CEO auferir (Blackwell & Farrell, 1999). As ações¹⁷ são outra componente existente na maioria dos pacotes remunerativos do CEO de empresas públicas. O executivo tem a possibilidade de adquirir um número específico de ações da empresa a um valor pré-estabelecido, o preço de exercício, por um período fixo (Bryan, Hwang, & Lilien, 2000).

¹⁷ Stock-based compensation.

Pensões

As pensões são um tipo de incentivos a longo prazo que garante que após o executivo abandonar a empresa, existem uma série de pagamentos definidos no plano de reforma. Os valores das pensões podem ser definidos de diversas formas, como quantias fixas ou variáveis de acordo com a inflação (Balsam, 2001).

Benefícios e Incentivos adicionais

Por fim, os benefícios e incentivos, que são outro tipo de compensações indiretas que o executivo pode receber. A quantificação dos benefícios e incentivos cedidos ao CEO por vezes não é reportada, apesar de em alguns países ser necessária essa comunicação à entidade reguladora quando o valor excede determinada percentagem do valor total do salário e bónus. Nesta componente estão incluídos seguros de saúde, viaturas de serviços, aviões privados, hotéis, alimentação e outro tipo de benefícios (Balsam, 2001).

Determinantes da Remuneração Executiva

O aumento das remunerações executivas fez com que o estudo dos fatores que têm impacto na determinação da remuneração se tornasse um tema amplamente estudado. Na secção anterior as várias componentes da remuneração foram detalhadas, demonstrando que o pacote remuneratório de um CEO pode ser bastante complexo podendo as proporções das várias componentes e os respetivos valores variarem significativamente entre diferentes empresas e mercados.

Uma prática amplamente adotada para a determinação da remuneração do CEO consiste em analisar os valores praticados por empresas do mesmo setor de atividade, com uma dimensão semelhante e com a mesma localização geográfica (Martin, 1990). Porém, o autor não contempla no processo de ‘benchmarking’ os fatores internos, como o desempenho atual da empresa ou mesmo os objetivos estratégicos que os acionistas definiram.

Relativamente aos fatores que influenciam a remuneração do CEO, pode ser feita a divisão em três grandes grupos: fatores empresariais, fatores económicos e as características do CEO.

Fatores Empresariais

Nos fatores empresariais, podem-se destacar quatro variáveis principais: o desempenho da empresa, a sua dimensão, o modelo de governo e o tipo de operações.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Relativamente à dimensão, empresas maiores, empresas com um leque mais variado de operações ou empresas que operem no estrangeiro têm por norma um pacote remuneratório com maior complexidade.

Sobre o modelo de governo, a composição do conselho de administração, a dispersão da propriedade e tipo de acionista são preponderantes para a definição das várias componentes remuneratórias.

Em relação às operações da empresa, questões como o leque de operação da empresa, a sua volatilidade e complexidade são fatores que impactam o pacote remuneratório.

Um estudo realizado pelos autores Elsaid e Davidson (2009) analisou 508 sucessores durante 12 anos, demonstrando que a remuneração total dos novos CEO aumenta 69% em relação aos seus antecessores (Elsaid & Davidson, 2009); constatou que a estrutura da remuneração dos sucessores é fortemente influenciada pelos contratos dos antecessores.

Edmans et al. (2023) inquiriram os executivos e os investidores com o objetivo de perceber qual a sua visão sobre os objetivos, as restrições e os fatores determinantes da remuneração dos CEO (Edmans, Gabaix, & Jenter, 2017). Para os executivos, os acionistas são a principal fonte de constrangimentos, consequência de discordarem quanto à forma de maximizar o valor. De forma a evitar controvérsias, 67% dos CEO estariam dispostos a abdicar de valores cedidos aos acionistas para evitar tensões com os mesmos. Para os CEO, as remunerações praticadas são uma questão de equidade.

A relação entre a remuneração do CEO e o desempenho empresarial indica que a remuneração do CEO varia cerca de três dólares por cada alteração de 1000 dólares na riqueza entregue aos acionistas (Jensen & Murphy, 1990). O mesmo autor conclui que a remuneração dos CEO está positivamente relacionada com o desempenho da empresa, considerando variáveis como o retorno dado aos acionistas e o crescimento de vendas da empresa (Murphy K. J., 1985). Outro trabalho mais recente conclui que se fossem consideradas todas as componentes da remuneração do CEO, um acréscimo de 1000 dólares no valor da empresa correspondia a um aumento na remuneração total do CEO de apenas 2.59 dólares (Jensen & Murphy, 1998).

Gao et al. (2012) concluiu que os conselhos de administração utilizam uma estratégia de reduções salariais nos casos em que existe desempenho abaixo das expectativas. Este subterfúgio permite à administração justificar aos acionistas ajustes no pacote remuneratório devido ao reduzido

desempenho e ao mesmo tempo motivar o CEO a melhorar. Após esta redução, existe evidência empírica que demonstra melhorias no desempenho financeiro; isto acontece naturalmente porque o CEO empenha toda a sua capacidade para reverter o corte remuneratório (Gao, Harford, & Li, 2012).

Gilson e Vetsuypens (1993) defendem o mesmo. Na amostra da investigação feita entre 1981 e 1987, há evidência que de um modo geral, as empresas tendem a reestruturar os contratos dos CEO quando enfrentam graves dificuldades financeiras (Gilson & Vetsuypens, 1993). Nos períodos internos mais conturbados, não só a diminuição da remuneração se verifica, também a substituição do CEO acontece com maior frequência.

Os CEO que estão expostos a um risco profissional mais elevado auferem uma remuneração superior à dos CEO com riscos profissionais menores e uma situação mais estável (Peters & Wagner, 2014). Esta condição por uma remuneração mais elevada em períodos mais ‘agitados’ funciona como ‘compensação’ pelo elevado risco de perda de mandato e também pelo stress pessoal que advém de uma empresa em graves dificuldades financeiras (Jensen & Meckling, 1976). Quando a remuneração do CEO está associada ao desempenho da empresa, existe um risco superior do seu salário ficar abaixo das suas expectativas, podendo os executivos optar por uma remuneração menos arriscada. Porém, um CEO que tenha uma visão otimista sobre o desempenho futuro da empresa pode ser mais recetivo à remuneração baseada no desempenho.

A composição da comissão de remunerações pode influenciar a conceção do pacote remuneratório dos CEO. Os autores (Newman & Mozes, 1999) analisaram o impacto que a composição desta comissão tem na definição e práticas das remunerações dos CEO. Este trabalho permitiu perceber que a presença de insiders¹⁸ nesta comissão não se reflete numa remuneração superior para o CEO.

Fatores Económicos

Nos fatores económicos, destacam-se a conjuntura económica, a competitividade do mercado/setor e a oportunidade de crescimento. De realçar que existem remunerações que são indexadas ao desempenho do mercado (Balsam, 2001).

¹⁸ Toda e qualquer pessoa que tem interesse e acesso a informações relevantes podendo assim influenciar decisões tomadas dentro da empresa.

As empresas com maiores oportunidades de crescimento e um tipo de operações mais voláteis têm associados planos remuneratórios menos complexos (Albuquerque, Carter, Guo, & Lynch, 2022). Quando existe um cenário propenso a grandes oportunidades de crescimento, as empresas tendem a optar por incluir uma grande parte da remuneração em forma de capital, garantindo o alinhamento de interesses entre o CEO e os acionistas. No caso das empresas com operações mais instáveis ou com um risco elevado, a remuneração fixa tem um maior peso que a remuneração variável.

Um estudo realizado em 1995 concluiu que a remuneração dos CEO da área da banca se tornou mais sensível ao desempenho à medida que a gestão dos bancos se tornou menos regulamentada (Crawford, Ezzell, & Miles, 1995).

A remuneração dos executivos nas empresas cotadas em mercados norte-americanos é um tema bastante debatido por presumivelmente existir uma diferença entre os valores praticados comparativamente com os mercados fora dos Estados Unidos. Porém, uma investigação da remuneração de CEO, entre 2003 e 2008, de 14 países onde a divulgação das práticas de governo das empresas é obrigatória por lei, permitiu concluir que não existe uma diferença sistemática nos valores auferidos pelos CEO das empresas cotadas em mercados norte-americanos em relação aos seus homólogos estrangeiros. Esta tendência começou a convergir, em grande medida, no início dos anos 2000 (Fernandes, Ferreira, Matos, & Murphy, 2012).

Fatores relacionados com o CEO

Destacam-se as competências gerais e técnicas que o CEO possui, assim como a formação académica e especializações. A experiência em funções executivas e a respetiva duração dos contratos como CEO bem como o *know how* adquirido no setor de atividade. O tipo de saída também influencia a remuneração do executivo, podendo esta ser forçada pelo conselho de administração ou voluntária.

As competências gerais e específicas do CEO impactam na definição do pacote remuneratório. Fatores como o poder que o executivo tem no conselho de administração, a sua idade, o tempo de trabalho, e as suas habilitações têm influência.

Uma investigação feita por Custódio et al. (2013) analisou 1500 empresas durante o período de 1993 a 2007 e mostrando que os CEO generalistas têm um prémio salarial anual 19% superior ao dos CEO especializados (Custódio, Ferreira, & Matos, 2013).

Quando o poder de negociação do conselho de administração é grande, os sucessores têm uma maior proporção da sua remuneração associada ao risco e menor proporção de salário fixo. Quando o poder de negociação do CEO é forte, a proporção da remuneração variável é inferior à remuneração fixa (Elsaid & Davidson, 2009). Alterar a remuneração de um CEO com uma influência excessiva sobre o conselho de administração é mais difícil comparativamente a um CEO com baixo poder (Bebchuk & Fried, 2004).

Um estudo realizado em 2010 (Chang, Dasgupta, & Hilary, 2010) demonstrou que um CEO que sai de uma empresa e é recrutado para a mesma posição noutra empresa, aumenta a sua remuneração comparativamente ao executivo que o foi substituir.

Fee e Hadlock (2004) investigaram a substituição dos cinco executivos principais de 443 empresas entre 1993 e 1998. Os resultados demonstraram que os CEO quando entram novamente em funções de CEO após um longo período sem exercer o cargo, vão normalmente para empresas com volumes de negócios inferiores e auferem um valor significativamente inferior comparativamente ao contrato anterior (Fee & Hadlock, 2004)¹⁹.

O género do executivo é outro fator que é apontado como tendo influência na remuneração executiva. Frye e Pham (2018) numa análise entre 1996 e 2016 concluíram que o género feminino registou um aumento nas funções de CEO, sendo que em 1996 a percentagem era de 0.67% e em 2016 correspondia a 4,50% (Frye & Pham, 2018).

Adams et al. (2007) também forneceram informações sobre a presença do género feminino em funções executivas, nomeadamente referente às remunerações entre 1992 e 2004 (Adams, Gupta, Haughton, & Leeth, 2007). Esta investigação²⁰ permitiu perceber que o género feminino auferia uma remuneração inferior antes de serem CEO da empresa, porém, quando chegam a CEO a remuneração acaba por ser semelhante à do género masculino. Este padrão não é partilhado por outro trabalho que conclui que um CEO do género masculino auferia uma remuneração superior de 23% (Altonji & Blank, 1999).

¹⁹ Os mesmos autores concluíram que a probabilidade de um membro da comissão executiva deixar o cargo quando o CEO é substituído é elevada, em especial se o novo CEO for proveniente do mercado.

²⁰ Neste trabalho outras conclusões foram retiradas: atualmente o género feminino constitui metade dos alunos de licenciatura em gestão nos EUA e estão cada vez mais presentes nos programas executivos; o género feminino quando chega a CEO é tipicamente quatro anos mais nova, trabalhando frequentemente em empresas mais pequenas.

2.3. Substituição do CEO

A substituição e respetiva contratação de um novo CEO é um evento de importante relevância para a empresa (Huson, Parrino, & Starks, 2001), existindo uma mudança de liderança que pode ter impactos significativos para todos os envolvidos (Furtado & Karan, 1990).

Nos últimos anos temos vindo a assistir a um ligeiro aumento das substituições dos CEO (Kaplan & Minton, 2012). Na amostra de empresas pertencentes à Fortune 500²¹, entre 1992 e 2007, os CEO tinham um mandato médio de sete anos. Analisando períodos mais recentes, a partir do ano 2000, o mandato médio diminuiu para menos de seis anos.

Outro trabalho com uma amostra de 1400 empresas cotadas em mercados norte-americanos e 2505 CEO entre 1974 e 1988, concluiu que a duração média do contrato do CEO foi de aproximadamente dez anos (Jensen & Murphy, 1998).

Num estudo realizado por Struggles (2018), com dados de aproximadamente 3700 executivos, onde a duração média dos contratos celebrados se situava entre os sete e 11 anos, concluiu-se que 59% esteve no cargo até cinco anos, 24% entre seis e 10 anos, 9% entre 11 e 15 anos e somente 8% estiveram em funções mais de 16 anos (Struggles, 2018).

A análise de cerca de 4000 contratos de CEO permitiu detetar padrões entre o tempo restante do contrato do CEO e o evento de substituição. Este evento é mais suscetível de acontecer quando os contratos estão perto de terminar, sendo que o desempenho neste período tem uma ponderação superior na decisão da substituição. Um CEO com apenas um ano para o fim do seu contrato, tem uma probabilidade 73% superior de ser substituído, comparativamente com um CEO que esteja a desempenhar as suas funções há menos de um ano (Cziraki & Groen-Xu, 2020).

Segundo Furtado e Rozeff (1987), num dos primeiros estudos que mostram evidências do impacto no desempenho económico-financeiro da empresa após a substituição do CEO, existem quatro categorias de saída do CEO: demissão, reforma, morte ou despedimento (Furtado & Rozeff, 1987). Meng et al. segmentaram as causas de substituição do CEO em quatro grupos: fatores empresariais, substituições forçadas, voluntárias e naturais (Meng, Zeng, Tam, & Xu, 2013).

²¹ Lista anual publicada pela revista Fortune que classifica as 500 maiores empresas cotadas em mercados norte-americanos com base nas suas vendas.

Causas e Impactos da Substituição do CEO

Os comunicados de imprensa nem sempre reportam a real causa de saída do CEO de maneira a proteger a integridade da empresa e dos investidores, o que dificulta a tarefa de atribuir uma causa à mudança do CEO. Com base na literatura existente, há consenso em agregar as causas em três grandes fatores: fatores empresariais, fatores económicos e fatores relacionados com o CEO.

A mudança de CEO acarreta uma alteração de liderança²² que impacta o desempenho da empresa (Shen & Cannella, 2003). Através de uma amostra composta por 505 empresas cotadas no índice S&P500 entre 1992 e 2017, verificou-se que o evento de substituição do CEO tem influência na política de distribuição de dividendos. Há maior probabilidade de os valores dos dividendos serem de valor superior após a mudança do CEO (Barros, Guedes, Santos, & Sarmento, 2022).

Fatores Empresariais

A mudança da estrutura acionista e aquisições/fusões são as causas mais comuns da substituição do CEO no que respeita aos fatores relacionados com o governo da empresa (Meng, Zeng, Tam, & Xu, 2013) .

Há uma correlação negativa entre o facto de o CEO ser acionista e a probabilidade de substituição do executivo (Denis, Denis, & Sarin, 1997) (Stulz, 1988). Dahya et al. (1998) defendem que estas situações são propícias à redução do escrutínio e à passividade do conselho de administração (Dahya, Lonie, & Power, 1998).

Weisbach (1988) examinou os eventos de substituição do executivo, concluindo que a substituição do CEO está positivamente correlacionada com a composição do conselho de administração²³. Existe um maior número de alterações de CEO nas empresas onde a administração é dominada por membros não executivos²⁴ (Weisbach, 1988). Este padrão pode ser justificado pelo facto de membros não executivos serem pessoas mais afastadas do dia a dia da empresa, estando mais focadas na defesa dos interesses e direitos dos acionistas (Hillier, Linn, & McColgan, 2005).

O número de membros também influencia a substituição do CEO, uma vez que um conselho de administração com um número mais reduzido de pessoas permite mais facilmente tomar uma

²² Os CEO tendem a impor o seu próprio estilo de gestão.

²³ Também referido na literatura como independência do conselho de administração, quantificada através da proporção entre membros executivos - ‘insiders’ - e membros não executivos - ‘outsiders’.

²⁴ Outsider director é alguém que não tem influência o dia a dia da empresa, é independente.

decisão relativamente a um CEO com fraco desempenho (Jensen M. , 1993). Há evidência empírica que demonstra uma correlação negativa entre o tamanho do conselho de administração e a probabilidade de o CEO ser substituído (Yermack, 1996).

A reação dos acionistas ao plano de sucessão planeado²⁵ foi analisado por Shen e Cannella (2003), por preverem que era um fator com influência na riqueza dos acionistas²⁶. Este tipo de plano pressupõe uma passagem gradual e planeada de funções do CEO, sendo feita por norma durante um período alargado. Os resultados demonstram que quando a intenção de mudar de CEO é comunicada aos acionistas e o processo de transferência de funções começa, apesar de ser longo, estes não reagem. Porém, existe uma reação negativa quando o processo termina e o novo CEO entra em funções. Adicionalmente, verificou-se uma forte reação positiva dos acionistas quando o novo CEO é externo, e uma reação negativa quando este é proveniente do interior da empresa (Shen & Cannella, 2003).

A decisão de mudança do CEO, responsabilidade do conselho de administração, tem inevitavelmente consequências no futuro da empresa. Segundo Fama (1980), e à luz da teoria da agência, a substituição do CEO por mau desempenho é um mecanismo de controlo fundamental (Fama, 1980).

Fatores Económicos

Existem fatores exógenos que influenciam o desempenho da empresa, que inevitavelmente impactam o CEO e a sua substituição, mesmo que este não tenha qualquer controlo sobre a situação económica externa (Jenter & Kanaan, 2015).

Peters e Wagner (2014) defendem que a substituição do CEO não ocorre somente por causa do baixo desempenho ou pelas inadequadas capacidades do executivo. Os autores mencionam que as condições do mercado e setores de atividades que estejam a passar por períodos de maior incerteza²⁷ são um dos fatores decisivos para desencadear um evento de mudança do CEO (Peters & Wagner, 2014).

²⁵ Relay succession.

²⁶ Shareholder wealth.

²⁷ Após o choque tecnológico que existiu na década de 90 – dot com bubble ou dot com boom – o conjunto de características que determinado CEO possuía podiam não se adequar às necessidades que as características do setor estavam a exigir. Para as empresas se manterem competitivas e se adaptarem à nova realidade, foram forçadas a substituir os seus executivos (Eisfeldt & Kuhnen, 2013).

Jensen & Murphy (1998) argumentam que o próprio facto de o CEO ser despedido em resultado de um mau desempenho²⁸ acaba por ser uma ferramenta de alinhamento de interesses e um bom incentivo para o executivo ponderar cuidadosamente as consequências das suas ações. Segundo a perspetiva dos autores, um CEO despedido perde valor de mercado, tendo maior dificuldade em encontrar um novo trabalho e mesmo que encontre, a sua remuneração será inferior. Os executivos evitam despedimentos devido à grande visibilidade na praça pública que estes eventos têm na sua imagem (Jensen & Murphy, 1998).

De acordo com o estudo feito por Huson et al. (2001) os CEO com fraco desempenho têm mais probabilidades de ser substituídos, no entanto, as taxas de rescisão para os CEO que têm um desempenho inferior não são muito superiores às dos CEO que têm um desempenho superior (Huson, Parrino, & Starks, 2001). Eisfeldt e Kuhnen (2013) analisaram os eventos de substituição do CEO e concluíram que é mais provável que os CEO sejam forçados a sair se o desempenho estiver abaixo da média do setor de atividade (Eisfeldt & Kuhnen, 2013).

Para Gao et al (2012) a estratégia de reduções salariais quando subsiste um desempenho abaixo das expectativas permite à administração pressionar os CEO a sair, mascarando a saída forçada (Gao, Harford, & Li, 2012). O desempenho económico-financeiro das empresas melhora ligeiramente após a mudança do CEO, principalmente se a saída do executivo for forçada (Ramos, 2019).

Relativamente aos fatores empresariais, a literatura também refere que existem várias questões que impactam e causam a mudança do executivo principal. A duração do contrato tem vindo a diminuir em empresas sediadas no Reino Unido devido às reformas na área do governo de empresa que têm vindo a ser implementadas ao longo dos anos. Estes novos mecanismos, que incluem regras e recomendações, aumentam a transparência e o acesso à informação, bem como, inevitavelmente, o escrutínio público (Parkinson & Kelly, 1999).

²⁸ A empresa e os acionistas têm pouco a ganhar com um anúncio público da saída de um CEO devido ao fraco desempenho. Essa não tem sido a prática adotada pelas empresas do S&P500 quando ocorre um evento de substituição. São raros os comunicados de imprensa que reportam a causa de saída do executivo, sendo o mais comum uma pequena felicitação generalista pelo trabalho realizado. Isto acontece presumivelmente para proteger a integridade da empresa.

Fatores relacionados com o CEO

A par do baixo desempenho da empresa, a idade avançada do CEO é uma das causas principais para o substituir (Ramos, 2019).

O tempo em funções de CEO foi considerado por Morck et al. (1988) um indicador importante para a substituição. Segundo o autor, existe uma percepção generalizada dentro das empresas que têm CEO há muito tempo em funções, de que este é insubstituível (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988). Essa visão é corroborada empiricamente por Gregory-Smith, Thompson e Wright (2009) onde demonstram que a probabilidade de demissão de um CEO diminui a partir do quarto ano em funções (Gregory-Smith, Thompson, & Wright, 2009).

Estas situações levam a que exista um relaxamento no escrutínio do CEO – tanto dos acionistas como do conselho de administração –, sendo menos suscetível à substituição devido a desempenhos baixos. Esta é uma má prática de governo de empresas.

Tipos de Substituição do CEO

Considerando a substituição do CEO, é útil fazer distinção entre forçada, voluntária e natural. Esta segmentação é subjetiva, visto que é consequência da informação divulgada pela empresa²⁹. É frequente, principalmente em mudanças de CEO litigiosas, não serem divulgadas as reais causas para proteger a empresa. Consequentemente, qualquer classificação quanto ao tipo de saída do CEO é enviesada (Chen, Cheng, & Dai, 2013).

Substituição Forçada

Tem-se verificado ao longo do tempo um aumento do número de executivos que são forçados a sair da empresa, não concluindo o seu mandato (Huson, Parrino, & Starks, 2001). Estas substituições do CEO são inoportunas e causam perdas avultadas para os acionistas (Denis & Denis, 1995).

Quando a saída do CEO é forçada, no período imediatamente a seguir existe uma diminuição significativa do desempenho voltando aos níveis anteriores progressivamente. As saídas forçadas, que são pouco comuns, estão maioritariamente associadas a fatores externos, como pressões dos

²⁹ Há assimetria de informação que permite muitas vezes saber a real causa da saída do CEO por vias não oficiais da empresa.

acionistas, tentativas de aquisição, dificuldades financeiras e processos judiciais (Denis & Denis, 1995).

Parrino (1997) apresentou novos factos sobre o que afeta a substituição do CEO. Os contratos que terminam forçosamente são mais prováveis: i) nos sectores em que os indicadores de desempenho são claros e explícitos para os acionistas; e ii) em situações em que se despende pouco dinheiro para substituir um CEO sem grandes impactos para a empresa (Parrino, 1997).

Substituição Voluntária

A saída voluntária do CEO é a segunda causa das substituições dos executivos. Quando o CEO sai por livre vontade, as pequenas alterações de desempenho que existam são positivas (Denis & Denis, 1995). Dentro desta categoria também se encontram as renúncias de mandato por pressões políticas e saídas para assumir outras funções, tanto dentro como fora da empresa. A renúncia forçada é a razão que mais justifica a substituição do CEO (Denis & Denis, 1995).

Substituição Natural

A substituição natural pressupõe as saídas dos CEO que estão de alguma forma previstas e onde existe uma preparação mais atempada da sucessão. Exemplo desta situação são a reforma do CEO devido à idade avançada ou o normal término do mandato sem renovação prevista.

A reforma é a razão mais comum para a substituição executiva (Warner & Watts, 1988).

Fatores Determinantes do Novo CEO

Existem vários fatores que podem influenciar a escolha do novo CEO baseando-se em vários fatores, tais como a sua competência técnica e as capacidades de gestão e liderança. Estas não deixam de ser características difíceis de avaliar visto que o sucesso ou insucesso numa anterior empresa – que não depende em exclusivo do CEO – podem não se refletir na nova posição para que está a ser contratado.

Plano de Sucessão

A substituição do CEO é um evento significativo na empresa, sendo o fim e o início de um capítulo. Consequentemente, deve existir um plano para a substituição por um novo executivo. Este plano deve ser constantemente atualizado, sendo um processo interativo e intemporal, uma vez que pode ser uma substituição não prevista e que, se mal-executada, compromete o dia a dia da empresa.

Bower na investigação realizada em 2007 demonstra empiricamente que 60% das empresas não têm qualquer plano de sucessão do CEO, facto que é contra as boas práticas empresariais (Bower, 2007).

Quando existe a contratação um novo CEO, o conselho de administração tem a oportunidade de reestruturar o contrato, em especial o valor e a forma de remuneração relativamente ao desempenho. É um processo complexo, convergindo para o equilíbrio entre os diferentes interesses contratuamente representados.

A duração do contrato é um fator relevante nas negociações, tendo a maioria dos contratos de CEO uma longevidade de um a cinco anos, e um período médio de três anos (Cziraki & Groen-Xu, 2020).

Além disso, é presumível que o novo CEO tenha um menor poder de negociação junto do conselho de administração. Esta alteração possibilita o realinhamento dos interesses dos acionistas e eventuais correções, tendo impacto nas várias componentes remuneratórias. Os contratos são resultados de extensas negociações entre o conselho de administração e executivo e refletem a melhor proposta que ambos conseguem alcançar num ambiente laboral competitivo³⁰.

Há investigadores que se apoiam no poder do executivo para justificar os valores elevados das remunerações. O executivo tem ou vai ganhando influência sobre o conselho de administração, conseguindo ter impacto no aumento da remuneração auferida. Segundo esta lógica, um CEO cessante tem maior poder que o novo CEO e consequentemente tem uma maior remuneração que o seu substituto, visto ter maior poder de influência. Se a análise for feita tendo em consideração que o CEO novo é interno, esta teoria pode não ser suportada pela literatura uma vez que um executivo interno já tem uma relação existente com o conselho de administração e naturalmente tem maior capacidade de negociação.

No que concerne às capacidades intrínsecas do executivo, Rajgopal et al. (2006) determinaram empiricamente o talento do CEO com base no ROA ajustado ao setor de atividade, e a reputação do CEO utilizando como indicador a perceção e visibilidade na imprensa financeira. Os autores

³⁰ A compensação monetária não é tudo o que um CEO procura, nem tudo o que determinada empresa pode dar. Jensen & Murphy (1998) na sua investigação referem que os incentivos não monetários, por vezes difíceis de quantificar, também são um dos fatores para atrair executivos talentosos. Benefícios tais como o prestígio, o poder e a visibilidade que o cargo do CEO de grandes empresas confere.

concluíram que a remuneração do CEO está positivamente relacionada com o seu talento e reputação (Rajgopal, Shevlin, & Zamora, 2006).

Friedman (1991) refere que além das características técnicas fundamentais para conseguir exercer as funções executivas, as competências sociais, culturais e políticas são fator chave na hora de escolher o novo CEO (Friedman, 1991).

A conceção do contrato do executivo, em especial a parte relativa à remuneração executiva, pretende assegurar (Balsam, 2001): uma proposta remuneratória atrativa, incentivos que permitem aumentar o valor acionista, benefícios que cativem o CEO a permanecer na empresa e o menor custo para os acionistas. De ressaltar que uma proposta contratual pode ser apelativa para o executivo mediante as várias condições apresentadas, mas os incentivos não promoverem a maximização do valor dos acionistas. Note-se, por exemplo, um caso em que o valor total do plano remuneratório é pouco influenciado pelo desempenho económico-financeiro da empresa; nessa situação podem ocorrer várias situações que prejudicam o valor acionista, como diminuições³¹ ou encerramento de unidades de operações. Essa ação pode ter um impacto nulo ou muito reduzido no dia-a-dia da empresa, garantindo, no entanto, ao CEO a sua remuneração.

Fazer uma revisão à política de remunerações dos executivos durante o seu exercício, mediante a atualidade económica e a situação da empresa, não é uma prática comum. Quando o desempenho da empresa está acima do previsto, é pouco provável que exista vontade dos acionistas para atualizar a remuneração do CEO. No entanto, quando o conselho de administração entende que os interesses estão desalinhados, existe maior propensão para existirem modificações. Qualquer reestruturação salarial pode ser ineficiente, prejudicial para a empresa e criar conflitos entre o CEO e o conselho de administração.

Este trabalho pretende ser uma reflexão para compreender as causas que justifiquem que a remuneração de um novo executivo difira entre alguém proveniente do mercado comparativamente com alguém que ascende internamente. Assim sendo, perceber eventuais padrões relacionados com a substituição do CEO é pertinente.

³¹ O downsizing é um processo de reestruturação interno que permite à empresa reduzir o número de trabalhadores de acordo com as necessidades. Esta medida permite reduzir custos e aumentar a produtividade.

Hipótese 1: Quando existe uma mudança do CEO, o novo executivo auferirá uma remuneração superior, comparativamente ao anterior.

2.4. Seleção do CEO

Um CEO é um recurso humano sujeito a forças sociais e económicas únicas nas empresas, sendo que a sua correta seleção é fundamental (Kanter, 1984) (Lengnick-Hall & Lengnick-Hall, 1988). Quando confrontados com a realidade de um evento de substituição do CEO, todas as empresas têm de conseguir responder à mesma questão: Quem será o próximo CEO? Devemos promover alguém internamente ou contratar externamente no mercado?

O novo CEO é um reflexo da visão futura que o conselho de administração tem para a empresa, visto que a sua atuação vai influenciar a forma como a empresa alcança ou não os resultados pretendidos.

Uma investigação feita por Friedman e Singh (1989) identificou que a afiliação anterior do CEO era um fator das características do executivo que era crítico e devia ser investigado em detalhe (Friedman & Singh, 1989).

Os autores Kesner e Sebor (1994) alegam que o desempenho financeiro anterior influencia a decisão do conselho de administração relativamente à origem do CEO (Kesner & Sebor, 1994). Isto é, se os resultados não estiverem em linha com o pretendido pelos acionistas, o conselho de administração vai escolher alguém adaptado à fase crítica da empresa, e vice-versa.

Origem do CEO: interno vs externo

‘Porque é que algumas empresas contratam os seus executivos internamente enquanto outras procuram os melhores candidatos independentemente da sua filiação empresarial?’ (Friedman, 1991, p. 1).

Seguindo a abordagem de Friedman (1991), segmenta-se a origem do CEO em dois grupos: os internos e os externos. Um CEO interno é aquele que tem uma ligação contratual à empresa antes de ser nomeado CEO da mesma; contrariamente a um CEO externo, que é recrutado no mercado.

Escolha de um CEO interno

Um CEO proveniente do interior da empresa passa uma mensagem de estabilidade e continuidade nas políticas estratégicas, sendo mais facilmente um embaixador da empresa. Permite ainda conhecer bem os prós e contras da atividade da empresa.

Por ter crescido na empresa, estabeleceu relações internamente que podem contribuir para uma melhor aceitação dos seus pares por se enquadrarem com a visão e estilo de liderança da pessoa e já estarem acostumados à sua forma de trabalhar.

O desenvolvimento contínuo do talento interno é fundamental para conseguir assegurar resposta interna de candidatos com potencial. À partida, o facto de o CEO substituto ser proveniente do interior da empresa, faz com que o conselho de administração conheça melhor quem é a pessoa, as suas características e capacidades, reflexo do seu comportamento ao longo do tempo na empresa (Agrawal, Knoeber, & Tsoulouhas, 2006). Os custos diretos³² e indiretos³³ associados à mudança são menores, existindo menos perturbação na implementação da estratégia (Zajac, 1990).

A seleção de um CEO interno pode ainda ser vista como um fator motivacional para os restantes trabalhadores, visto que percebem que é possível subir na hierarquia caso as suas capacidades e competências estejam em linha com aquilo que se pretende de um executivo.

Bower (2007) defende que as empresas devem desenvolver internamente um grupo de potenciais candidatos para assumirem o papel de CEO. Esta aposta interna justifica-se pela importância que assume o facto de alguém interno estar imbuído da história e cultura da empresa. De acordo com a análise empírica efetuada, este processo de preparação acaba por representar um grande desafio e investimento para a empresa, razão pela qual muitas não o fazem. É ainda um processo de formação que demora tempo, por vezes mais de uma década (Bower, 2007).

De notar que as empresas têm por norma um plano alternativo caso exista uma substituição forçada ou voluntária do CEO, sendo bastante útil quando a saída do executivo acontece inesperadamente. Essa opção passa muitas vezes por um CEO interino, permitindo à empresa dar continuidade à sua estratégia sem grandes perturbações.

³² Custos monetários associados ao processo de recrutamento do novo CEO, sendo interno, acabam por ser inferiores.

³³ Questões relacionadas com a adaptação e socialização do CEO à realidade das novas funções; sendo interno, este processo acontece mais rapidamente e com menos esforço.

Quando o desempenho está alinhado com as perspectivas dos acionistas, de forma a manter uma continuidade e ser menos disruptivo, um CEO interno tem maiores hipóteses de ser escolhido (Kesner & Sebor, 1994).

Existe uma maior probabilidade de as empresas adotarem um sistema de promoção interno³⁴ nas empresas de grandes dimensões e com um histórico de bom desempenho (Friedman, 1991). Uma empresa maior tem automaticamente mais oportunidades, permitindo aos internos desenvolverem as suas competências nas passagens pelos vários cargos, subindo hierarquicamente, chegando eventualmente a CEO (Pfeffer & Cohen, 1984). Estas empresas de grandes dimensões, ao disporem de um elevado número de trabalhadores em diversas áreas, têm consequentemente mais indivíduos que podem ser recrutados internamente para o cargo de CEO, comparativamente com uma empresa pequena (Dalton & Kesner, 1983).

Um dos primeiros trabalhos que avaliou a origem do CEO foi o de Borokhovich et al. (1996). Esta investigação, feita com uma amostra entre 1970 e 1988, deu um contributo para o tema da origem do CEO, demonstrando que 81% dos novos executivos eram internos (Borokhovich, Parrino, & Trapani, 1996).

Agrawal et al. (2006) avaliaram uma amostra com mais de 1000 observações de grandes empresas cotadas em mercados norte-americanos durante o período entre 1974 e 1995, concluindo que cerca de 80% dos novos CEO são internos (Agrawal, Knoeber, & Tsoulouhas, 2006).

Cremers e Grinstein (2014) concluíram que aproximadamente 70% dos novos CEO são internos, numa análise de 1827 executivos de empresas pertencentes ao índice S&P1500 entre 1993 e 2005 (Cremers & Grinstein, 2014).

Zhang e Rajagopalan (2003), após a investigação feita onde 220 eventos de substituição foram avaliados, concluíram que 61% dos CEO das empresas cotadas em mercados norte-americanos são internos entre 1993 e 1998 (Zhang & Rajagopalan, 2003).

Fee e Hadlock (2003) analisaram entre 1990 e 1998 1200 mudanças de CEO. O trabalho, que teve como foco as empresas cotadas em mercados norte-americanos, permitiu detetar que 73% dos novos CEO eram internos à empresa (Fee & Hadlock, 2003).

³⁴IPS – internal promotion system.

Huson et al. (2001) provaram empiricamente que após um evento de mudança de CEO, 81% dos novos executivos são internos. A amostra contemplou 1316 CEO pertencentes à lista da Forbes entre os anos de 1971 e 1994 (Huson, Parrino, & Starks, 2001). Um estudo anterior com características idênticas demonstrou que 85% dos CEO eram internos (Parrino, 1997).

Cziraki e Jenter (2020) investigaram o mercado dos CEO de grandes empresas cotadas em mercados norte-americanos entre 1992 a 2013. Este trabalho permitiu concluir que cerca de 80% dos novos CEO são do interior da empresa (Cziraki & Jenter, 2020).

Denis e Denis (1995) fizeram a mesma análise mas num período antecedente – 1985 a 1988 – e concluíram que cerca de 88% dos CEO eram recrutados externamente (Denis & Denis, 1995).

Outra investigação num período equivalente - entre 1981 e 1987 - onde a amostra era composta por 77 empresas públicas, os CEO internos representaram 40% das novas contratações (Gilson & Vetsuypens, 1993). Porém, este trabalho tem uma abordagem relativamente à barreira entre externo e interno diferente dos restantes, uma vez que os autores consideraram um CEO externo alguém que tenha ligação à empresa há menos de três anos³⁵.

Resumindo, e com base nas investigações anteriormente apresentadas, existe prevalência pela contratação de um CEO interno, representando em média, cerca de 78%.

Escolha de um CEO externo

É possível verificar que existe um aumento de sucessões executivas de pessoas provenientes do exterior da empresa, comparativamente com as pessoas internas (Huson, Parrino, & Starks, 2001). Cerca de 3% dos novos CEO de empresas do índice S&P500 são recrutados diretamente de outras empresas onde também eram CEO (Cziraki & Jenter, 2017).

Doeringer e Piore (1971) referem que a escolha de um candidato externo pressupõe um menor conhecimento das características e capacidades da pessoa, comparativamente com alguém interno, visto que o acesso à informação sobre o mesmo é mais reduzida (Doeringer & Piore, 1971).

Um executivo externo muda mais rapidamente a política de gestão da empresa adotada pelo CEO anterior, por comparação com um executivo interno (Borokhovich, Parrino, & Trapani, 1996). Evidências empíricas deste estudo demonstram que, após a substituição do CEO por um externo,

³⁵ para ser considerado interno presumia que o CEO tinha crescido e sido formado, em parte, na empresa; para garantir essa condição, Gilson e Vetsuypens (1993) definiram como critério ter uma ligação contratual de pelo menos três anos

existe um padrão de aumentos de rentabilidade três vezes superior se comparado com um CEO interno.

Murphy e Zabochnik (2007) na sua investigação contemplaram uma análise de origem do CEO entre os anos de 1970 e 2005, divididos em quatro períodos, concluindo que existe uma evolução do número de CEO recrutados externamente. Dos 2783 eventos de substituição do CEO que aconteceram em 1323 empresas cotadas em mercados norte-americanos, a percentagem de CEO externos foi 15% (1970-1979), 17% (1980-1989), 26.5% (1990-1999) e 32.7% (2000-2005) (Murphy & Zabochnik, 2007).

Uma empresa onde o desempenho seja abaixo das expectativas, contrata mais rapidamente um CEO proveniente do mercado, de maneira a criar uma rutura com a situação atual, destabilizando o status-quo (Kesner & Sebor, 1994). Esta perspetiva também é partilhada por outra investigação que associa a escolha de um CEO externo a uma intenção de implementar mudanças que permitam alterar o rumo da empresa (Zhu & Shen, 2016).

Em sùmula, a média dos executivos externos, com base nas investigações apresentadas relativamente ao CEO interno, é de aproximadamente 23%, provando que as empresas optam por um executivo interno.

Impacto na remuneração

Terá ou não impacto na remuneração do CEO a sua origem? Sendo interno, recebe mais ou menos comparativamente com um executivo que é recrutado externamente? Essa é a grande questão que este trabalho pretende responder.

Os trabalhos realizados na área do governo da empresa relacionados com o CEO e a sua remuneração estão muito direcionados para fatores como o desempenho, o modelo de governo, o setor de atividade, o tipo de substituição, o poder dos acionistas, entre outros fatores. Todas essas variáveis são relevantes, contribuindo para a perceção de padrões existentes nas práticas empresariais, principalmente nas empresas cotadas em mercados norte-americanos. São escassos os trabalhos que contemplam a origem do CEO como variável de interesse na remuneração do CEO após um evento de substituição.

A mudança de CEO possibilita ao conselho de administração uma oportunidade de reestruturação do pacote remuneratório (Zhang, 2008), repensando e reforçando os mecanismos de alinhamento

de interesses entre o agente e o principal (Blackwell & Farrell, 1999). A remuneração é uma das ferramentas de incentivos utilizada para alinhar os objetivos entre todos os intervenientes, com foco na propriedade e na gestão, mas não esquecendo os *stakeholders*³⁶.

Através da análise de mudanças de CEO em 452 empresas cotadas em mercados norte-americanos entre 1984 e 1991 conclui-se que as políticas de remuneração dos CEO desempenham um papel preponderante na retenção de executivos; a probabilidade de substituição do CEO reduz-se quando são praticadas remunerações mais elevadas (Mehran & Yermack, 1997).

Os trabalhos realizados pelos autores concluem que um CEO proveniente do exterior da empresa recebe mais (Murphy K. , 2002). As tendências de longo prazo dos CEO no mercado de trabalho foram analisadas através de uma amostra com mais de 1000 empresas cotadas em mercados norte-americanos, durante 1970 a 2005. Neste estudo ficou mais uma vez patente a discrepância nas remunerações de acordo com a proveniência do CEO, sendo que um externo auferia cerca 15% mais (Murphy & Zabochnik, 2007).

Um trabalho feito em 2009 (Elsaid & Davidson, 2009) estudou pacotes de remuneração dos CEO sucessores, comparativamente com os seus antecessores, durante um período de 12 anos. Foram analisadas 508 substituições de CEO em empresas com modelo anglo-saxónico, o que permitiu verificar que a remuneração total dos CEO sucessores aumentou 69% em relação ao seu antecessor, detetando um padrão de influência dos contratos anteriores.

Deckop (1988) concluiu, após a análise da remuneração do executivo principal de 120 empresas presentes em 12 indústrias, que os CEO recrutados externamente auferiram significativamente mais do que os CEO que ascendiam internamente entre o ano de 1977 e 1981 (Deckop, 1988).

Elsaid et al. (2011) através da sua investigação com uma amostra de 99 empresas, provaram que os CEO entre 1992 e 2003 que eram provenientes do exterior das empresas auferiam um valor de remuneração total superior comparativamente com os CEO internos (Elsaid, Davidson, & Wang, 2011).

Gilson e Vetsuypens (1993), após a análise de 77 empresas públicas numa amostra entre 1981 e 1987, concluíram que os novos CEO que faziam parte da comissão executiva anterior noutras funções, recebiam, na generalidade, menos 35% do que o CEO substituído (Gilson & Vetsuypens,

³⁶ Grupo de interesse que tem impacto direto e/ou indireto nos projetos da empresa.

1993). Além disso, os que não tinham qualquer ligação, ou seja, externos, recebiam mais 36% relativamente ao CEO anterior.

Palomino e Peyrache (2013) demonstraram empiricamente que os resultados são coerentes com outros estudos apresentados – os CEO contratados externamente auferem mais do que os contratados internamente (Palomino & Peyrache, 2013).

Graefe-Anderson (2014) investigou o impacto que a substituição do CEO tem na sua remuneração em empresas cotadas em mercados norte-americanos. A amostra era composta por um total de 1232 eventos de substituição durante os anos de 1993 a 2006. Foram analisadas as várias componentes da remuneração dos CEO³⁷. Existem evidências empíricas relevantes para esta investigação que podem ser retiradas. Os novos CEO auferem uma remuneração igual ou superior à do CEO anterior. No caso do novo CEO ser externo, este recebe relativamente mais do que o seu antecessor (Graefe-Anderson, 2014). Quando existe uma substituição forçada, a remuneração do novo CEO permanece idêntica. Quando o CEO sai voluntariamente, o novo CEO passa a auferir um valor superior (Graefe-Anderson, 2014).

As descobertas referem que existe uma diferença positiva na remuneração total do executivo externo comparativamente com um executivo proveniente do interior da empresa (Graefe-Anderson, 2014).

Dumaine (1990) refere que os CEO externos são muito procurados em determinadas situações críticas da empresa³⁸ por terem capacidades técnicas e conhecimento para mudarem o rumo da empresa, e consequentemente auferem uma remuneração superior (Dumaine, 1990).

Por essa lógica, quem é contratado no mercado recebe mais que alguém proveniente do interior da empresa visto já estarem no mercado, serem conhecidos e já terem provas dadas. Adicionalmente, quem é promovido internamente é alguém que só é conhecido dentro da empresa e consequentemente é menos conhecido no mercado.

³⁷ Componentes da remuneração do CEO investigadas: cash pay (salary and bonus), total compensation (total of salary, bonus, Black–Scholes value stock options granted, restricted stock, payouts from long-term plans, and benefits), pay-for-performance sensitivities, and ‘excess pay’ (Graefe-Anderson, 2014).

³⁸ Conceito de turnaround é quando uma empresa está num período de dificuldades sistemático e adota estratégias de recuperação concebidas para salvar o negócio da espiral negativa.

Hipótese 2: Quando existe uma mudança de CEO, o novo executivo, se for externo, auferirá uma remuneração superior àquela que receberia se fosse proveniente do interior da empresa.

2.5. O Problema de Agência

O conflito agente-principal é um dos tópicos mais escrutinados na área de governo da empresa, muito por causa da separação entre propriedade e gestão (Fama, 1980). A teoria de agência é a base teórica que trata a relação entre o agente - CEO - e os acionistas - focando-se no conflito de interesses entre estes (Berle & Means, 1932).

Esta teoria é sobretudo sobre o alinhamento de interesses entre o agente e os acionistas, não sobre a remuneração em condições de mercado. Porém, qualquer discussão sobre a remuneração dos CEO deve ter como pano de fundo o problema fundamental da relação entre agente e principal.

Reconhece-se que o agente tem a capacidade de tomar decisões em benefício do seu próprio interesse³⁹ e que a separação entre gestão e os acionistas pode levar a conflitos, consequência dos objetivos divergentes entre os diversos intervenientes. O objetivo dos acionistas, que detêm o controlo da sociedade, é que a empresa crie valor, maximizando a sua riqueza. Os executivos, que são responsáveis por gerir o dia-a-dia da empresa, em última análise, têm como objetivo final o seu interesse próprio.

Esta divisão tem ocorrido cada vez mais devido ao normal desenvolvimento das empresas e da evolução da economia, mas em especial por duas razões: i) indivíduos que têm capital, mas não têm o conhecimento técnico, disponibilidade ou vontade para concretizar o projeto; ou ii) indivíduos sem capital, mas que tem o conhecimento.

Existe o risco de agência quando o controlo dos recursos financeiros que devem satisfazer os direitos de uma parte é delegado em outra parte contratual ou em terceiros (Jensen & Meckling, 1976). Estes custos de agência⁴⁰ estão intimamente ligados ao fenómeno da separação, assentando fundamentalmente na potencial ausência de sintonia e prossecução dos interesses entre os

³⁹ Self interest representa o principal motivo para a tensão existente entre acionistas e gestores; esta relação depende da utilidade própria e de interesses 'egoístas'.

⁴⁰ Tais como os custos de monitorização que os acionistas têm de suportar para controlar os gestores (exemplo: auditorias) ou o custo de fidelização dos gestores, ao não mudarem de empresa para manter a sua credibilidade (custo oportunidade pois poderiam auferir valores superiores no mercado).

acionistas e o gestor. Associado a este fenómeno existe assimetria de informação⁴¹, permitindo aos gestores terem acesso a informação privilegiada.

Os mecanismos de controlo são cruciais, contudo dispendiosos e não garantem o alinhamento perfeito entre as duas forças (Shleifer & Vishny, 1997). Estudos indicam que um conselho de administração dominado por membros não executivos proporciona uma supervisão mais eficaz da gestão (Wang, 2014).

Existem duas abordagens diferentes para lidar com os problemas enunciados pela teoria da agência: a visão dos acionistas e a visão dos gestores.

Abordagem dos Acionistas - Contratação Ótima

Quando os CEO não seguem estratégias de maximização da riqueza dos acionistas, ocorrem custos de agência. De maneira a minimizar estes custos, os conselhos de administração utilizam a remuneração e outros sistemas de incentivos de maneira a alinhar interesses e consequentemente maximizar o valor para os acionistas. Segundo esta abordagem, uma contratação ótima é aquela que minimizar os custos de agência.

Esta visão clássica foi a primeira que surgiu como resposta ao problema de agência, assumindo que o pacote remuneratório e sistema de incentivos do CEO é a solução para o alinhamento de interesses. De acordo com a abordagem seguida pelos acionistas⁴² - contratação ótima⁴³, assume-se que os contratos estabelecidos, determinados pelos acionistas ou pelos administradores por eles mandatados, visam maximizar o valor do acionista através de um contrato ótimo entre agente e principal. O conselho de administração atua assim como uma restrição à capacidade do CEO se desviar da maximização do valor para os acionistas.

Esta teoria presume que os contratos existentes entre o agente e o principal são ótimos, refletindo o valor do executivo no mercado, evitando que o mesmo saia, e alinhado os seus interesses com os interesses dos acionistas: a maximização dos seus lucros. Significa que aquilo que o CEO auferir é nem mais nem menos do que o valor real da sua remuneração e a empresa despende o montante ideal, não gastando nem mais nem menos do que o necessário.

⁴¹ A assimetria de informação é responsável por dois fenómenos: risco moral e seleção adversa.

⁴² Shareholder value view.

⁴³ Optimal contracting theory ou efficient contracting theory.

Porém, os CEO podem ter determinado poder sobre o conselho de administração, o que permite ter influência sobre um vasto leque de assuntos, incluindo o seu plano remuneratório. Por esta lógica, o contrato estabelecido entre o executivo e a empresa pode não ser ótimo e consequentemente, os interesses dos acionistas podem não estar a ser salvaguardados e o CEO pode estar a auferir um valor superior àquele que estaria se o contrato fosse ótimo, visto ter um poder excessivo no processo negocial da remuneração (Weisbach, 2007). No entanto, nada garante que remunerações elevadas e um sistema de incentivos que vão ao encontro das expectativas do executivo maximizem o valor para os acionistas.

Esta teoria não se isola dos fatores extrínsecos, considerando o mercado eficiente onde a procura de talento é valorizada. Consequentemente, a remuneração é um reflexo de um mercado eficiente e competitivo, onde o talento e a capacidade de gestão são requisitos procurados por todas as empresas. Os valores praticados são um resultado da leitura que os acionistas fazem das capacidades que o CEO possui para maximizar o valor da empresa. Assim sendo, um executivo auferir tanto mais remuneração quanto mais valor conseguir entregar ao acionista.

Possíveis aumentos na remuneração refletem os ajustes necessários para manter o contrato atrativo para o CEO (Graefe-Anderson, 2014), visto que a sua capacidade na generalidade aumentou, consequência de estar há mais tempo no cargo. Caso contrário, este pode querer alterar as suas funções ou mesmo ser recrutado pelo mercado. Outra razão passa pelo aumento da dificuldade do papel do executivo na gestão da empresa, e naturalmente a sua remuneração reflete essa complexidade.

Esta teoria revela alguma fragilidade uma vez que o desempenho da empresa, que maximiza o valor do acionista, não está exclusivamente ligado à capacidade do executivo, mas também a fatores extrínsecos, como o ciclo económico e o tipo de setor. Além disso, na prática, é difícil conseguir ter um contrato ótimo porque existem duas forças contrárias que pretendem tirar o maior partido do contrato celebrado. Um estudo feito por Core et al. (2001) tentou perceber as práticas remuneratórias à luz da abordagem dos acionistas e concluiu que existem fatores como o contexto empresarial, os objetivos dos acionistas e as características dos CEO que têm um grande impacto na remuneração executiva (Core, Guay, & Larcker, 2003).

Abordagem dos Agentes - Poder de Gestão

A abordagem do poder de gestão⁴⁴ surge como alternativa à visão da contratação ótima, visto ser difícil garantir um alinhamento perfeito entre o principal e o agente. Adicionalmente, os aumentos nas remunerações executivas não se conseguiam explicar considerando sistematicamente uma contratação ótima.

Esta nova visão centra-se na capacidade que o CEO tem de influenciar a definição da sua remuneração e o respetivo sistema de incentivos (Bebchuk, Fried, & Walker, 2002). À luz desta abordagem, a remuneração executiva é vista como instrumento para minimizar os problemas entre agente e principal, mas também como geradora de custos de agência.

Assume-se que os CEO têm a capacidade de exercer pressão junto do conselho de administração de forma a influenciar a sua remuneração e consequentemente auferir um valor superior ao que era presumível em condições em que não tivessem essa capacidade.

Esta teoria tem uma forte ligação à teoria da extração de renda uma vez que o CEO só consegue extrair uma renda superior àquela que é justa e competitiva com o mercado, se tiver um excessivo poder sobre quem toma as decisões.

Extração de Rendas

A teoria da extração de rendas⁴⁵ contrasta com a teoria dos acionistas. Apoia-se no facto de os executivos terem um poder excessivo de forma a conseguirem influenciar o seu pacote remuneratório e consequentemente extraírem rendas excessivamente elevadas. Segundo esta teoria, os acionistas pouco ou nada influenciam a determinação da remuneração do CEO. Os responsáveis pela definição do pacote remuneratório são o conselho de administração e a comissão de remunerações (Edmans, Gabaix, & Jenter, 2017). Isto significa que quanto maior o poder do CEO sobre o conselho de administração, maior é a probabilidade de auferir um valor do pacote remuneratório superior (Graefe-Anderson, 2014) (Bertrand & Mullainathan, 2001).

Apesar de esta teoria não dar um contributo específico relativamente à substituição do CEO, mantém-se válida visto que qualquer novo CEO pode extrair rendas excessivas, bastando para isso ter um elevado poder sobre quem decide.

⁴⁴ Managerial discretion view/managerial power theory.

⁴⁵ Managerial rent extraction view.

Esta teoria é criticada por não conseguir explicar o grande aumento da remuneração dos CEO a que se tem vindo a assistir. Analisando o aumento das remunerações à luz da teoria da extração de renda, significa que o aumento da remuneração do CEO é consequência de um poder sobre a governação da empresa. Porém, são vários os indicadores que demonstram o contrário, defendendo que o governo das empresas tem sido reforçado tecnicamente (Hermalin, 2005) (Kaplan, 2008).

Esta teoria pode suportar o facto de os executivos auferirem um valor superior àquele que salvaguarda os interesses dos acionistas e justificar o crescente aumento de remunerações a que se tem assistido na última década. A grande complexidade do plano remuneratório do CEO limita a capacidade de os investidores detetarem que estão perante um caso de um pagamento superior ao que o executivo devia auferir, permitindo que o gestor tenha a oportunidade de ocultar pagamentos excessivos. Um estudo realizado pelos autores (Bebchuk, Fried, & Walker, 2001) concluiu que a extração de renda em empresas cotadas em mercados norte-americanos tem uma presença significativa e deve ser um tópico a ser tido em consideração no mundo empresarial e em eventuais regulamentações. Outros estudos⁴⁶ suportam que os executivos auferem uma remuneração superior ao suposto, existindo inconsistências com a literatura, por exemplo entre a remuneração e o desempenho da empresa.

Uma das formas de limitar a extração de rendas é aumentar o escrutínio, disponibilizando relatórios onde o tema da remuneração do CEO seja transparente.

Os CEO com elevado poder sobre o conselho de administração tendem a manter-se mais tempo no cargo, mesmo quando o desempenho diminui, devido à sua capacidade de influência (Fredrickson, Hambrick, & Baumrin, 1988). Assim conseguem proteger as suas posições e evitar uma possível substituição, responsabilizando e/ou despedindo outros executivos com elevada facilidade (Boeker, 1992).

Esta é uma das razões que justifica os pagamentos excessivos dos planos remuneratório dos executivos a que se têm assistido nos últimos tempos. O CEO tenta que o seu nível de remuneração seja o mais alto possível, sendo o limite superior determinado pelas perceções do público. Os custos de ultraje⁴⁷ são os custos de uma reacção do pública relativamente à remuneração excessiva, que os

⁴⁶ Ver Fama (1980), Abowd and Kaplan (1999), Murphy (1999), Core and Guay (1999), Himmelberg et al. (1999), Core et al. (2005); Rajgopal et al. (2006), Oyer (2004), Himmelberg and Hubbard (2000); Murphy and Zabochnik (2007)

⁴⁷ Outrage costs.

CEO tendem a evitar. A divulgação pública dos pacotes remuneratórios dos executivos pode ter um duplo efeito. Por um lado, esse reporte tem um efeito negativo para os CEO que auferem mais do que a remuneração média, sendo confrontados pelos acionistas com uma diminuição. Por outro lado, o grupo de CEO que auferem um valor inferior à média, tende a ter os seus níveis de remuneração aumentados após um processo de comparação (Dierynck & Renders, 2014).

2.6. Mercado vs Recursos Internos

A forma como os recursos são vistos pela teoria dos mercados e pela teoria dos recursos é distinta. Estas duas ‘escolas de pensamento’ defendem a adoção de estratégias distintas para ganhar vantagem competitiva. A teoria dos mercados defende que a capacidade competitiva está de alguma forma dependente do ambiente externo da empresa. A teoria dos recursos foca-se no desenvolvimento de capacidades no âmbito interno.

Teoria dos Mercados

A teoria dos mercados⁴⁸ inicialmente desenvolvida por Bain (1950)⁴⁹, enfatiza o papel do mercado no desenvolvimento da estratégia da empresa (Bain, 1951) . Esta perspetiva defende o mercado como fonte de uma vantagem competitiva, defendendo que barreiras à entrada, número de empresas no setor e a elasticidade da procura são fatores chave para a promoção de competitividade nas empresas.

Os críticos desta visão argumentam que a esta atuação deixa o interior da empresa ‘vazio’, fazendo com que o desenvolvimento interno não aconteça. As remunerações devem ser tanto maiores quanto maior capacidade produtiva este tiver e, conseqüentemente, um maior desempenho empresarial.

Teoria dos Recursos

A teoria dos recursos⁵⁰ de Barney (1991) propõe uma visão alternativa à teoria do mercado, considerando os recursos e capacidades internas como um fator estrutural para ter vantagem

⁴⁸ Market based view (MBV).

⁴⁹ Structure conduct performance paradigm (SCP).

⁵⁰ Resource based view (RBV).

competitiva. Entende-se por recurso, seja ele tangível ou intangível, tudo o que possa ser considerado como um ponto forte ou fraco. Estes pontos internos, que são distintos de empresa para empresa, influenciam a capacidade de a empresa competir no mercado (Wernerfelt, 1984).

Um dos artigos mais influentes que explora esta teoria é o de Wernerfelt (1984), ao explorar a utilidade de analisar as empresas na perspectiva dos seus recursos e não do produto (Wernerfelt, 1984). Surge a ideia de considerar as empresas como um conjunto vasto de recursos, defendendo que as empresas tendem a desenvolver os seus recursos internamente. Cria-se assim vantagem competitiva se o potencial interno for utilizado, ao invés de ir adquirir esses recursos necessários ao mercado. Para isso acontecer é fundamental que as capacidades internas sejam continuamente exploradas, de forma a criar valor, e não perdendo esses recursos para o mercado.

Além das teorias apresentadas, existem outras teorias⁵¹ em relação ao pacote remuneratório dos executivos (Balsam, 2001).

⁵¹ Para mais informações relativas a outras teorias ver capítulo 1.3 do Livro (Balsam, 2002).

3. Estudo Empírico

Este trabalho pretende aferir qual o impacto que a origem do CEO tem na remuneração auferida após um evento de substituição. O presente capítulo começa com a apresentação do modelo e o conjunto de variáveis utilizadas. Na secção seguinte é feita uma caracterização da amostra e dados obtidos. Segue-se a apresentação e discussão de resultados.

3.1. Metodologia, Modelo e Variáveis

Nesta secção são especificadas as variáveis seleccionadas que são determinantes para a análise pretendida, a respetiva relação funcional e o modelo adotado. De forma a quantificar o impacto que um evento de substituição de CEO tem na remuneração (Hipótese 1) e a influência que a origem do CEO tem na remuneração (Hipótese 2), foram desenvolvidos modelos econométricos para aferir a potencial relação entre as variáveis.

Variável Dependente

A remuneração total do CEO representada pela variável TOTAL_SEC⁵² é a variável dependente do modelo em estudo. O pacote remuneratório de um CEO pode ser bastante complexo, tendo várias componentes, como foi demonstrado na secção 2.2. Neste estudo, uma vez que o foco é o impacto da origem do CEO na remuneração, foi considerada a remuneração total reportada à SEC⁵³.

Esta variável serviu de inspiração para outros estudos relacionados com a remuneração dos executivos onde se pretendia captar a remuneração total auferida pelo CEO (Kronlund & Sandy, 2018) (Hadley, 2015) (Frydman, 2009).

Variável de Interesse

A origem do CEO é captada pela variável CEO_ORG. Para a definição e quantificação da presença da característica foi seguida a abordagem de outros trabalhos. Um membro da comissão executiva ou do conselho de administração que é nomeado CEO é considerado interno (Dalton & Kesner,

⁵² A soma das variáveis SALARY, BONUS, STOCK_AWARDS, OPTION_AWARDS, NONEQ_INCENT, PENSION_CHG, and OTHCOMP.

⁵³ U.S. Securities and Exchange Commission.

1985). Uma sucessão interna pressupõe alguém que é promovido internamente; todas as outras situações são consideradas sucessões externas (Helmich, 1974) (Friedman, 1991).

Trata-se de uma variável binária, tomando valor um no caso do novo CEO ser interno, representando alguém que já estava na empresa e ascendeu a CEO (Cziraki & Groen-Xu, 2020). Isto é, assume o valor um quando o novo CEO é alguém que já possuía uma relação contratual com a empresa e subiu na hierarquia. Este executivo desenvolveu as suas competências dentro da empresa. A variável assume o valor 0 no caso do novo CEO ser externo à empresa. Isto é, o executivo é proveniente do mercado, mediante um recrutamento externo, não tendo tido qualquer ligação à empresa anteriormente.

Esta variável não existe na base de dados, sendo que o seu valor binário foi criado utilizando outras duas variáveis pertencentes à base de dados. A primeira - JOINED_CO - que capta quando o executivo se junta à empresa e a segunda - BECAMECEO - quando se tornou o CEO. De ressaltar que estas duas variáveis continham entradas em falta, recorrendo-se nestas situações à consulta de informação pública disponibilizada pela empresa em formato digital⁵⁴. As fontes utilizadas foram em especial os relatórios e contas e comunicados sobre a estrutura e práticas de governo societário que as empresas disponibilizam nos seus sítios ou presentes no sistema de difusão de informações do regulador.

Para captar o evento de substituição do executivo, foi criada uma outra variável. CEO_CHG é uma variável binária, onde um representa a mudança do executivo, e 0 a não mudança (Chen & Hambrick, 2012). Para detetar o evento da mudança executiva, foram analisadas três variáveis pertencentes à base de dados – YEAR, CONAME e EXEC_FULLNAME – que representam o ano, o nome da empresa e o nome do executivo, respetivamente. Uma alteração no conjunto de variáveis gera automaticamente uma entrada de valor 1, permanecendo 0 quando não existe qualquer mudança.

Variáveis Independentes

Com base no trabalho feito por Faria et al. (2014) e na literatura e estudos mencionados na revisão bibliográfica, foram selecionadas quatro variáveis de controlo relevantes para explicar a

⁵⁴ Divulgação regular de informações que permitam ao público conhecer a evolução e estado atual da empresa nos fatores económicos, financeiros e de governo (FORM 8-K).

remuneração executiva e os sinais esperados (Tabela 1). Outra razão para se terem escolhido estas variáveis, prende-se com o facto de estarem disponíveis na base de dados ExecuComp (Faria, Martins, & Brandão, 2014).

As quatro variáveis de controlo seleccionadas - ASSETS, ROA, COMMEQ e SALES - permitem em conjunto uma aferição mais global e detalhada da empresa e respetivo desempenho.

A variável ASSETS é o valor total dos ativos reportados pela empresa. A introdução desta variável no modelo medida através do logaritmo natural do valor dos ativos, capta a dimensão da empresa (Guo & Masulis, 2015). Uma empresa de elevada dimensão tende a manter os CEO mais tempo em funções (Denis, Denis, & Sarin, 1997).

A variável ROA representa o retorno sobre os ativos, sendo o quociente entre o resultado líquido pelo ativo total, multiplicado por 100 (em percentagem). Quanto mais elevado for este valor, melhor para a empresa⁵⁵. A introdução desta variável no modelo pretende contemplar um indicador de avaliação de desempenho na análise. A remuneração do CEO está positivamente relacionada com o desempenho da empresa; existem evidências empíricas de diminuição de remunerações em situações em que existe desempenho abaixo do previsto (Bhagat & Bolton, 2008). É uma medida amplamente utilizada quando o interesse é avaliar os resultados financeiros.

A variável COMMEQ⁵⁶ representa o capital, isto é, a soma das ações ordinárias, excedentes de capital, lucros retidos e reservas. Empresas maiores e com um leque de operações vasto remuneram mais os seus CEO.

A variável SALES⁵⁷ indica os valores das vendas da empresa. Os valores das vendas, juntamente com outras variáveis, permitem ter uma leitura global da situação da empresa. Como demonstrado na secção anterior, a remuneração dos CEO está positivamente relacionada com o lucro em percentagem das vendas (Deckop, 1988). Alguns autores utilizam esta variável para determinar o tamanho da empresa (Roberts, 1959) (McGuire, Y., & Elbing, 1962). Além disso, um valor de vendas abaixo dos objetivos definidos pode gerar a mudança do executivo, uma vez que uma insuficiente geração de receitas acarreta dificuldades face ao cumprimento das despesas de atividade.

⁵⁵ Sendo o quociente do resultado líquido pelo ativo total, pretende-se gerar o maior resultado líquido possível com o mínimo de ativos possíveis.

⁵⁶ Common equity.

⁵⁷ Também denominada como revenue.

GENDER representa o género do executivo, sendo uma variável binária onde um assume o género masculino. Prevê-se que o género masculino aufera um valor superior (Mohan, 2014) (Mohan & Ruggiero, 2003).

Em sùmula, com base na literatura, prevê-se que os ativos da empresa captados pela variável ASSETS tenham um impacto positivo na remuneração do CEO. O desempenho representado no modelo pela variável ROA terá um impacto positivo residual na remuneração auferida pelo CEO. O capital da empresa, representado por COMMEQ, não tem praticamente efeito no pacote remuneratório do CEO, ao contrário das vendas (SALES) que tem uma influência positiva relevante. Um CEO do género masculino recebe um valor superior, característica captada pela variável GENDER. Um evento de mudança de CEO (CEO_CHG) origina uma remuneração inferior. Um CEO interno aufera uma remuneração inferior comparativamente com um CEO proveniente do mercado (CE).

Tabela 1 – sinais esperados das variáveis independentes

Variáveis Independentes	Variável Dependente (TOTAL _{SEC})
ASSETS	(+)
ROA	(+)
COMMEQ	(+)
SALES	(+)
GENDER	(+)
CEO_CHG	(-)
CEO_ORG	(-)

Especificação do Modelo

A especificação do modelo permite a representação esquemática e simplificada da relação funcional entre a variável dependente e as suas determinantes. A equação da regressão linear múltiplo (MRLM) é:

$$\begin{aligned}
 \ln(TOTAL_SEC)_{ij} &= \beta_0 + \beta_1 * \ln(ASSETS)_{ij} + \beta_2 * ROA_{ij} + \beta_3 * COMMEQ_{ij} + \beta_4 * SALES_{ij} + \beta_5 * GENDER_{ij} \\
 &+ \beta_6 * CEO_CHG_{ij} + \beta_7 * CEO_ORG_{ij} + \beta_8 * CEO_CHG_{ij} * CEO_ORG_{ij} + u_{ij}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

onde i e j representam o ano (variável YEAR) e a empresa (CONAME), respetivamente.

3.2. Dados e Amostra

Para a presente investigação, foi definido um período de análise alargado de 11 anos, entre 2009 e 2019, bem como empresas pertencentes a um índice de grande capitalização como o S&P500.

Apenas parte das observações foram selecionadas, compondo a amostra de trabalho. Ter os dados estruturados em painel, combinando séries transversais⁵⁸ e séries temporais⁵⁹, permite observar alterações ao longo do tempo e criar padrões de eventos. Ao mesmo tempo, o risco de multicolineariedade é reduzido nos modelos com dados em painel, visto que os dados das empresas apresentam estruturas diferentes.

A amostra é composta por um painel não balanceado com 4565 observações do conjunto e duas entradas - executivo e a respetiva empresa. As entradas foram obtidas da base de dados Compustat ExecuComp⁶⁰ que disponibiliza informações desde 1992 com foco nos executivos das empresas cotadas em mercados norte-americanos, fornecendo em especial detalhe questões relacionadas com as remunerações declaradas segundo as regras definidas pela SEC.

Estes critérios de seleção tiveram como premissa a obtenção de uma amostra suficiente heterogénea. Além disso, selecionaram-se dados que tivessem ampla informação disponível noutras fontes. Todas as entradas que contemplavam informação inválida, valores incompletos ou ausentes não foram consideradas.

Nesta amostra estão representadas 415 empresas cotadas em mercados norte-americanos pertencentes ao índice S&P500, representando 165 setores de atividade.

Estão presentes 817 CEO, onde 96.3% são do género masculino. Este rácio está em linha com outras investigações, onde a percentagem média entre 1996 e 2016 de CEO do género feminino foi de 2,6%⁶¹ (Frye & Pham, 2018) e 5% para empresas do Fortune 500 (Mohan, 2014).

Foram captadas 435 substituições de CEO (Figura 1). Houve em média cerca de 40 mudanças de executivo por ano no período em análise, com uma tendência média positiva de 7%. O ano com

⁵⁸ Cross sectional series.

⁵⁹ Time series.

⁶⁰ Base de dados amplamente utilizada e validade em estudo de remunerações executivas (Cadman, Klasa, & Matsunaga, 2010).

⁶¹ Nos 20 anos analisados, existiu um aumento constante da presença de CEO do género feminino, sendo que em 1996 o valor estava próximo dos 0.67%, em 2006 2,53% e em 2016 o valor estava na casa dos 4,50%.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

um menor número de substituições foi o de 2009 com 28, e com o maior foi o ano de 2019, com 49.

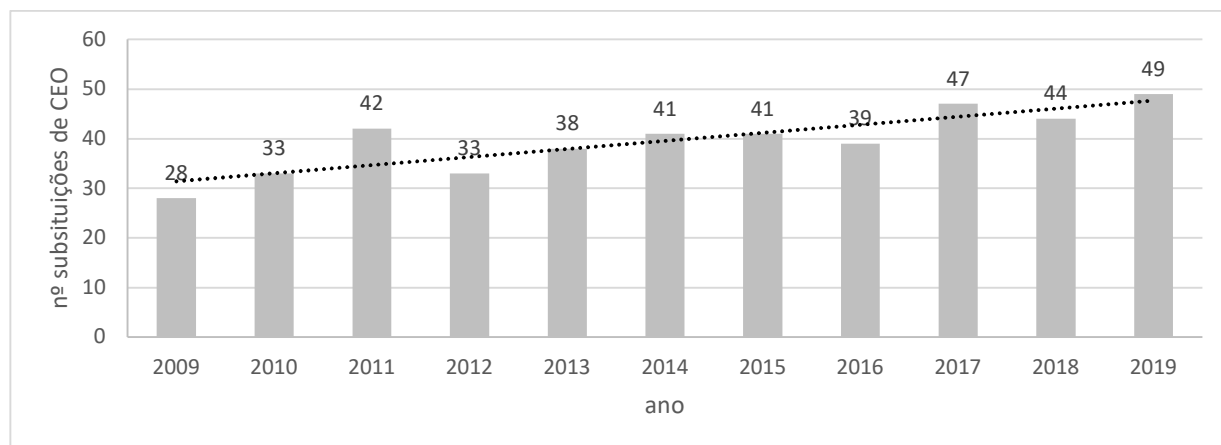


Figura 1 – nº de substituições de CEO por ano (variável CEO_CHG)

Na Figura 2 está contemplada a distinção entre um CEO externo e interno. Das substituições de CEO captadas na amostra, 380 executivos são internos, representando cerca de 87%. Os restantes 55 CEO, que representam os restantes 13%, foram recrutados no mercado. A tendência crescente de substituições de CEO ao longo do período amostral (Figura 1) deve-se maioritariamente à substituição por internos, visto que a substituição por CEO externos se manteve praticamente inalterável.

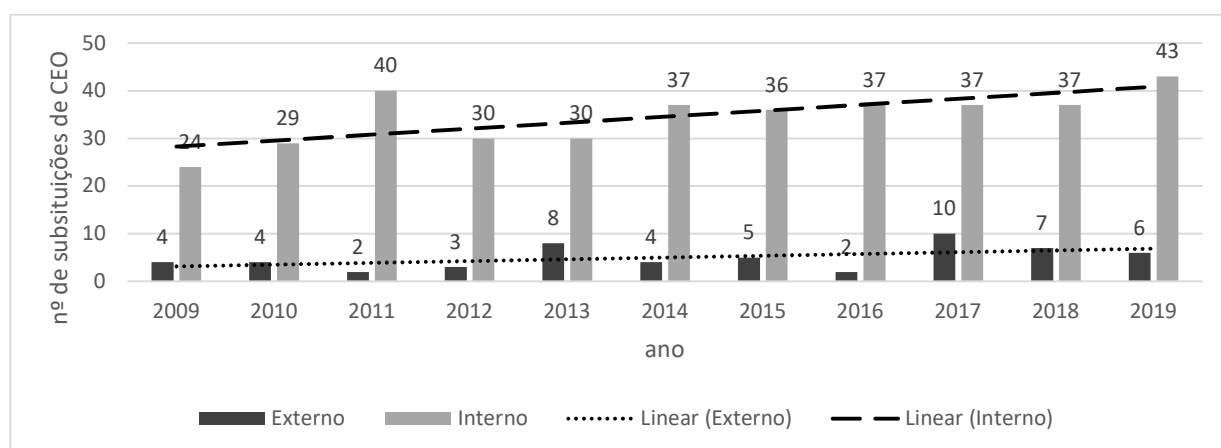


Figura 2 - nº de substituições de CEO por ano e respetiva origem (variável CEO_CHG)

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Os resultados obtidos estão em linha com as investigações apresentadas na secção 2.4, resumidos na Tabela 2. Esta seleção teve como premissa a escolha de trabalhos idênticos, tanto a nível de amostra, como de método.

A diferença apresentada de 9% deve-se ao facto de a comparação estar a ser feita com estudos mais antigos e que acabam por não refletir as práticas atuais, onde i) existe uma tendência crescente do número de mudanças de CEO e ii) as empresas têm optado cada vez mais por recrutar internamente.

Tabela 2 – benchmarking dos valores médios de CEO promovidos internamente

Investigações	% internos
Borokhovich, Parrino, & Trapani, 1996	80%
Agrawal, Knoeber, & Tsoulouhas, 2006	80%
Cremers & Grinstein, 2014	70%
Zhang & Rajagopalan, 2003	61%
Fee & Hadlock, 2003	73%
Huson, Parrino & Starks, 2001	81%
Parrino, 1997	85%
Cziraki & Jenter, 2020	80%
Denis & Denis, 1995	88%
média	78%

Das 415 empresas presentes na amostra, 88 empresas não substituíram o CEO durante o período analisado. No que respeita às 327 empresas que substituíram o seu CEO durante 2009 a 2019 (Figura 3), houve apenas uma empresa que mudou o seu executivo quatro vezes e 11 empresas que passaram por três eventos de mudança de CEO. Aconteceu somente um processo de substituição do CEO em grande parte da amostra, representando 232 empresas, sendo que as restantes 82 empresas substituíram o seu executivo duas vezes.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

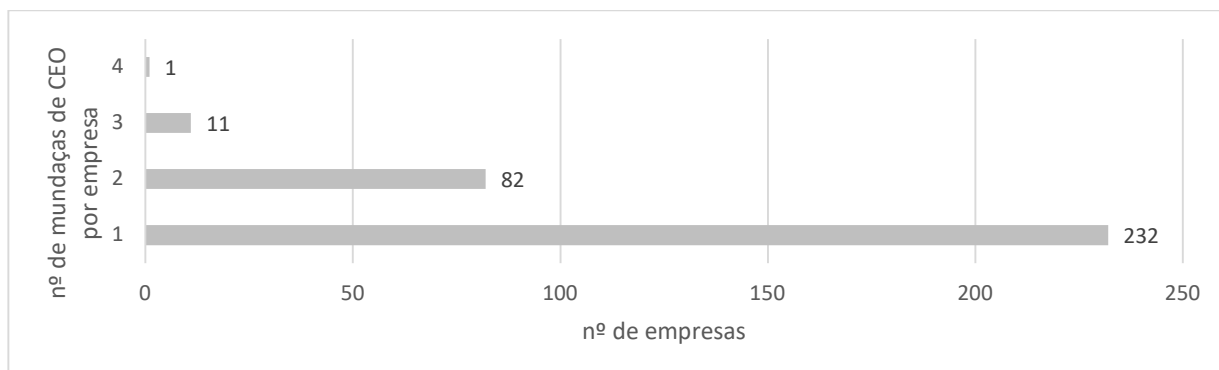


Figura 3 – nº de substituições de CEO por empresa durante 2009 a 2019

Com recurso aos métodos quantitativos aplicados a modelos econométricos foram desenvolvidos modelos de regressão linear para estimar a potencial relação entre a remuneração do CEO e a origem do mesmo. A noção de *ceteris paribus* onde os demais fatores relevantes são mantidos fixos permite estabelecer uma relação causal entre duas variáveis.

A Figura 4 mostra a evolução da remuneração do executivo, captada pela variável TOTAL_SEC. É possível verificar um aumento geral médio das remunerações de 6% ao longo dos anos. Nos anos de 2010 e 2011 as remunerações aumentaram 19%/ano, representando os maiores aumentos da amostra em análise. Seguiu-se um período de desaceleração deste aumento, existindo uma queda relativa aos anos anteriores de -9% em 2012 e -1% em 2013. Em 2014 acontece o segundo maior aumento, de 17%. O ano de 2015 é marcado novamente por uma queda de -11% nos pacotes remuneratórios. Verificou-se a um período de crescimento constante na casa dos 5%/ano entre 2016 e 2019.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

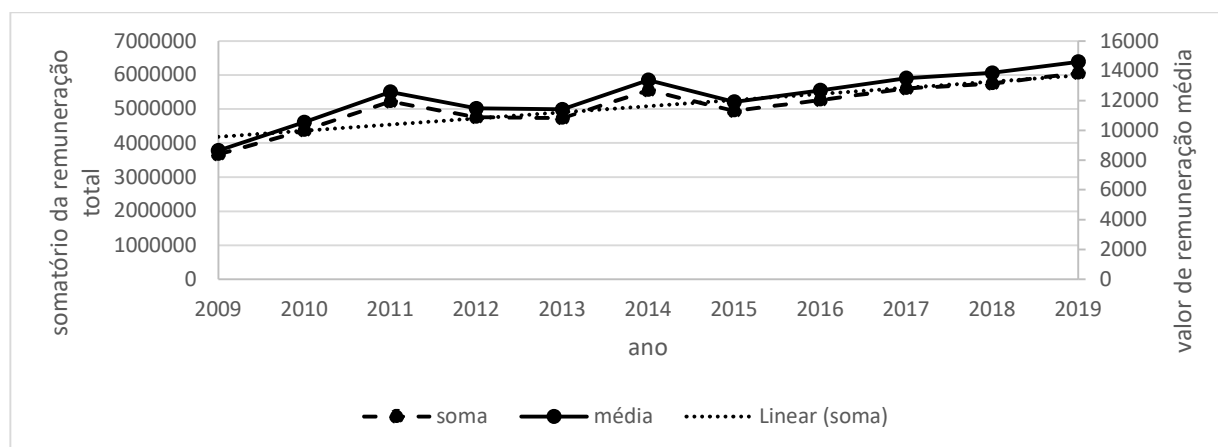


Figura 4 – evolução da remuneração (variável TOTAL_SEC)

Na Figura 5 está representada a evolução dos ativos que as empresas reportaram durante os anos de 2009 a 2019. Existiu um crescimento positivo contínuo, com uma média anual de 4%. No ano de 2015 o crescimento foi praticamente nulo, na casa dos 0.5%. Os restantes anos tiveram um crescimento equivalente, destacando-se os anos de 2010 e 2019, com saltos de 5.2% e 7.4%, respetivamente.

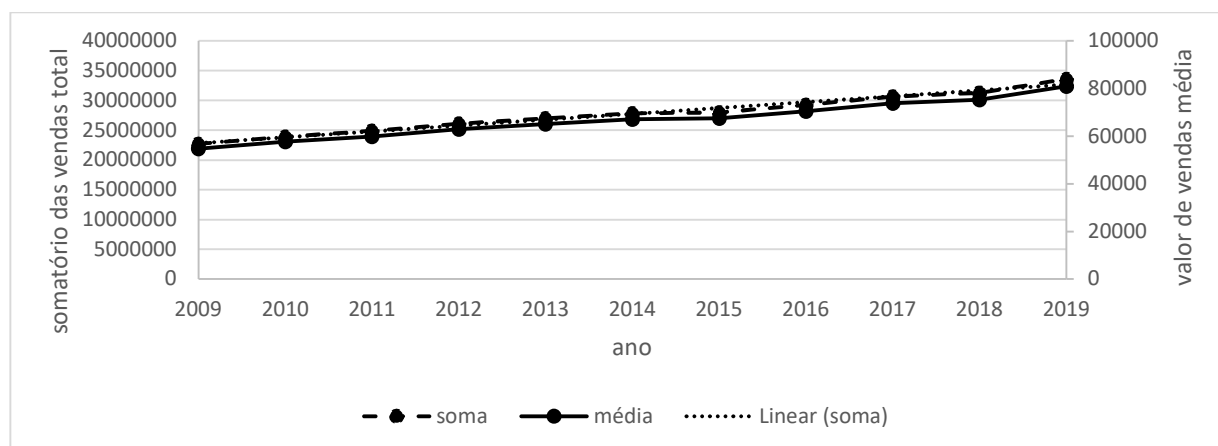


Figura 5 – evolução dos ativos da empresa (variável ASSETS)

A evolução ao longo dos anos captados pela amostra está presente na Figura 6, tendo tido um crescimento médio anual de 6%. Existem duas grandes variações, 41% do ano 2009 para o ano 2010 e 20% no ano de 2018. Os anos 2012, 2015 e 2019 registaram uma diminuição da rentabilidade em -6%, -14% e -6%, respetivamente. Os restantes anos foram de crescimento

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

positivo na ordem dos 5%, à exceção do ano de 2014 que teve um crescimento residual de 1%. A rentabilidade média de cada situa-se nos 6,18.

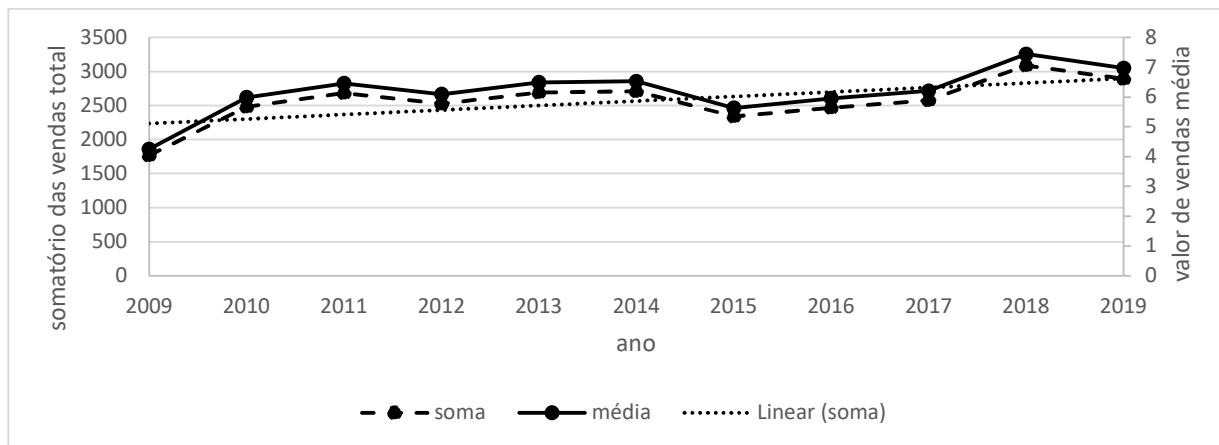


Figura 6 – evolução da rentabilidade (variável ROA)

A evolução das vendas está presente na Figura 7; estas cresceram em média 5%/ano. Só no ano de 2015 é que existiu um abrandamento da trajetória de crescimento, tendo sido -2% relativamente ao ano anterior. O ano de maior crescimento foi o de 2011, registando um aumento de 10%.

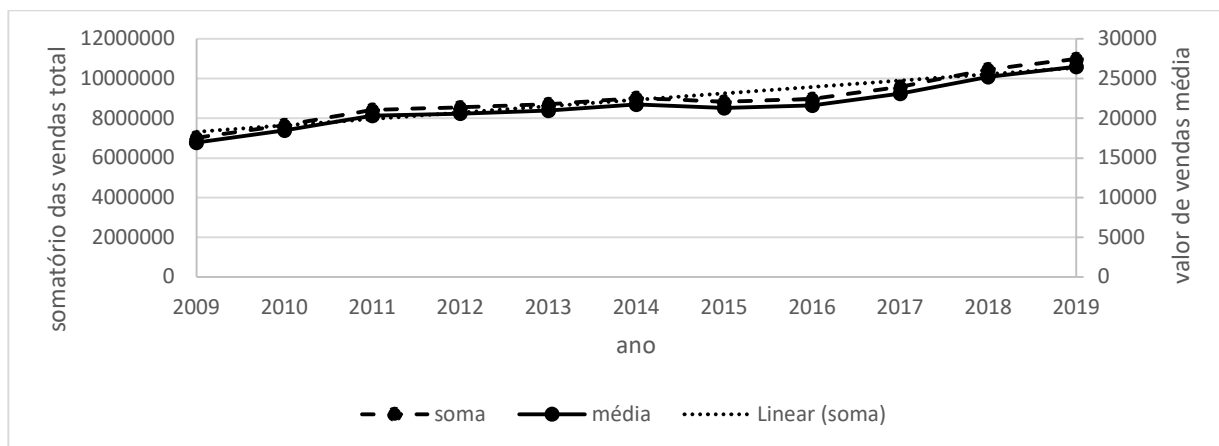


Figura 7 – evolução das vendas (variável SALES)

A Figura 8 demonstra uma tendência de crescimento praticamente constante ao longo do período em análise. O maior aumento aconteceu em 2010, com um crescimento de dois dígitos, perto dos 12%. No ano de 2015 existiu um decréscimo de -0.7%. No ano de 2014 os valores registados mantiveram-se muito idênticos aos do ano anterior, tendo um residual aumento de 0.4%. O ano de

2018 ficou marcado por um ligeiro abrandamento dos valores para 1.8% e 3.1% no ano de 2016. Os restantes anos, 2011, 2012, 2013, 2017 e 2019 tiveram um crescimento similar na casa dos 7%. A amostra teve uma evolução média de 5.1% anual.

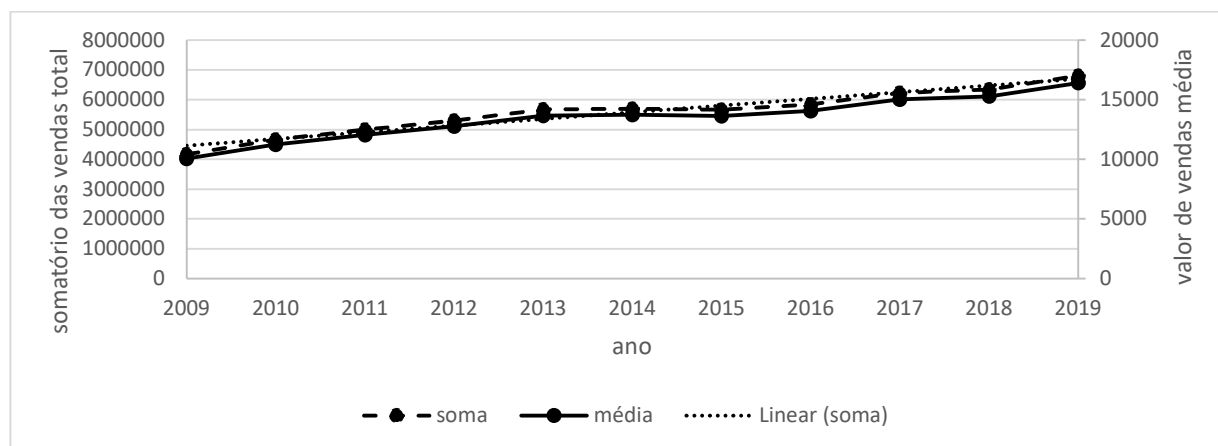


Figura 8 – evolução do capital (variável COMMEQ)

Todas as variáveis explicativas anteriormente apresentadas são assumidas como pré-determinadas, significa assim que têm natureza não aleatória. Todos os valores apresentados são anuais e em dólares americanos.

Estatística Descritiva

Para a descrição e análise dos dados, são apresentadas duas medidas de tendência central – média e mediana – e uma medida de dispersão – desvio padrão. A Tabela 3 permite ter uma visão global da amostra inicial, retratando a realidade dos dados iniciais sem winsorização⁶².

⁶² Os valores da remuneração total média auferida pelo CEO são próximos dos valores reportados numa investigação referente ao índice S&P1500, entre 2000 e 2010 (Faria, Martins, & Brandão, 2014).

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Tabela 3 - estatísticas descritivas das variáveis sem winsorização

	TOTAL_SEC [milhar USD]	ASSETS [milhão USD]	SALES [milhão USD]	ROA [%]	COMMEQ [milhão USD]
Média	12250.73	66849.09	21521.59	6.18	13449.53
Mediana	10235.67	15701.60	7982.20	5.47	5109.00
Máximo	377996.50	2687379.00	521426.00	68.23	424791.00
Mínimo	0.001	46.95	9.265	-118.61	-13244.00
Desvio Padrão	11682.78	223578.30	42306.47	7.52	29378.78
N	4565	4565	4565	4565	4565

A Tabela 4 fornece um quadro resumo da estatística descritiva das variáveis primárias da amostra utilizada no estudo empírico. As variáveis foram winsorizadas nos percentis 1% e 99% de maneira a eliminar os efeitos *outliers* presentes.

Após processo de winsorização, o valor médio das remunerações dos CEO de empresas cotadas em mercados norte-americanos pertencentes ao índice S&P500 durante os anos de 2009 a 2019 foi de aproximadamente 11800 mil dólares americanos⁶³, existindo uma discrepância muito acentuada entre o valor máximo e mínimo.

Tabela 4 - estatísticas descritivas das variáveis após winsorização

	TOTAL_SEC [milhar USD]	ASSETS [milhão USD]	SALES [milhão USD]	ROA [%]	COMMEQ [milhão USD]
Média	11884.48	56313.81	20388.07	6.29	13033.34
Mediana	10235.67	15701.60	7982.20	5.47	5109.00
Máximo	47600.67	937541.20	197096.20	24.78	175140.80
Mínimo	667.71	492.81	346.50	-14.56	-1677.50
Desvio Padrão	7862.80	137268.90	33877.49	6.25	25936.33
N	4565	4565	4565	4565	4565

A matriz dos coeficientes de correlação⁶⁴ (Tabela 5) permite, através dos seus coeficientes, medir o grau de associação entre duas variáveis.

Em relação às variáveis de controlo, os resultados demonstram uma pequena associação negativa (-0,133) entre os ativos da empresa e a retorno sobre os ativos, significando que empresas com

⁶³ USD – United States Dollar.

⁶⁴ Apesar de duas variáveis poderem estar correlacionadas, isso não significa necessariamente que exista um nexo de causalidade entre as mesmas.

maior ROA tendem a ter uma menor quantidade de ativos (ASSETS) disponíveis. Existe uma correlação alta positiva (0.851) entre os ativos da empresa e o capital, o que corrobora que o facto de existir um elevado número de ativos (ASSETS) pressupõe também um elevado capital (COMMEQ) disponível. Há uma correlação positiva média (0.338) entre o valor dos ativos (ASSETS) e a quantidade de vendas; uma empresa que possui uma elevada quantidade de ativos tem um volume de vendas grande. O volume das vendas também se relaciona positivamente (0.550) com o capital da empresa, o que significa que uma empresa mais capitalizada à partida terá um valor de vendas superior.

No que concerne às variáveis de interesse, a correlação entre o evento de mudança do CEO (CEO_ORG) e as restantes variáveis é negativa, exceto no valor das vendas (SALES) que tem uma correlação positiva; todas com associações de magnitude muito insignificantes. Consequentemente, a correlação entre a origem do CEO (CEO_ORG) e as restantes variáveis é positiva, com um ligeiro aumento de magnitude. A origem do CEO (CEO_ORG) está negativamente (-0.016) relacionada com a mudança do CEO (CEO_CHG).

Tabela 5 – coeficientes de correlação

Variáveis	ASSETS	ROA	COMMEQ	SALES	GENDER	CEO_CHG	CEO_ORG
ASSETS	1.000	-	-	-	-	-	-
ROA	-0.133	1.000	-	-	-	-	-
COMMEQ	0.851	-0.082	1.000	-	-	-	-
SALES	0.338	0.013	0.550	1.000	-	-	-
GENDER	0.025	-0.018	0.028	-0.016	1.000	-	-
CEO_CHG	-0.017	-0.067	-0.013	0.006	-0.029	1.000	-
CEO_ORG	0.037	0.047	0.062	0.053	0.013	-0.016	1.000

De forma a despistar se as variáveis com alta correlação tinham impacto no estudo, foram testados modelos individualmente para avaliar a presença de multicolineariedade, concluindo-se que não houve alterações nos resultados.

3.3. Apresentação e Discussão dos Resultados

Os modelos foram estimados⁶⁵ com base em regressões com dados em painéis com efeitos fixos, quer temporais quer seccionais. A utilização de um painel não balanceado não permite ter efeitos aleatórios na dimensão seccional e temporal. O teste de Hausman permitiu verificar que o modelo de efeitos fixos é mais adequado do que o modelo de efeitos aleatórios.

Para evitar inconsistência e enviesamentos nas regressões, foram feitas análises para se aferir a possível presença de variáveis endógenas e viés de omissão de variáveis. Adicionalmente, foi feito um desfasamento por um período das variáveis independentes a fim de evitar problemas de endogeneidade (Florou & Conyon, 2002).

De forma a corrigir potenciais problemas de heterocedasticidade e auto correlação, as regressões foram estimadas utilizando os erros padrão-robustos de White. Os valores apresentados são anuais e utilizando as variáveis após procedimento de winsorização.

Impacto da substituição do CEO

Para aferir o impacto da substituição do CEO na remuneração executiva, e de forma a responder à hipótese 1, foram realizadas um conjunto de regressões presentes na Tabela 6 e na Tabela 7.

Os coeficientes da variável CEO_CHG são estatisticamente significativos e negativos para um nível de significância de 10%. Os resultados dos vários modelos são coerentes, variando entre si somente 0.01 (-0.25 e -0.26). Os valores provam que quando existe um evento de substituição, a remuneração auferida pelo CEO é inferior em cerca de 25%.

Curiosamente, quando é aplicado um desfasamento temporal relativamente às variáveis de controlo, não existe diferença relevante na remuneração auferida pelo CEO. Este padrão acaba por ser contraindicativo visto que existe uma componente da remuneração do CEO que está associada ao desempenho empresarial atingido no ano anterior, que se reflete no ano seguinte.

Os coeficientes da variável ASSETS estão positivamente relacionados com a remuneração do CEO, e são estatisticamente significativos para um nível de significância de 10%. Os valores deste coeficiente são iguais entre regressões (0.23) e quando existe um desfasamento de um período, mantêm-se iguais entre si, existindo uma ligeira descida (0.19). Estes resultados demonstram que

⁶⁵ Com recurso ao software EViews.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

empresas maiores, com mais ativos, pagam em média mais 21% aos seus CEO. O retorno sobre ativos das empresas tem um impacto positivo muito reduzido – cerca de 1% - nas remunerações dos CEO. Nos 4 modelos que contemplaram a variável ROA, independentemente do desfasamento temporal, os valores mantiveram-se contantes (0.01). O capital da empresa, captado através da variável COMMEQ, não tem influência na remuneração do CEO, independentemente de ser ou não desfasado um período. O volume das vendas (SALES) tem uma influência insignificante na remuneração auferida pelo CEO.

Tabela 6 - modelos para aferir o impacto da substituição do CEO

var.	[Modelo 1.1]			[Modelo 1.2]			[Modelo 1.3]		
	coef.	<i>t-Stat</i>		coef.	<i>t-Stat</i>		coef.	<i>t-Stat</i>	
C	6.67	20.98	***	7.30	21.96	***	6.82	21.89	***
LOG(ASSETS)	0.23	6.92	***				0.23	6.93	***
LOG(ASSETS(-1))				0.19	5.24	***			
ROA	0.01	6.22	***				0.01	6.28	***
ROA(-1)				0.01	2.57	***			
COMMEQ	5.8E-06	2.37	**				5.9E-06	2.38	**
COMMEQ(-1)				1.6E-06	0.56				
SALES	-2.7E-06	-2.50	***				-2.8E-06	-2.58	***
SALES(-1)				-2.0E-06	-1.58				
GENDER	0.16	2.38	**	0.12	1.74	*			
CEO_CHG	-0.25	-9.24	***	-0.25	-9.55	***	-0.25	-9.27	***
efeitos fixos temporais		sim			sim			sim	
efeitos fixos seccionais		sim			sim			sim	
N		4565			4150			4565	
R ²		0.71			0.71			0.71	
R ² ajustado		0.68			0.68			0.68	
F-stat		23.34			21.60			23.33	

Nota: ***, **, * estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Tabela 7 - modelos para aferir o impacto da substituição do CEO (continuação)

var.	[Modelo 1.4]			[Modelo 1.5]		
	coef.	t-Stat		coef.	t-Stat	
C	7.42	22.83	***	9.19	1515.08	***
LOG(ASSETS)						
LOG(ASSETS(-1))	0.19	5.25	***			
ROA						
ROA(-1)	0.01	2.61	***			
COMMEQ						
COMMEQ(-1)	1.6E-06	0.57				
SALES						
SALES(-1)	-2.0E-06	-1.65	*			
GENDER						
CEO_CHG	-0.25	-9.56	***	-0.26	-9.59	***
efeitos fixos temporais			sim			sim
efeitos fixos seccionais			sim			sim
N		4150			4565	
R ²		0.71			0.69	
R ² ajustado		0.68			0.66	
F-stat		21.61			22.04	

Nota: ***, **, * estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

A média do coeficiente de determinação⁶⁶ é ligeiramente superior a 0.70, tendo o coeficiente de determinação ajustado um valor médio de 0.68, refletindo o poder explicativo das regressões.

Com base nos resultados é possível concluir que existem evidências estatisticamente significativas para o facto de um evento de substituição do CEO causar um impacto negativo na remuneração. Prevalece a tese da extração de rendas, onde os executivos têm um poder excessivo de forma a conseguirem influenciar o seu pacote remuneratório e consequentemente extraírem rendas excessivamente elevadas. Ao existir um evento de substituição, o valor da remuneração desce.

⁶⁶ O coeficiente de determinação (R-square) é uma medida de qualidade de ajustamento que permite aferir a fidelidade com que os valores ajustados reproduzem os observados. Este indicador é o quociente entre a variação da variável dependente em torno da sua média amostral. Quanto mais próximo este valor estiver do 1, significa que a distância entre os valores estimados e observados é menor, e vice-versa.

Impacto da origem do CEO

De forma a analisar o impacto na remuneração que a origem do CEO tem após um evento de substituição, foram realizadas um conjunto de regressões presentes na Tabela 8 e na

Tabela 9.

De acordo com a análise anterior, confirma-se que quando existe uma substituição do executivo, independentemente de ser interno ou externo, o novo CEO recebe uma menor remuneração. Em relação à origem do CEO, esta característica é significativa e tem um impacto negativo na remuneração. Isto é, os CEO internos auferem em média -14% que os CEO externos. Quando ocorre um evento de substituição e o novo CEO é proveniente do interior da empresa (CEO_CHG*CEO_ORG) recebe -32% (-0.21 e -0.38) comparativamente com um CEO recrutado no mercado. Isto significa que quando as empresas vão ao mercado recrutar, por não possuírem estes recursos internamente, têm de pagar mais.

Novamente coerente com os resultados dos modelos anteriores, as empresas maiores (ASSETS) bem como empresas com uma rentabilidade superior (ROA), pagam mais aos seus CEO. Porém, nestas regressões a capitalização das empresas tem um impacto ligeiramente menor, de 8%. A capitalização das empresas, captada através da variável COMMEQ, não tem uma influência ínfima na remuneração do CEO. O mesmo se observa no impacto do volume das vendas (SALES) da empresa.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Tabela 8 - modelos para aferir o impacto da origem do CEO

var.	[Modelo 2.1]			[Modelo 2.2]			[Modelo 2.3]		
	coef.	<i>t-Stat</i>		coef.	<i>t-Stat</i>		coef.	<i>t-Stat</i>	
C	8.38	17.32	***	8.54	17.71	***	8.41	17.61	***
LOG(ASSETS)	0.09	1.74	*	0.08	1.48		0.08	1.47	
ROA	0.01	2.97	***	0.01	2.48	***	0.01	2.47	***
COMMEQ	5.14E-06	1.32		5.52E-06	1.41		5.82E-06	1.47	
SALES	-3.06E-06	-1.59		-2.66E-06	-1.36		-2.81E-06	-1.41	
GENDER	0.06	0.52		0.04	0.41		0.03	0.31	
CEO_ORG	-0.17	-3.20	***	-0.16	-2.97	***			
CEO_CHG				-0.21	-7.49	***			
CEO_ORG*CEO_CHG							-0.26	-9.63	***
CEO_ORG*(1-CEO_CHG)									
efeitos fixos temporais			sim			sim			sim
efeitos fixos seccionais			sim			sim			sim
N			2564			2564			2564
R ²			0.69			0.71			0.71
R ² ajustado			0.65			0.7			0.66
F-stat			13.98			14.76			15.06

Nota: ***, **, * estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Tabela 9 - modelos para aferir o impacto da origem do CEO (continuação)

var.	[Modelo 2.4]			[Modelo 2.5]			[Modelo 2.6]		
	coef.	t-Stat		coef.	t-Stat		coef.	t-Stat	
C	8.18	17.15	***	8.46	17.28	***	9.36	191.34	***
LOG(ASSETS)	0.08	1.61		0.08	1.46				
ROA	0.01	2.45	***	0.01	2.61	***			
COMMEQ	5.59E-06	1.42		5.91E-06	1.48				
SALES	-2.90E-06	-1.48		-2.92E-06	-1.46				
GENDER	0.02	0.24		0.04	0.36				
CEO_ORG				-0.07	-1.32		-0.17	-3.07	***
CEO_CHG				0.12	1.33				
CEO_ORG*CEO_CHG				-0.38	-3.93	***			
CEO_ORG*(1-CEO_CHG)	0.19	7.52	***						
efeitos fixos temporais		sim			sim			sim	
efeitos fixos seccionais		sim			sim			sim	
N		2564			2564			2564	
R ²		0.70			0.71			0.69	
R ² ajustado		0.65			0.66			0.64	
F-stat		14.55			15.05			13.89	

Nota: ***, **, * estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Os modelos utilizados têm um poder explicativo considerável e consistente com os anteriores, indicando que as variáveis selecionadas têm um papel significativo na explicação da remuneração dos CEO. A média do coeficiente de determinação situa-se nos 70%, tendo o coeficiente de determinação ajustado um valor médio de 65%.

Foi aplicado um desfasamento temporal de um período que, em linha com os valores dos modelos anteriores, demonstrou não impactar os resultados.

Impacto do género do CEO

Começando com os resultados obtidos anteriormente nos modelos 1.1 e 1.2 (Tabela 6 e Tabela 7), onde o foco era o impacto que o do evento de substituição tinha na remuneração do CEO. Um CEO do género masculino auferia, em média, mais 14% (0.16 e 0.12) que um CEO do género feminino. Valores estatisticamente significativos para um nível de significância de 5% e 1%, respetivamente. Cinco regressões (modelos 2.1 a 2.5 da Tabela 8 e

Tabela 9) relativas ao estudo anterior do impacto da origem do CEO provaram novamente, apesar de terem uma influência muito reduzida e não serem estatisticamente significativos, que o género masculino auferir um valor superior em média de 4% (0.06, 0.04, 0.03, 0.02 e 0.04).

Nos modelos supra descritos, apesar de o foco não ser o impacto do género da remuneração do CEO, os coeficientes de estimação para a variável GENDER são os esperáveis. Em todas as situações, umas mais residuais que outras, existe um padrão: o género tem influência na remuneração, onde um CEO do género masculino auferir uma remuneração superior em relação a um CEO do género feminino.

Uma vez que a diferença de género é um tema atual, foram feitos modelos dedicados que permitissem aferir se é estatisticamente significativo constatar que um CEO do género masculino tem vantagem remuneratória em relação a um CEO do género feminino. Os três modelos da Tabela 10 comprovam que o género impacta positivamente a remuneração auferida pelo CEO, com um coeficiente médio de 0.19 (0.22, 0.16, 0.18).

De maneira a entender melhor o padrão detetado, foi quantificado o efeito do género na remuneração do CEO associado à mudança do CEO (GENDER*CEO_CHG). Apesar de um CEO do género masculino auferir uma remuneração 19% superior em relação a um CEO do género feminino, se for considerado um evento de substituição, a remuneração do novo CEO é pouco influenciada pelo género.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Tabela 10 - modelos para aferir o impacto do género do CEO

var.	[Modelo 3.1]			[Modelo 3.2]			[Modelo 3.3]		
	coef.	<i>t-Stat</i>		coef.	<i>t-Stat</i>		coef.	<i>t-Stat</i>	
C	6.61	20.77	***	6.67	20.92	***	8.99	125.79	***
LOG(ASSETS)	0.23	6.93	***	0.23	6.92	***			
ROA	0.01	6.22	***	0.01	6.22	***			
COMMEQ	5.78E-06	2.35	**	5.83E-06	2.37	**			
SALES	-2.76E-06	-2.52	***	-2.74E-06	-2.50	***			
GENDER	0.22	3.14	***	0.16	2.09	**	0.18	2.49	***
GENDER*CEO_CHG	-0.25	-8.91	***	0.02	0.19				
CEO_CHG				-0.27	-2.41	**			
efeitos fixos temporais		sim			sim			sim	
efeitos fixos seccionais		sim			sim			sim	
N		4565			4565			4565	
R ²		0.71			0.71			0.68	
R ² ajustado		0.68			0.7			0.65	
F-stat		23.27			23.28			21.02	

Nota: ***, **, * estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente

A média do coeficiente de determinação das regressões que aferiram o impacto do género na remuneração do CEO são próximas de 0.70, tendo o coeficiente de determinação ajustado um valor médio de 0.67.

Os resultados obtidos permitem detetar uma tendência para um CEO masculino auferir ao longo do tempo uma remuneração superior (Mohan & Ruggiero, Compensation Differences between Male and Female CEOs for Publicly Traded Firms: A Nonparametric Analysis, 2003), mas quando existe um processo de mudança, o género não tem qualquer impacto. Pode-se concluir que ambos os géneros num processo de recrutamento estão em pé de igualdade (Bugeja, Matolcsy, & Spiropoulos, 2012).

3.4. Robustez Estatística

De forma a validar a robustez dos resultados obtidos e respetivas conclusões, procedeu-se à análise estatística no SPSS⁶⁷, utilizando o Propensity Score Matching (PSM).

⁶⁷ Statistical Package for the Social Sciences IBM software.

Uma vez que os dados são observados, não é possível aferir se a diferença obtida nos resultados é sistemática ou aleatória. Desta forma, é necessário fazer um controlo com base nas características observadas.

Foi construída uma variável binária que identifica as empresas onde houve mudança de CEO; tomando valor um quando existe substituição do CEO e valor zero quando esse evento não ocorre. Este procedimento permite segmentar a amostra em dois grupos: empresas onde existiu a mudança do CEO e empresas onde não existiu a mudança do CEO. Porém, nada garante que as características das empresas que mudaram de CEO são em tudo iguais às outras, exceto no facto de terem mudado de CEO.

De forma a garantir que os dois grupos são homogéneos, foi selecionado através do programa PSM um elemento de controlo que, com base nas características observadas, atribuiu uma determinada probabilidade.

Nestes modelos foram somente usados efeitos fixos temporais. Uma vez que as características foram anteriormente controladas no PSM, não se justifica usar efeitos fixos seccionais.

Os resultados obtidos são coerentes com os modelos realizados, mostrando as mesmas evidências sobre a associação entre o evento de substituição e remuneração do CEO (Hipótese 1 - Tabela 11), a relação entre a origem do CEO e a remuneração (Hipótese 2 - Tabela 12), bem como os padrões relacionados com o género Tabela 13.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Tabela 11 - robustez do impacto da substituição do CEO

var.	[Modelo 1.1_PSM]			[Modelo 1.2_PSM]			[Modelo 1.5_PSM]		
	coef.	<i>t-Stat</i>		coef.	<i>t-Stat</i>		coef.	<i>t-Stat</i>	
C	7.18	27.41	***	9.48	39.45	***	9.18	272.63	***
LOG(ASSETS)	0.21	8.30	***						
LOG(ASSETS(-1))				-0.02	-0.77				
ROA	0.02	4.01	***						
ROA(-1)				-1.68E-03	-0.40				
COMMEQ	-5.56E-07	-0.29							
COMMEQ(-1)				5.16E-07	0.33				
SALES	-2.52E-06	-2.35	**						
SALES(-1)				1.10E-06	1.30				
GENDER	-0.14	-1.43		-0.14	-1.37				
CEO_CHG	-0.17	-4.02	***	-0.21	-4.15	***	-0.18	-3.86	***
efeitos fixos temporais			sim			sim			sim
efeitos fixos seccionais			não			não			não
N			870			790			870
R ²			0.16			0.03			0.02
R ² ajustado			0.14			0.02			0.01
F-stat			9.78			1.84			1.98

Nota: ***, **, * estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Tabela 12 - robustez do impacto da origem do CEO

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

var.	[Modelo 2.1_PSM]			[Modelo 2.3_PSM]			[Modelo 2.4_PSM]		
	coef.	<i>t-Stat</i>		coef.	<i>t-Stat</i>		coef.	<i>t-Stat</i>	
C	7.84	23.11	***	7.70	23.04	***	7.52	21.80	***
LOG(ASSETS)	0.16	4.69	***	0.16	4.64	***	0.16	4.54	***
ROA	0.01	2.99	***	0.01	2.51	***	0.01	2.52	***
COMMEQ	-1.83E-06	-0.97		-1.78E-06	-0.91		-1.55E-06	-0.80	
SALES	1.43E-06	1.97	**	1.11E-06	1.47		9.64E-07	1.31	
GENDER	-0.11	-0.89		-0.09	-0.81		-0.10	-0.93	
CEO_ORG	-0.38	-5.34	***						
CEO_CHG									
CEO_ORG*CEO_CHG				-0.28	-5.83	***			
CEO_ORG*(1-CEO_CHG)							0.09	1.69	*
efeitos fixos temporais			sim			sim			sim
efeitos fixos seccionais			não			não			não
N			671			671			671
R ²			0.16			0.16			0.12
R ² ajustado			0.14			0.14			0.10
F-stat			7.86			7.77			5.56

Nota: ***, **, * estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Tabela 13 - robustez do impacto do género do CEO

var.	[Modelo 3.1_PSM]			[Modelo 3.2_PSM]			[Modelo 3.3_PSM]		
	coef.	<i>t-Stat</i>		coef.	<i>t-Stat</i>		coef.	<i>t-Stat</i>	
C	7.10	26.94	***	7.24	26.70	***	9.17	97.61	***
LOG(ASSETS)	0.21	8.25	***	0.21	8.32	***			
ROA	0.02	3.96	***	0.02	4.04	***			
COMMEQ	-5.47E-07	-0.28		-5.68E-07	-0.29				
SALES	-2.49E-06	-2.32	**	-2.54E-06	-2.37	**			
GENDER	-0.05	-0.48		-0.21	-1.60		-0.08	-0.85	
GENDER*CEO_CHG	-0.17	-3.79	***	0.13	0.66				
CEO_CHG				-0.30	-1.56				
efeitos fixos temporais			sim			sim			sim
efeitos fixos seccionais			não			não			não
N			870			870			870
R ²			0.15			0.16			0.12
R ² ajustado			0.14			0.1			0.02
F-stat			9.65			9.22			1.21

Nota: ***, **, * estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

4. Conclusões

Este trabalho é um contributo para a área de governo das empresas, no que diz respeito à remuneração dos executivos, com especial ênfase na análise da relação entre a origem do CEO e a sua remuneração.

A amostra é composta por um painel não balanceado com 4565 observações obtidas da base de dados Compustat ExecuComp. No período de análise entre 2009 e 2019, estão representadas 415 empresas cotadas em mercados norte-americanos pertencentes ao índice S&P500, representando 165 setores de atividade. Estão presentes 817 CEO, onde 96.3% são do género masculino. Foram captadas 435 substituições de CEO, onde 87% são provenientes do interior da empresa. Foi possível verificar um aumento anual médio das remunerações na ordem dos 6%.

Um evento de substituição do CEO tem um impacto negativo na remuneração, fazendo com que seja, na generalidade, inferior cerca de 25%. Empresas maiores, com mais ativos, pagam em média mais 21% aos seus CEO. O volume de vendas, a capitalização e o retorno sobre ativos da empresa têm pouca impacto na remuneração do CEO.

Esta investigação prova que a origem do CEO é uma característica com impacto relevante na remuneração do CEO. Os CEO internos auferem em média -14% que os CEO externos. Quando ocorre um evento de substituição e o novo CEO é proveniente do interior da empresa, este recebe menos 32% comparativamente com um CEO recrutado no mercado.

Um CEO do género masculino auferir uma remuneração 19% superior em relação a um CEO do género feminino. Porém, perante um evento de substituição, a remuneração do novo CEO é pouco influenciada pelo género, estando ambos em pé de igualdade.

As empresas maiores, com mais ativos, pagam um valor superior aos seus CEO, acontecendo o mesmo nas empresas com rentabilidades superiores. O capital da empresa e o volume de vendas têm uma influência residual na remuneração do CEO.

Quando é aplicado um desfasamento temporal, as alterações existentes são impercetíveis, o que contraria a teoria de que o bom/mau desempenho financeiro da empresa impacta positivamente/negativamente a remuneração do CEO no ano seguinte.

As estimativas dos parâmetros têm os sinais consistentes com a teoria e com as hipóteses avançadas.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Grande parte dos estudos existentes sobre remunerações dos CEO são referentes a empresas cotadas em mercados norte-americanos. Para ter uma visão global do real impacto que a origem do CEO tem na remuneração, são necessárias mais investigações de empresas não americanas e privadas.

Bibliografia

- Abowd, J. M., & Bognanno, M. (1995). International Differences in Executive and Managerial Compensation. Em R. B. Freeman, & L. F. Katz, *Differences and Changes in Wage Structures* (pp. 67-104). University of Chicago Press.
- Abowd, J. M., & Kaplan, D. S. (1999). Executive Compensation: Six Questions That Need Answering. *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 145-168.
- 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.
- Agrawal, A., Knoeber, C. R., & Tsoulouhas, T. (2006). Are Outsiders Handicapped in CEO Successions? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 619-644.
- Albuquerque, A., Carter, M., Guo, Z., & Lynch, L. (2022). Complexity of CEO Compensation Packages. pp. Darden Business School Working Paper No. 4066889 - European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 885/2023.
- Altonji, J. G., & Blank, R. M. (1999). Race and Gender in the Labor Market. *Handbook of Labor Economics*, 3(Part C), 3143-3259.
- Bain, J. S. (1951). The Relation of Profit Rate to Industry Concentration. *Quarterly Journal of Economics*, 65(3), 293-324.
- Balsam, S. (2001). *An Introduction to Executive Compensation*. San Diego, California (USA): Academic Press.
- Barros, V., Guedes, M. J., Santos, P., & Sarmiento, J. M. (2022). Does CEO turnover influence dividend policy? *Finance Research Letters*, 44, 102085.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2004). Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. *Harvard University Press*.
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2001). Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? NBER Working Paper No. w8661.
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *The University of Chicago Law Review*, 69(3), 751-846.

- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate Governance and Control. *Handbook of the Economics of Finance*, 1(Part A), 1-109.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. United States: Transaction Publishers.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2001). Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 901–932.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Blackwell, D. W., & Farrell, K. A. (1999). Changes in the Structure of CEO Compensation and the Firm's Pay- Performance Sensitivity Following CEO Turnover.
- Boeker, W. (1992). Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top. *Administrative Science Quarterly*, 37(3), 400-421.
- Borokhovich, K., Parrino, R., & Trapani, T. (1996). Outside Directors and CEO Selection. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3) 337-355.
- Bout, A., Wilby, B., & Cruz, P. (2020, February 11). *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Retrieved from S&P 500 CEO Compensation Increase Trends: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/02/11/sp-500-ceo-compensation-increase-trends-3/>
- Bower, J. L. (2007). *The CEO Within: Why Inside Outsiders Are the Key to Succession Planning*. Boston (USA): Harvard Business School Press.
- Brickley, J. A. (2003). Empirical Research on CEO Turnover and Firm-performance: a Discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 227-233.
- Bryan, S., Hwang, L., & Lilien, S. (2000). CEO Stock-Based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive-Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants. *The Journal of Business*, 73(4), 661-693.
- Bugeja, M., Matolcsy, Z. P., & Spiropoulos, H. (2012). Is there a gender gap in CEO compensation? *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 849-859.
- Cadbury, A. (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. London (UK): Gee & Co. Ltd.
- Cadman, B., Klasa, S., & Matsunaga, S. (2010). Determinants of CEO Pay: A Comparison of ExecuComp and Non-ExecuComp Firms. *The Accounting Review*, 85(5), 1511-1543.

- Chang, Y. Y., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2010). CEO Ability, Pay, and Firm Performance. *Management Science*, 56(10), 1633-1652.
- Chen, G., & Hambrick, D. C. (2012). CEO Replacement in Turnaround Situations: Executive (Mis)Fit and Its Performance Implications. *Organization Science*, 23(1), 225-243.
- Chen, X., Cheng, Q., & Dai, Z. (2013). Family Ownership and CEO Turnovers. *Contemporary Accounting Research*, 30 (3), 1166-1190.
- CMVM. (1999). *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.
- Core, J. E., Guay, W. R., & Larcker, D. F. (2003). Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. *Economic Policy Review*, 9(1), 27-50.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Crawford, A. J., Ezzell, J. R., & Miles, J. A. (1995). Bank CEO Pay-Performance Relations and the Effects of Deregulation. *The Journal of Business*, 68(2), 231-256.
- Cremers, M., & Grinstein, Y. (2014). Does the Market for CEO Talent Explain Controversial CEO Pay Practices? *Review of Finance*, 18(3), 921-960.
- Custódio, C., Ferreira, M., & Matos, P. (2013). Generalists versus Specialists: Lifetime Work Experience and Chief Executive Officer Pay. *Journal of Financial Economics*, 108 (2), 471-492.
- Cziraki, P., & Groen-Xu, M. (2020). CEO Turnover and Volatility under Long-Term Employment Contracts. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(6), 1757-1791.
- Cziraki, P., & Jenter, D. (2017). CEO immobility. *Working Paper - University of Toronto*.
- Cziraki, P., & Jenter, D. (2020). The Market for CEOs. *European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 831/2022*.
- Dahya, J., Lonie, A. A., & Power, D. M. (1998). Ownership Structure, Firm Performance and Top Executive Change: An Analysis of UK Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(9-10), 1089-1118.

- Dalton, D. R., & Kesner, I. F. (1983). Inside/Outside Succession and Organizational Size: The Pragmatics of Executive Replacement. *The Academy of Management Journal*, 26(4), 736-742.
- Dalton, D. R., & Kesner, I. F. (1985). Organizational Performance as an Antecedent of Inside/Outside Chief Executive Succession: An Empirical Assessment. *The Academy of Management Journal*, 28(4), 749-762.
- Deckop, J. R. (1988). Determinants of Chief Executive Officer Compensation. *Industrial and Labor Relations Review*, 41(2), 215-226.
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1997). Ownership Structure and Top Executive Turnover. *Journal of Financial Economics*, 45(2), 193-221.
- Denis, D., & Denis, D. (1995). Performance Changes Following Top Management Dismissals. *The Journal of Finance*, 50(4), 1029-1057.
- Dierynck, B., & Renders, A. (2014). An Empirical Test of the Effect of Outrage Costs on CEO Compensation Level. *AAA 2015 Management Accounting Section (MAS) Meeting*.
- Doeringer, P. B., & Piore, M. J. (1971). *Internal Labor Markets and Manpower Analysis*. New York: Routledge.
- Dumaine, B. (1990). The New Turnaround Champs. *Fortune*, pp. 36-44.
- Edmans, A., Gabaix, X., & Jenter, D. (2017). Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence. *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, Finance Working Paper No. 514/2016.
- Edmans, A., Gosling, T., & Jenter, D. (2023). CEO Compensation: Evidence From the Field. *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper No. 771.
- Eisfeldt, A. L., & Kuhnen, C. M. (2013). CEO Turnover in a Competitive Assignment Framework. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 351-372.
- Elsaid, E., & Davidson, W. N. (2009). What happens to CEO compensation following turnover and succession? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 424-447.
- Elsaid, E., Davidson, W. N., & Wang, X. (2011). CEO successor compensation: outside versus inside successions. *Journal of Management & Governance*, 15(2), 187-205.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.

- Faria, P., Martins, F. V., & Brandão, E. (2014). The Level of CEO Compensation for the Short and Long-term – A View on High-tech Firms. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 110, 1023-1032.
- Fee, C. E., & Hadlock, C. J. (2003). Raids, Rewards, and Reputations in the Market for Managerial Talent. *The Review of Financial Studies*, 16(4), 1315–1357.
- Fee, C. E., & Hadlock, C. J. (2004). Management turnover across the corporate hierarchy. *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 3-38.
- Fernandes, N., Ferreira, M. A., Matos, P., & Murphy, K. J. (2012). Are US CEOs Paid More? New International Evidence. *The Review of Financial Studies*, 26(2), 323–367.
- Fich, E., & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *Journal of Finance*, 61(2), 689-724.
- Florou, A., & Conyon, M. J. (2002). Top executive dismissal, ownership and corporate performance. *Accounting and Business Research*, 32(4), 209-225.
- Franks, J., & Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 163-181.
- Fredrickson, J. W., Hambrick, D. C., & Baumrin, S. (1988). A Model of CEO Dismissal. *The Academy of Management Review*, 13(2), 255-270.
- Friedman, S. D. (1991). Why Hire From Within? Causes And Consequences Of Internal Promotion Systems. *Academy of Management Proceedings*, 1, 272-276.
- Friedman, S. D., & Singh, H. (1989). CEO Succession and Stockholder Reaction: The Influence of Organizational Context and Event Content. *The Academy of Management Journal*, 32(4); 718-744.
- Frydman, C. (2009). Learning from the Past: Trends in Executive Compensation over the 20th Century. *CESifo Economic Studies*, 55(3-4), 458-481.
- Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO Compensation. *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University*, Working Paper No. 77.
- Frydman, C., & Saks, R. E. (2010). Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936-2005. *Review of Financial Studies*, 23(5), 2099-2138.
- Frye, M. B., & Pham, D. (2018). CEO gender and corporate board structures. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 69(Part C), 110-124.

- Furtado, E., & Karan, V. (1990). Causes, Consequences, and Shareholder Wealth Effects of Management Turnover: A Review of the Empirical Evidence. *Financial Management*, 19(2), 60-75.
- Furtado, E., & Rozeff, M. (1987). The wealth effects of company initiated management changes. *Journal of Financial Economics*, 18(1), 147-160.
- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2012). CEO pay cuts and forced turnover: Their causes and consequences. *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 291-310.
- Gilson, S. C., & Vetsuypens, M. R. (1993). CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 48(2), 425-458.
- Graefe-Anderson, R. (2014). CEO Turnover and Compensation: An Empirical Investigation. *Journal of Finance*, 4(2), 1-39.
- Gregory-Smith, I., Thompson, S., & Wright, P. W. (2009). Fired or Retired? A Competing Risks Analysis of Chief Executive Turnover. *The Economic Journal*, 119(536), 463-481.
- Guo, L., & Masulis, R. W. (2015). Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers. *The Review of Financial Studies*, 28(10), 2770-2811.
- Hadley, B. E. (2015). Two Essays on the Effects of External Pressure on Executive Compensation: Evidenced Through Political Sensitivity and Pay for Performance Disclosure. *Doctoral Dissertation: University of Tennessee - Knoxville*.
- Helmich, D. L. (1974). Organizational Growth and Succession Patterns. *The Academy of Management Journal*, 17(4), 771-775.
- Hermalin, B. (2005). Trends in Corporate Governance. *Journal of Finance*, 60(5), 2351-2384.
- Hillier, D., Linn, S. C., & McColgan, P. (2005). Equity Issuance, CEO Turnover and Corporate Governance. *European Financial Management*, 11(4), 515-538.
- Huson, M., Parrino, R., & Starks, L. (2001). Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective. *The Journal of Finance*, 56(6), 2265-2297.
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- 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.

- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1998). CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How. *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard Business Review No. 3.
- Jenter, D., & Kanaan, F. (2015). CEO Turnover and Relative Performance Evaluation. *The Journal of Finance*, 70(5), 2155-2184.
- Kanter, R. M. (1984). Variations in Managerial Career Structures in High Technology Firms: The Impact of Organizational Characteristics on Internal Labor Market Patterns. *International Labor Markets*, edited by P. Osterman. Cambridge, MA: MIT Press.
- Kaplan, S. N. (2008). Are U.S. CEOs Overpaid? *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 28-34.
- Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (2012). How Has CEO Turnover Changed? *International Review of Finance*, 12(1), 57-87.
- Kesner, I. F., & Sebor, T. C. (1994). Executive succession: Past, present & future. *Journal of Management*, 20(2), 327-372.
- Kronlund, M., & Sandy, S. (2018). Does Shareholder Scrutiny Affect Executive Compensation? *SSRN Electronic Journal*.
- Lengnick-Hall, C. A., & Lengnick-Hall, M. L. (1988). Strategic Human Resources Management: A Review of the Literature and a Proposed Typology. *The Academy of Management Review*, 13(3), 454-470.
- Martin, M. K. (1990). Executive Compensation. *The Journal for Hospital Governing Boards*, 43(10), 3.
- McGuire, J. W., Y., C. J., & Elbing, A. O. (1962). Executive Incomes, Sales and Profits. *The American Economic Review*, 52(4), 753-761.
- Mehran, H., & Yermack, D. (1997). Compensation and Top Management Turnover. *New York University - Stern School of Business*, NYU Working Paper No. FIN-98-051.
- Meng, X. H., Zeng, S. X., Tam, C. M., & Xu, X. D. (2013). Whether Top Executives' Turnover Influences Environmental Responsibility: From the Perspective of Environmental Information Disclosure. *Journal of Business Ethics*, 114(2), 341-353.

- Mohan, N. (2014). A review of the gender effect on pay, corporate performance and entry into top management. *International Review of Economics and Finance*, 34, 41-51.
- Mohan, N., & Ruggiero, J. (2003). Compensation Differences between Male and Female CEOs for Publicly Traded Firms: A Nonparametric Analysis. *The Journal of the Operational Research Society*, 54(12), 1242-1248.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 293-315.
- Murphy, K. (1999). Chapter 38: Executive Compensation. Em O. Ashenfelter, & D. Card, *Handbook of Labor Economics* (pp. Vol. 3, Part B, pp. 2485-2563). North, Holland: Elsevier Science.
- Murphy, K. (2002). Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options. *The University of Chicago Law Review*, 69(3), 847-869.
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 11-42.
- Murphy, K. J., & Zabochnik, J. (2007). Managerial Capital and the Market for CEOs. *SSRN Electronic Journal*.
- Newman, H. A., & Mozes, H. A. (1999). Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices? *Financial Management*, 28(3), 41-53.
- Palomino, F., & Peyrache, E. (2013). Internal versus external CEO choice and the structure of compensation contracts. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(4), 1301-1331.
- Parkinson, J., & Kelly, G. (1999). The Combined Code on Corporate Governance. *The Political Quarterly*, 70(1), 101-107.
- Parrino, R. (1997). CEO turnover and outside succession A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics*, 46(2), 165-197.
- Peters, F. S., & Wagner, A. F. (2014). The Executive Turnover Risk Premium. *The Journal of Finance*, 69(4), 1529-1563.
- Pfeffer, J., & Cohen, Y. (1984). Determinants of Internal Labor Markets in Organizations. *Administrative Science Quarterly*, 29(4), 550-572.

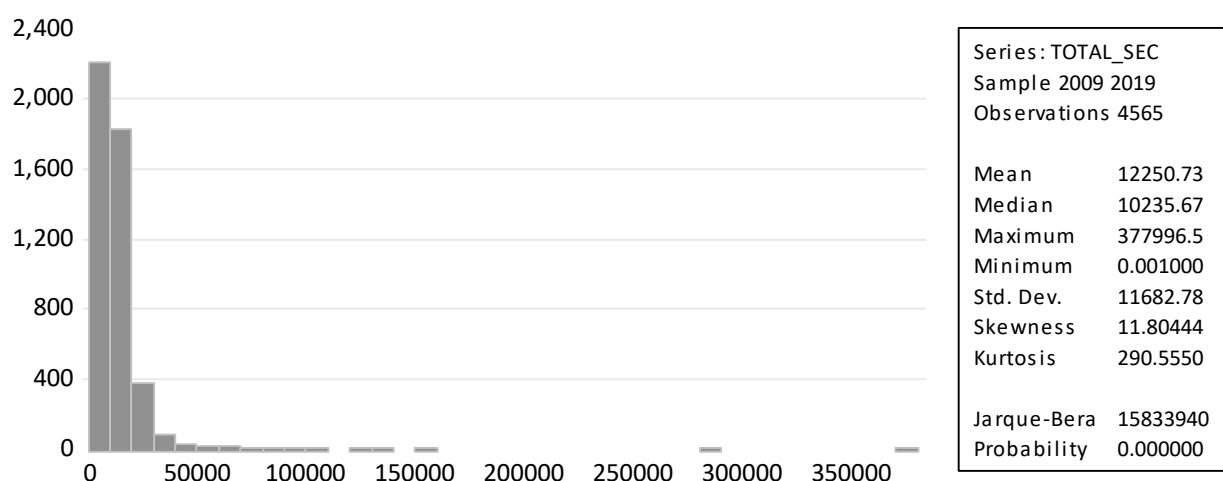
- Rajgopal, S., Shevlin, T., & Zamora, V. (2006). CEOs' outside Employment Opportunities and the Lack of Relative Performance Evaluation in Compensation Contracts. *The Journal of Finance*, 61(4), 1813-1844.
- Ramos, J. (2019). *Dissertação de Mestrado: Fatores de Mudança dos CEO e Impacto no Desempenho Económico-Financeiro das Organizações – o Caso Português*. Porto: FEP - Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- Roberts, D. R. (1959). Executive Compensation. *Glencoe, Ill., Free Press*.
- SEC. (December de 2021). *Part 229 - Standard Instructions For Filing Forms Under Securities Act Of 1933, Securities Exchange Act Of 1934 And Energy Policy And Conservation Act Of 1975 - Regulation S-K*. Obtido de Code of Federal Regulations: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-229>
- Shen, W., & Cannella, A. (2003). Will Succession Planning Increase Shareholder Wealth? Evidence from Investor Reactions to Relay CEO Successions. *Strategic Management Journal*, 24(2), 191-198.
- Shen, W., & Cannella, A. A. (2003). Will Succession Planning Increase Shareholder Wealth? Evidence from Investor Reactions to Relay CEO Successions. *Strategic Management Journal*, 24(2), 191-198.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J., & Monteiro, M. (2006). *Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal*. Portugal: Instituto Português de Corporate Governance.
- Smith, A. (1776). *The Wealth of Nations*.
- Struggles, H. &. (2018). *CEO & Board Practices - Route to the Top 2018 Report*. Obtido de https://www.heidrick.com/-/media/heidrickcom/publications-and-reports/route_to_the_top_2018.pdf
- Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 25-54.
- Tricker, B. (2012). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. United Kingdom: Oxford.

- Wang, Y. (2014). Monitoring CEOs: can insider-dominated boards do a good job? *Managerial Finance*, 40(4), 355-375.
- Warner, J., & Watts, R. W. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20(1-2), 461-492.
- Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 431-460.
- Weisbach, M. (2007). Optimal Executive Compensation versus Managerial Power: A Review of Lucian Bebchuk and Jesse Fried's "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation". *Journal of Economic Literature*, 45(2), 419-428.
- Wernerfelt, B. (1984). A Resource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation for Firms With a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- Yermack, D., & Shivdasani, A. (1998). CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis. pp. New York University, Center for Law and Business, Working Paper No. 98-015.
- Zajac, E. J. (1990). CEO Selection, Succession, Compensation and Firm Performance: A Theoretical Integration and Empirical Analysis. *Strategic Management Journal*, 11(3), 217-230.
- Zhang, Y. (2008). Information Asymmetry and the Dismissal of Newly Appointed CEOs: An Empirical Investigation. *Strategic Management Journal*, 29(8), 859-872.
- Zhang, Y., & Rajagopalan, N. (2003). Explaining New CEO Origin: Firm versus Industry Antecedents. *The Academy of Management Journal*, 46(3), 327-338.
- Zhu, D. H., & Shen, W. (2016). Why do some outside successions fare better than others? The role of outside CEOs' prior experience with board diversity. *Strategic Management Journal*, 37(13), 2695-2708.

Anexo I

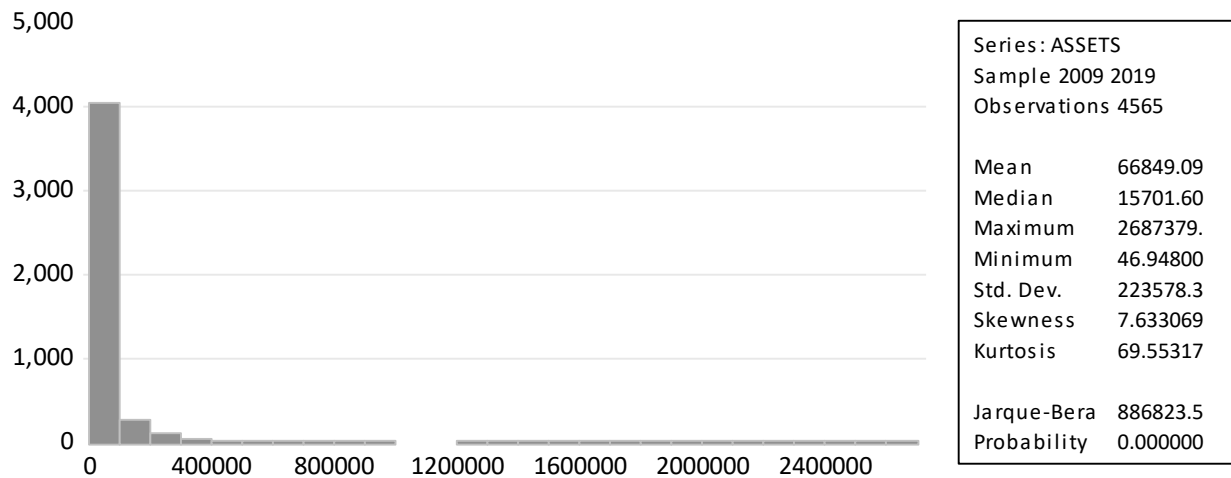
Dados Amostra

Relativamente à remuneração do CEO, representada pela variável `TOTAL_SEC`, tem distribuição probabilística, assumindo valores aleatórios. Através do histograma é possível constatar que a maior fatia está entre 0 e 50.000,00, verificando-se uma grande discrepância entre os valores máximos e mínimos. O valor mínimo de 0,001 tem somente quatro entradas na base de dados, sendo o valor mínimo seguinte, aproximadamente 7,0. O valor máximo pode ser considerado um valor atípico, sendo o segundo valor máximo 280.621,55. O valor médio das remunerações dos executivos situa-se nos 12.250,73, sendo a mediana ligeiramente inferior.

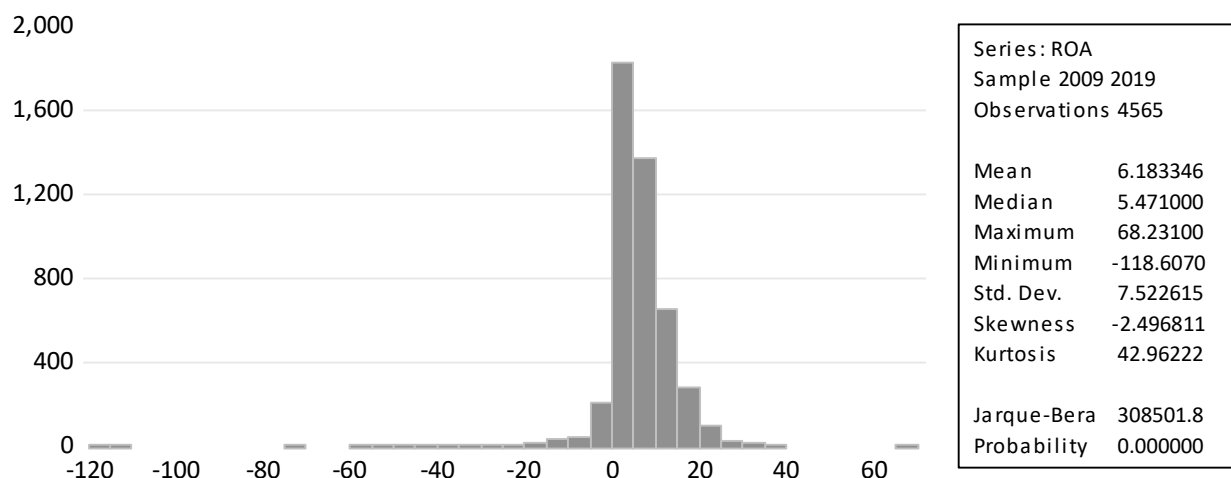


No que concerne aos ativos da empresa deteta-se novamente uma grande diferença entre os valores mínimos e máximos, responsáveis pela grande dispersão de entradas. A maior fatia está próxima dos valores mínimos (entre 0 e 200.000,00), sendo que os valores máximos têm poucas entradas. Esta facto justifica a elevada diferença existente entre a média e a mediana, superior a 50.000,00.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

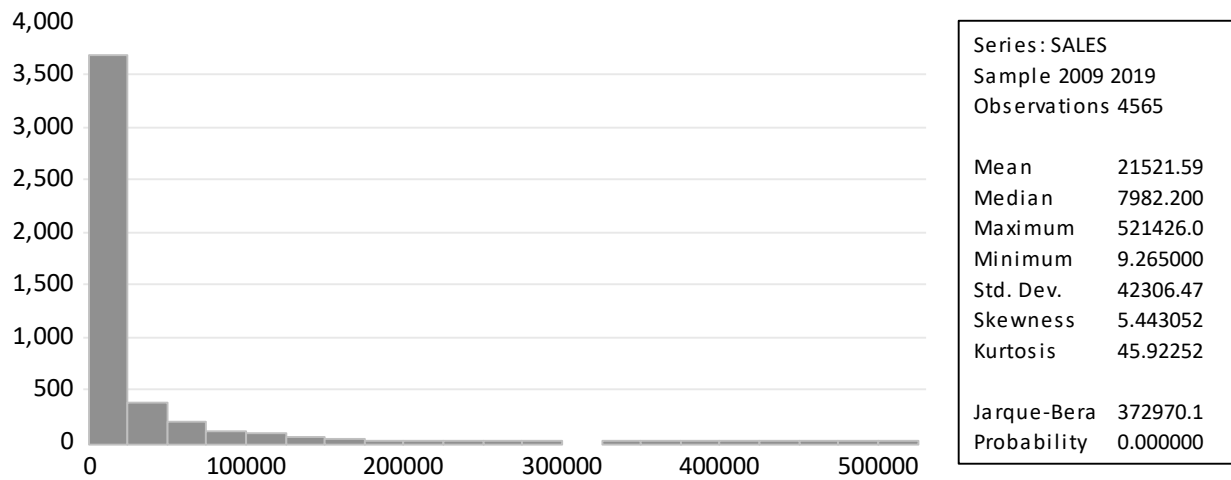


A distribuição das entradas da rentabilidade da empresa é representada pela variável ROA. Verifica-se que existem algumas empresas, apesar de pouco significativas, que tem rentabilidades negativas. A maior concentração situa-se entre os 0 e os 10, sendo a média próxima dos seis milhões e a mediana cerca de meio milhão abaixo. O valor máximo e mínimo da amostra analisada é 68,0 e -118,6 respetivamente.

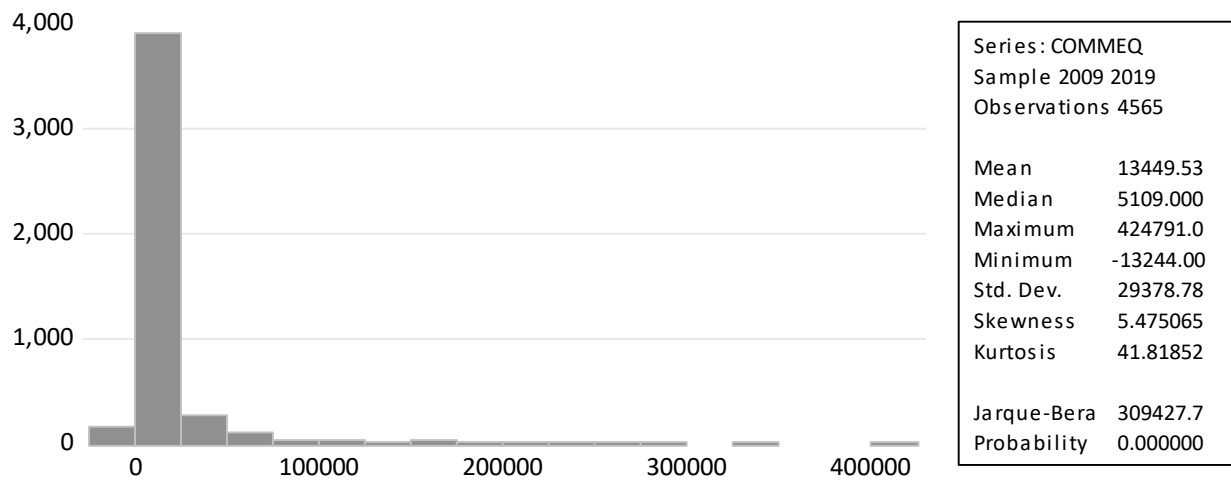


O valor mínimo e máximo das vendas assume um valor de 9,26 e 521.426,0 respetivamente. O valor médio das vendas está próximo dos 21.521, sendo a mediana significativamente inferior, na casa dos 7982. Essa diferença entre o valor médio e a mediana é o reflexo de uma distribuição não uniforme dos valores, estando nesta situação muito mais próximos do intervalo entre 0 e 50.000.

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?



A distribuição dos valores do capital que as empresas reportaram durante o período amostral tem uma média anual de 13.449,53, uma mediana de 5.109, e um valor mínimo negativo de -13.244 e um máximo de 424.791. Pela análise do histograma constata-se que existe uma concentração superior entre os valores 0 e 50.000.



Anexo II

Setores de Atividades captados na amostra

Setor de Atividade	Nº de empresas
REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS	26
COMMERCIAL BANKS	18
SEMICONDUCTORS AND RELATED DEVICES	13
ELECTRIC SERVICES	11
PREPACKAGED SOFTWARE	10
ELECTRIC AND OTHER SERVICES COMBINED	10
FIRE, MARINE, AND CASUALTY INSURANCE	10
COMPUTER PROGRAMMING, DATA PROCESSING, AND OTHER COMPUTER RELATED SVCS	9
PHARMACEUTICAL PREPARATIONS	9
LABORATORY ANALYTICAL INSTRUMENTS	8
CRUDE PETROLEUM AND NATURAL GAS	8
INVESTMENT ADVICE	7
ELECTROMEDICAL AND ELECTROTHERAPEUTIC APPARATUS	5
AIR TRANSPORTATION, SCHEDULED	5
BIOLOGICAL PRODUCTS, EXCEPT DIAGNOSTIC SUBSTANCES	5
HOSPITAL AND MEDICAL SERVICE PLANS	5
INSURANCE AGENTS, BROKERS, AND SERVICE	5
COMPUTER INTEGRATED SYSTEMS DESIGN	5
EATING PLACES	5
APPAREL & OTHER FINISHED PRODS MADE FROM FABRICS & SIMILAR MATLS	5
SURGICAL AND MEDICAL INSTRUMENTS AND APPARATUS	4
SECURITY & COMMODITY BROKERS, DEALERS, EXCHANGES, & SERVICES	4
RAILROADS, LINE-HAUL OPERATING	4
OPERATIVE BUILDERS	4
VARIETY STORES	4
SEARCH, DETECTION, NAVIGATION, GUIDANCE, AERONAUTICAL AND NAUTICAL SYS, INSTR	4
LIFE INSURANCE	4
MISCELLANEOUS AMUSEMENT AND RECREATION SERVICES	4
CONVERTED PAPER & PAPERBOARD PRODUCTS, EXCEPT CONTAINERS & BOXES	3
AUTO AND HOME SUPPLY STORES	3
SECURITY BROKERS, DEALERS, & FLOTATION COMPANIES	3
DRUGS, DRUG PROPRIETARIES, AND DRUGGISTS' SUNDRIES-WHOLESALE	3
INDL INSTR FOR MEAS, DISPLAY, CNTL OF PROCESS VARIABLES; RELATED PDS	3
COMPUTER PROCESSING AND DATA PREPARATION AND PROCESSING SERVICES	3

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

CONGLOMERATES	3
INDUSTRIAL ORGANIC CHEMICALS	3
AGRICULTURAL CHEMICALS	3
CABLE AND OTHER PAY TELEVISION SERVICES	3
PETROLEUM REFINING	3
AIR-COND & WARM AIR HEATING EQUIP & COMMERCIAL & INDL REFRIG EQ	3
ORTHOPEDIC, PROSTHETIC, AND SURGICAL APPLIANCES AND SUPPLIES	3
CREDIT REPORTING SERVICES	3
FAMILY CLOTHING STORES	3
FUNCTIONS RELATED TO DEPOSITORY BANKING, NEC	3
COMPUTER STORAGE DEVICES	3
ACCIDENT AND HEALTH INSURANCE	2
INDUSTRIAL INORGANIC CHEMICALS	2
DENTAL EQUIPMENT AND SUPPLIES	2
CIGARETTES	2
PERSONAL CREDIT INSTITUTIONS	2
ELECTRONIC CONNECTORS	2
RADIO AND TELEVISION BROADCASTING AND COMMUNICATIONS EQUIPMENT	2
SPECIAL INDUSTRY MACHINERY, NEC	2
RADIOTELEPHONE COMMUNICATIONS	2
AIRCRAFT	2
TRUCKING, EXCEPT LOCAL	2
WATER TRANSPORTATION	2
COMPUTER COMMUNICATIONS EQUIPMENT	2
SPECIALTY CLEANING, POLISHING, AND SANITATION PREPARATIONS	2
BOTTLED AND CANNED SOFT DRINKS AND CARBONATED WATERS	2
PERFUMES, COSMETICS, AND OTHER TOILET PREPARATIONS	2
MALT BEVERAGES	2
MOTOR VEHICLES AND MOTOR VEHICLE PARTS AND SUPPLIES-WHOLESALE	2
DRUG STORES AND PROPRIETARY STORES	2
DIVERSIFIED MULTI-MEDIA	2
MOTOR VEHICLES AND PASSENGER CAR BODIES	2
COMPUTER PERIPHERAL EQUIPMENT, NEC	2
GRAIN MILL PRODUCTS	2
OIL AND GAS FIELD SERVICES, NEC	2
LUMBER AND OTHER BUILDING MATERIALS DEALERS	2
MEAT PACKING PLANTS	2
PUMPS AND PUMPING EQUIPMENT	2
ADVERTISING AGENCIES	2
MEDICAL LABORATORIES	2
MINING AND QUARRYING OF NONMETALLIC MINERALS, EXCEPT FUELS	2
PAPERBOARD CONTAINERS AND BOXES	2
PAINTS, VARNISHES, LACQUERS, ENAMELS, AND ALLIED PRODUCTS	2

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

REFUSE SYSTEMS	2
MANAGEMENT CONSULTING SERVICES	1
COGENERATION SERVICES AND SMALL POWER PRODUCERS	1
CATALOG AND MAIL-ORDER HOUSES	1
FATS AND OILS	1
NATURAL GAS DISTRIBUTION	1
METAL CANS	1
RADIO, TELEVISION, AND CONSUMER ELECTRONICS STORES	1
MOTOR VEHICLE PARTS AND ACCESSORIES	1
DISTILLED AND BLENDED LIQUORS	1
CANNED, FROZEN & PRESERVED FRUITS,VEGETABLES & FOOD SPECIALTIES	1
AUTOMOTIVE DEALERS AND GASOLINE SERVICE STATIONS	1
CONSTRUCTION MACHINERY AND EQUIPMENT	1
REAL ESTATE	1
COMMERCIAL PHYSICAL AND BIOLOGICAL RESEARCH	1
SOAP,DETERGENTS,CLEANING PREPS,PERFUMES,COSMETICS & OTH TOILET PREPS	1
PERSONAL SERVICES	1
FINANCE SERVICES	1
FOOD AND KINDRED PRODUCTS	1
OPHTHALMIC GOODS	1
ELECTRONIC COMPONENTS, NEC	1
MISCELLANEOUS GENERAL MERCHANDISE STORES	1
ENGINES AND TURBINES	1
MISCELLANEOUS HEALTH AND ALLIED SERVICES, NEC	1
FARM MACHINERY AND EQUIPMENT	1
PLASTIC MATERIALS,SYNTHETIC RESINS, AND NONVULCANIZABLE ELASTOMERS	1
TRANSPORTATION SERVICES	1
ARRANGEMENT OF TRANSPORTATION OF FREIGHT AND CARGO	1
AIR COURIER SERVICES	1
METAL MINING	1
ENGINEERING, ACCOUNTING, RESEARCH, MANAGEMENT, AND RELATED SERVICES	1
MOTOR VEHICLE SUPPLIES AND NEW PARTS-WHOLESALE	1
DURABLE GOODS-WHOLESALE	1
GAMES, TOYS, AND CHILDREN'S VEHICLES; EXCEPT DOLLS AND BICYCLES	1
MEDICAL, DENTAL, AND HOSPITAL EQUIPMENT AND SUPPLIES-WHOLESALE	1
SUGAR AND CONFECTIONERY PRODUCTS	1
X-RAY APPARATUS AND TUBES AND RELATED IRRADIATION APPARATUS	1
COMPUTER AND OFFICE EQUIPMENT	1
IN VITRO AND IN VIVO DIAGNOSTIC SUBSTANCES	1
GENERAL INDUSTRIAL MACHINERY AND EQUIPMENT	1
PAPERBOARD MILLS	1
HEAVY CONSTRUCTION OTHER THAN BUILDING CONSTRUCTION - CONTRACTORS	1
PAPER MILLS	1

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

OPTICAL INSTRUMENTS AND LENSES	1
GROCERY STORES	1
APPAREL AND ACCESSORY STORES	1
HOUSEHOLD FURNITURE	1
GUIDED MISSILES AND SPACE VEHICLES AND PARTS	1
TELEPHONE COMMUNICATIONS, EXCEPT RADIOTELEPHONE	1
HOTELS AND MOTELS	1
HEATING EQUIPMENT, EX ELECTRIC & WARM AIR; & PLUMBING FIXTURES	1
MISCELLANEOUS FOOD PREPARATIONS AND KINDRED PRODUCTS	1
CARPETS AND RUGS	1
COOKIES AND CRACKERS	1
VIDEO TAPE RENTAL	1
MISCELLANEOUS MANUFACTURING INDUSTRIES	1
GOLD AND SILVER ORES	1
RUBBER AND PLASTICS FOOTWEAR	1
GAS AND OTHER SERVICES COMBINED	1
OIL AND GAS FIELD MACHINERY AND EQUIPMENT	1
STEEL WORKS, BLAST FURNACES (INCLUDING COKE OVENS), & ROLLING MILLS	1
NATURAL GAS TRANSMISSION AND DISTRIBUTION	1
MISCELLANEOUS FABRICATED METAL PRODUCTS	1
ACCOUNTING, AUDITING, AND BOOKKEEPING SERVICES	1
BEVERAGES	1
MISCELLANEOUS DURABLE GOODS-WHOLESALE	1
AIRCRAFT ENGINES AND ENGINE PARTS	1
HELP SUPPLY SERVICES	1
ELECTRICAL INDUSTRIAL APPARATUS	1
SERVICES TO DWELLINGS AND OTHER BUILDINGS	1
UNSUPPORTED PLASTICS FILM AND SHEET	1
CANNED FRUITS, VEGETABLES, PRESERVES, JAMS, AND JELLIES	1
CUTLERY, HANDTOOLS, AND GENERAL HARDWARE	1
METALWORKING MACHINERY AND EQUIPMENT	1
GROCERIES AND RELATED PRODUCTS-WHOLESALE	1
LEATHER AND LEATHER PRODUCTS	1
INSTRUMENTS FOR MEAS & TESTING OF ELECTRICITY & ELEC SIGNALS	1
BUILDING MATERIALS, HARDWARE, GARDEN SUPPLY, & MOBILE HOME DEALERS	1
AIRCRAFT PARTS AND AUXILIARY EQUIPMENT, NEC	1
MEASURING AND CONTROLLING DEVICES, NEC	1
RETAIL STORES, NEC	1
TRUCKING AND COURIER SERVICES, EXCEPT AIR	1
MISCELLANEOUS EQUIPMENT RENTAL AND LEASING	1
GENERAL MEDICAL AND SURGICAL HOSPITALS	1
RAILROAD EQUIPMENT	1
LUMBER AND WOOD PRODUCTS, EXCEPT FURNITURE	1

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

HOUSEHOLD APPLIANCES	1
NATURAL GAS TRANSMISSION	1

Anexo III

Empresas captadas na amostra

3M CO	ANALOG DEVICES	CARNIVAL CORPORATION & PLC
ABBOTT LABORATORIES	ANSYS INC	CATERPILLAR INC
ABIOMED INC	ANTHEM INC	CBRE GROUP INC
ACCENTURE PLC	AON PLC	CELANESE CORP
ACTIVISION BLIZZARD INC	APA CORP	CENTENE CORP
ADOBE INC	APPLE INC	CENTERPOINT ENERGY INC
ADVANCE AUTO PARTS INC	APPLIED MATERIALS INC	CERNER CORP
ADVANCED MICRO DEVICES	ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO	CF INDUSTRIES HOLDINGS INC
AES CORP (THE)	ARTHUR J GALLAGHER & CO	CHARLES RIVER LABS INTL INC
AFLAC INC	AT&T INC	CHARTER COMMUNICATIONS INC
AGILENT TECHNOLOGIES INC	ATMOS ENERGY CORP	CHEVRON CORP
AIR PRODUCTS & CHEMICALS INC	AUTODESK INC	CHIPOTLE MEXICAN GRILL INC
AKAMAI TECHNOLOGIES INC	AUTOMATIC DATA PROCESSING	CHUBB LTD
ALASKA AIR GROUP INC	AUTOZONE INC	CHURCH & DWIGHT INC
ALBEMARLE CORP	AVALONBAY COMMUNITIES INC	CIGNA CORP
ALEXANDRIA R E EQUITIES INC	AVERY DENNISON CORP	CINCINNATI FINANCIAL CORP
ALEXION PHARMACEUTICALS INC	BALL CORP	CINTAS CORP
ALIGN TECHNOLOGY INC	BANK OF AMERICA CORP	CISCO SYSTEMS INC
ALLIANT ENERGY CORP	BANK OF NEW YORK MELLON CORP	CITIGROUP INC
ALLSTATE CORP	BAXTER INTERNATIONAL INC	CLOROX CO/DE
ALPHABET INC	BECTON DICKINSON & CO	CME GROUP INC
ALTRIA GROUP INC	BERKLEY (W R) CORP	CMS ENERGY CORP
AMAZON.COM INC	BERKSHIRE HATHAWAY	COCA-COLA CO
AMCOR PLC	BEST BUY CO INC	COGNIZANT TECH SOLUTIONS
AMEREN CORP	BIOGEN INC	COLGATE-PALMOLIVE CO
AMERICAN AIRLINES GROUP INC	BIO-RAD LABORATORIES INC	COMCAST CORP
AMERICAN ELECTRIC POWER CO	BLACKROCK INC	COMERICA INC
AMERICAN EXPRESS CO	BOEING CO	CONAGRA BRANDS INC
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	BORGWARNER INC	CONOCOPHILLIPS
AMERICAN TOWER CORP	BOSTON PROPERTIES INC	CONSOLIDATED EDISON INC
AMERIPRISE FINANCIAL INC	BOSTON SCIENTIFIC CORP	CONSTELLATION BRANDS
AMERISOURCEBERGEN CORP	BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	COOPER COS INC (THE)
AMETEK INC	BROADCOM INC	COPART INC
AMGEN INC	BROADRIDGE FINANCIAL SOLUTNS	CORNING INC
AMPHENOL CORP	BROWN FORMAN CORP	COSTCO WHOLESALE CORP
	C H ROBINSON WORLDWIDE INC	CROWN CASTLE INTL CORP
	CABOT OIL & GAS CORP	CSX CORP
	CADENCE DESIGN SYSTEMS INC	CUMMINS INC
	CAMPBELL SOUP CO	CVS HEALTH CORP
	CARDINAL HEALTH INC	D R HORTON INC
	CARMAX INC	DANAHER CORP

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

DARDEN RESTAURANTS INC	FEDERAL REALTY INVESTMENT TR	ILLINOIS TOOL WORKS
DAVITA INC	FEDEX CORP	ILLUMINA INC
DEERE & CO	FIDELITY NATIONAL INFO SVCS	INCYTE CORP
DELTA AIR LINES INC	FIFTH THIRD BANCORP	INTEL CORP
DENTSPLY SIRONA INC	FIRSTENERGY CORP	INTERCONTINENTAL EXCHANGE
DEVON ENERGY CORP	FISERV INC	INTERPUBLIC GROUP OF COS
DEXCOM INC	FMC CORP	INTL BUSINESS MACHINES CORP
DIGITAL REALTY TRUST INC	FORD MOTOR CO	INTL FLAVORS & FRAGRANCES
DISCOVER FINANCIAL SVCS	FORTINET INC	INTL PAPER CO
DISCOVERY INC	FRANKLIN RESOURCES INC	INTUIT INC
DISNEY (WALT) CO	FREEMPORT-MCMORAN INC	INTUITIVE SURGICAL INC
DOLLAR GENERAL CORP	GAP INC	INVESCO LTD
DOLLAR TREE INC	GARMIN LTD	IPG PHOTONICS CORP
DOMINION ENERGY INC	GARTNER INC	JACOBS ENGINEERING GROUP INC
DOMINO'S PIZZA INC	GENERAL ELECTRIC CO	JOHNSON & JOHNSON
DOVER CORP	GENERAL MILLS INC	JOHNSON CONTROLS INTL PLC
DTE ENERGY CO	GENUINE PARTS CO	JPMORGAN CHASE & CO
DUKE REALTY CORP	GILEAD SCIENCES INC	JUNIPER NETWORKS INC
DUPONT DE NEMOURS INC	GLOBE LIFE INC	KANSAS CITY SOUTHERN
EASTMAN CHEMICAL CO	GOLDMAN SACHS GROUP INC	KELLOGG CO
EBAY INC	GRAINGER (W W) INC	KEYCORP
ECOLAB INC	HALLIBURTON CO	KIMBERLY-CLARK CORP
EDISON INTERNATIONAL	HANESBRANDS INC	KIMCO REALTY CORP
EDWARDS LIFESCIENCES CORP	HARTFORD FINANCIAL SERVICES	KLA CORP
ELECTRONIC ARTS INC	HASBRO INC	KROGER CO
EMERSON ELECTRIC CO	HEALTHPEAK PROPERTIES INC	L BRANDS INC
ENTERGY CORP	HENRY (JACK) & ASSOCIATES	L3HARRIS TECHNOLOGIES INC
EOG RESOURCES INC	HENRY SCHEIN INC	LABORATORY CP OF AMER HLDGS
EQUIFAX INC	HERSHEY CO	LAM RESEARCH CORP
EQUINIX INC	HESS CORP	LAS VEGAS SANDS CORP
EQUITY RESIDENTIAL	HOLOGIC INC	LEGGETT & PLATT INC
ESSEX PROPERTY TRUST	HOME DEPOT INC	LENNAR CORP
ESTEE LAUDER COMPANIES INC	HONEYWELL INTERNATIONAL INC	LILLY (ELI) & CO
EVEREST RE GROUP LTD	HORMEL FOODS CORP	LINCOLN NATIONAL CORP
EVERSOURCE ENERGY	HOST HOTELS & RESORTS INC	LKQ CORP
EXELON CORP	HP INC	LOCKHEED MARTIN CORP
EXPEDIA GROUP INC	HUMANA INC	LOEWS CORP
EXPEDITORS INTL WASH INC	HUNT (JB) TRANSPRT SVCS INC	LOWE'S COS INC
EXTRA SPACE STORAGE INC	HUNTINGTON BANCSHARES	LUMEN TECHNOLOGIES INC
EXXON MOBIL CORP	IDEX CORP	M & T BANK CORP
F5 NETWORKS INC	IDEXX LABS INC	MARATHON OIL CORP

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

MARKETAXESS HOLDINGS INC	NVIDIA CORP	REGIONS FINANCIAL CORP
MARRIOTT INTL INC	NVR INC	REPUBLIC SERVICES INC
MARSH & MCLENNAN COS	OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	RESMED INC
MARTIN MARIETTA MATERIALS	OMNICOM GROUP	ROBERT HALF INTL INC
MASCO CORP	ONEOK INC	ROCKWELL AUTOMATION
MASTERCARD INC	ORACLE CORP	ROLLINS INC
MAXIM INTEGRATED PRODUCTS	O'REILLY AUTOMOTIVE INC	ROPER TECHNOLOGIES INC
MCCORMICK & CO INC	PACCAR INC	ROSS STORES INC
MCKESSON CORP	PACKAGING CORP OF AMERICA	ROYAL CARIBBEAN GROUP
MERCK & CO	PARKER-HANNIFIN CORP	S&P GLOBAL INC
METLIFE INC	PAYCHEX INC	SALESFORCE.COM INC
METTLER-TOLEDO INTL INC	PENN NATIONAL GAMING INC	SBA COMMUNICATIONS CORP
MGM RESORTS INTERNATIONAL	PENTAIR PLC	SCHLUMBERGER LTD
MICROCHIP TECHNOLOGY INC	PEOPLE'S UNITED FINL INC	SCHWAB (CHARLES) CORP
MICRON TECHNOLOGY INC	PEPSICO INC	SEAGATE TECHNOLOGY HOLDINGS
MICROSOFT CORP	PERKINELMER INC	SEALED AIR CORP
MID-AMERICA APT CMNTYS INC	PERRIGO CO PLC	SEMPRA ENERGY
MOHAWK INDUSTRIES INC	PFIZER INC	SHERWIN-WILLIAMS CO
MOLSON COORS BEVERAGE CO	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	SIMON PROPERTY GROUP INC
MONDELEZ INTERNATIONAL INC	PINNACLE WEST CAPITAL CORP	SKYWORKS SOLUTIONS INC
MONOLITHIC POWER SYSTEMS INC	PNC FINANCIAL SVCS GROUP INC	SMUCKER (JM) CO
MONSTER BEVERAGE CORP	POOL CORP	SNAP-ON INC
MOODY'S CORP	PPG INDUSTRIES INC	SOUTHERN CO
MORGAN STANLEY	PPL CORP	SOUTHWEST AIRLINES
MOSAIC CO	PRICE (T. ROWE) GROUP	STANLEY BLACK & DECKER INC
MOTOROLA SOLUTIONS INC	PRINCIPAL FINANCIAL GRP INC	STARBUCKS CORP
MSCI INC	PROGRESSIVE CORP-OHIO	STATE STREET CORP
NASDAQ INC	PROLOGIS INC	STERIS PLC
NETAPP INC	PRUDENTIAL FINANCIAL INC	STRYKER CORP
NETFLIX INC	PTC INC	SVB FINANCIAL GROUP
NEWELL BRANDS INC	PUBLIC SERVICE ENTRP GRP INC	SYNOPSYS INC
NEWMONT CORP	PUBLIC STORAGE	SYSCO CORP
NEXTERA ENERGY INC	PULTEGROUP INC	TAKE-TWO INTERACTIVE SFTWR
NIKE INC -CL B	PVH CORP	TAPESTRY INC
NISOURCE INC	QUALCOMM INC	TARGET CORP
NORFOLK SOUTHERN CORP	QUEST DIAGNOSTICS INC	TE CONNECTIVITY LTD
NORTHERN TRUST CORP	RALPH LAUREN CORP	TELEDYNE TECHNOLOGIES INC
NORTHROP GRUMMAN CORP	RAYTHEON TECHNOLOGIES CORP	TELEFLEX INC
NOV INC	REALTY INCOME CORP	TERADYNE INC
NRG ENERGY INC	REGENCY CENTERS CORP	TEXTRON INC
NUCOR CORP	REGENERON PHARMACEUTICALS	THERMO FISHER SCIENTIFIC INC

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

TJX COS INC (THE)	WEYERHAEUSER CO
TRACTOR SUPPLY CO	WHIRLPOOL CORP
TRANE TECHNOLOGIES PLC	WILLIAMS COS INC
TRANSDIGM GROUP INC	WILLIS TOWERS WATSON PLC
TRAVELERS COS INC	WYNN RESORTS LTD
TRIMBLE INC	XCEL ENERGY INC
TRUIST FINANCIAL CORP	XILINX INC
TYLER TECHNOLOGIES INC	YUM BRANDS INC
TYSON FOODS INC -CL A	ZEBRA TECHNOLOGIES CP -CL A
U S BANCORP	ZIMMER BIOMET HOLDINGS INC
UDR INC	ZIONS BANCORPORATION NA
ULTA BEAUTY INC	
UNDER ARMOUR INC	
UNION PACIFIC CORP	
UNITED AIRLINES HOLDINGS INC	
UNITED PARCEL SERVICE INC	
UNITED RENTALS INC	
UNITEDHEALTH GROUP INC	
UNIVERSAL HEALTH SVCS INC	
UNUM GROUP	
VALERO ENERGY CORP	
VENTAS INC	
VERISIGN INC	
VERISK ANALYTICS INC	
VERIZON COMMUNICATIONS INC	
VERTEX PHARMACEUTICALS INC	
VF CORP	
VIACOMCBS INC	
VISA INC	
VORNADO REALTY TRUST	
VULCAN MATERIALS CO	
WABTEC CORP	
WALGREENS BOOTS ALLIANCE INC	
WALMART INC	
WASTE MANAGEMENT INC	
WATERS CORP	
WELLS FARGO & CO	
WELLTOWER INC	
WESTERN DIGITAL CORP	
WESTERN UNION CO	
WESTROCK CO	

Anexo IV

CEO captados na amostra

George W. Buckley
Inge G. Thulin, M.B.A.
Michael F. Roman
Miles D. White, M.B.A.
Michael R. Minogue
William D. Green
Pierre Nanterme
Julie T. Spellman Sweet
Robert A. Kotick
Shantanu Narayan
Darren R. Jackson
Thomas R. Greco
Derrick R. Meyer
Rory P. Read
Lisa T. Su, Ph.D.
Paul T. Hanrahan
Andres Ricardo Gluski Weilert
Daniel Paul Amos
William P. Sullivan
Michael R. McMullen
John E. McGlade
Seifollah Ghasemi
Paul L. Sagan
F. Thomson Leighton
William S. Ayer
Bradley D. Tilden
Mark C. Rohr
Luther C. Kissam, IV
Joel S. Marcus, CPA, J.D.
Peter M. Moglia
Leonard Bell
David L. Hallal
Ludwig N. Hantson
Thomas M. Prescott
Joseph M. Hogan
William Douglas Harvey

Patricia Leonard Kampling
John O. Larsen
Thomas Joseph Wilson, II
Eric E. Schmidt
Sundar Pichai
Michael E. Szymanczyk
Martin J. Barrington
Howard A. Willard
Jeffrey P. Bezos
Ken MacKenzie
Ronald Stephen Delia
Thomas R. Voss
Warner L. Baxter, CPA, CPA
Gerard J. Arpey
Thomas W. Horton
William Douglas Parker
Michael G. Morris
Nicholas K. Akins
Kenneth I. Chenault
Stephen Joseph Squeri
Robert Herman Benmosche
Peter D. Hancock
Brian Charles Duperreault
James D. Taiclet, Jr.
James M. Cracchiolo
R. David Yost
Steven H. Collis
Frank S. Hermance
David A. Zapico
Kevin W. Sharer
Robert A. Bradway
Richard Adam Norwitt
Jerald G. Fishman
Vincent T. Roche
James E. Cashman, III
Ajei S. Gopal
Kenneth Richard Goulet
John Cannon, III
Joseph R. Swedish, M.H.A.
Gail Koziara Boudreaux
Gregory Clarence Case

G. Steven Farris
John J. Christmann, IV
Steven P. Jobs
Timothy D. Cook
Michael R. Splinter
Gary E. Dickerson
Patricia A. Woertz
Juan Ricardo Luciano
J. Patrick Gallagher, Jr.
Randall L. Stephenson
Robert W. Best
Kim R. Cocklin
Michael E. Haefner
John Kevin Akers
Carl Bass
Andrew Anagnost
Gary C. Butler
Carlos A. Rodriguez
William C. Rhodes, III
Bryce F. Blair
Timothy J. Naughton
Dean A. Scarborough
Mitchell R. Butier
Roy David Hoover
John A. Hayes
Kenneth D. Lewis
Brian Thomas Moynihan
Robert P. Kelly
Gerald Lee Hassell
Charles W. Scharf
Thomas P. Gibbons
Robert L. Parkinson, Jr.
Jose E. Almeida
Edward J. Ludwig
Vincent A. Forlenza
William Robert Berkley
William Robert Berkley, Jr.
Warren E. Buffett
Brian J. Dunn
Hubert Joly
Corie Sue Barry

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

James C. Mullen	D. James Umpleby, III	Muhtar Kent
George A. Scangos	W. Brett White	James Robert B. Quincey
Michel Vounatsos	Robert E. Sulentic	Francisco D'Souza
Norman D. Schwartz	David N. Weidman	Brian Humphries
Laurence Douglas Fink	Lori J. Ryerkerk	Ian M. Cook
W. James McNerney, Jr.	Michael Frederic Neidorff	Noel R. Wallace
Dennis A. Muilenburg	David M. McClanahan	Brian L. Roberts
Gregory D. Smith	Scott M. Prochazka	Ralph W. Babb, Jr.
Timothy M. Manganello	Neal L. Patterson	Curtis Chatman Farmer
James R. Verrier	Clifford W. Illig	Gary M. Rodkin
Frederic B. Lissalde	David Brent Shafer	Sean M. Connolly
Edward H. Linde	Stephen R. Wilson	James J. Mulva
Mortimer B. Zuckerman	W. Anthony Will	Ryan M. Lance
Owen David Thomas	James C. Foster	Kevin G. Burke
J. Raymond Elliott	Kornelis Smit	John J. McAvoy
William H. Kucheman	Michael J. Lovett	Robert S. Sands, II
Michael F. Mahoney	Thomas M. Rutledge	William A. Newlands
James Milton Cornelius	David J. O'Reilly	Robert S. Weiss
Lamberto Andreotti	John S. Watson	Albert G. White, III
Giovanni Caforio	Michael K. Wirth	Willis J. Johnson
Hock E. Tan	M. Steven Ells	A. Jayson Adair
Richard J. Daly	Brian R. Niccol	Wendell P. Weeks
Timothy C. Gokey	Evan G. Greenberg	James D. Sinegal
Paul C. Varga	James R. Craigie	W. Craig Jelinek
Lawson E. Whiting	Matthew Thomas Farrell	W. Benjamin Moreland
John P. Wiehoff	David Michael Cordani	Jay A. Brown
Robert C. Biesterfeld, Jr.	Kenneth William Stecher	Michael Jon Ward
Dan O. Dinges	Steven Justus Johnston	James M. Foote
Lip-Bu Tan	Scott D. Farmer	Theodore M. Solso
Douglas R. Conant	John T. Chambers	N. Thomas Linebarger
Denise Mullen Morrison	Charles H. Robbins	Thomas M. Ryan
Keith R. McLoughlin	Vikram Shankar Pandit	Larry J. Merlo
Mark A. Clouse	Michael L. Corbat	Donald J. Tomnitz
George S. Barrett	Donald R. Knauss	David V. Auld
Michael C. Kaufmann	Benno O. Dorer	H. Lawrence Culp, Jr.
Thomas Joseph Folliard	Craig Steven Donohue	Thomas P. Joyce, Jr.
William D. Nash	Phupinder S. Gill	Clarence Otis, Jr.
Micky Meir Arison	Terrence A. Duffy	Eugene I. Lee, Jr.
Arnold W. Donald	David W. Joos	Kent J. Thiry
James W. Owens	John G. Russell	Javier J. Rodriguez
Douglas Ray Oberhelman	Patricia Kessler Poppe	Samuel R. Allen

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

John C. May, II	Theodore F. Craver, Jr.	Gary Adam Norcross
Richard H. Anderson	Pedro J. Pizarro	Kevin T. Kabat
Edward H. Bastian	Michael A. Mussallem	Gregory D. Carmichael
Bret W. Wise	John S. Riccitiello	Anthony J. Alexander
Jeffrey T. Slovin	Andrew Wilson	Charles E. Jones, Jr.
Mark Alan Thierer	David N. Farr	Jeffery W. Yabuki, B.S., CPA
Donald M. Casey, Jr.	J. Wayne Leonard	William Gerald Walter
J. Larry Nichols	Leo P. Denault	Pierre R. Brondeau
John Richels	Mark G. Papa	Alan R. Mulally
David A. Hager	William R. Thomas	Mark Fields
Terrance H. Gregg	Richard F. Smith	James Patrick Hackett
Kevin Ronald Sayer	Paulino do Rego Barros, Jr.	Ken Xie
Michael Frederick Foust	Mark W. Begor	Gregory Eugene Johnson
Arthur William Stein	Stephen M. Smith	Richard C. Adkerson
David W. Nelms	Charles J. Meyers	Glenn K. Murphy, B.A., BA
Roger Crosby Hochschild	David J. Neithercut	Arthur Peck
David M. Zaslav	Mark J. Parrell	Min-Hwan Kao
Robert A. Iger	Keith R. Guericke	Clifton Albert Pemble
Richard W. Dreiling	Michael J. Schall, CPA	Eugene A. Hall
Todd J. Vasos	Fabrizio Freda	Jeffrey R. Immelt
Bobby L. Sasser	Joseph Victor Taranto	John L. Flannery
Gary M. Philbin	Dominic James Addesso, CPA	Kendall J. Powell
Thomas F. Farrell, II	Charles W. Shivery	Jeffrey L. Harmening
David Allen Brandon	Thomas J. May	Thomas C. Gallagher
J. Patrick Doyle	James J. Judge	Paul D. Donahue
Richard E. Allison, Jr.	John W. Rowe	John C. Martin
Robert A. Livingston	Christopher Mark Crane	John F. Milligan
Richard Joseph Tobin	Dara Khosrowshahi	Daniel P. O'Day
Anthony F. Earley, Jr.	Mark D. Okerstrom	Mark S. McAndrew
Gerard M. Anderson	Peter J. Rose	Larry Mac Hutchison
Gerardo Norcia	Jeffrey S. Musser	Lloyd C. Blankfein
Dennis D. Oklak	Spencer F. Kirk	David Michael Solomon
James B. Connor	Joseph Daniel Margolis, J.D.	James T. Ryan
Andrew N. Liveris, B.E., AO	Rex W. Tillerson	Donald G. Macpherson
Marc C. Doyle	Darren W. Woods	David John Lesar, CPA
James P. Rogers	John McAdam	Jeffrey Allen Miller
Mark J. Costa	Manuel F. Rivelo	Richard A. Noll
John J. Donahoe, II	Francois Locoh-Donou	Gerald W. Evans, Jr.
Devin N. Wenig	Donald C. Wood, CPA	Liam E. McGee
Scott F. Schenkel	Frederick W. Smith	Christopher Jerome Swift
Douglas M. Baker, Jr.	Frank R. Martire, Jr.	Brian D. Goldner

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

James F. Flaherty, III, CPA, CPA	Herve Hoppenot	Richard P. Wallace
Lauralee E. Martin	Paul S. Otellini	David B. Dillon
Michael D. McKee	Brian Matthew Krzanich	William Rodney McMullen
Thomas M. Herzog	Robert H. Swan	Leslie H. Wexner, II
John F. Prim	Jeffrey C. Sprecher	Howard L. Lance
David B. Foss	Michael Isor Roth	William M. Brown
Stanley M. Bergman	Samuel J. Palmisano	David P. King
David J. West	Virginia M. Rometty	Adam H. Schechter
John P. Bilbrey	Robert M. Amen	Stephen G. Newberry
Michele Gross Buck	Douglas D. Tough	Martin B. Anstice
John B. Hess	Andreas Fibig	Timothy M. Archer
Robert A. Cascella	John V. Faraci	Sheldon Gary Adelson
John W. Cumming	Mark Stephan Sutton	David S. Haffner
Stephen P. MacMillan	Brad D. Smith	Karl G. Glassman
Francis S. Blake	Sasan K. Goodarzi	Stuart A. Miller
Craig A. Menear	Lonnie M. Smith	Richard Beckwitt
David M. Cote	Gary S. Guthart	John C. Lechleiter
Darius E. Adamczyk	Martin L. Flanagan, CFA, CPA	Derica W. Rice
Jeffrey M. Ettinger	Valentin P. Gapontsev	David A. Ricks
James P. Snee	Craig L. Martin	Dennis Robert Glass
W. Edward Walter, III	Steven J. Demetriou	Joseph M. Holsten
James F. Risoleo	William C. Weldon	Robert Louis Wagman
Mark Vincent Hurd	Alex Gorsky	Dominick P. Zarcone
Catherine A. Lesjak	Stephen A. Roell	Robert J. Stevens
Margaret Cushing Whitman	Alex A. Molinaroli	Marillyn A. Hewson
Dion J. Weisler	George R. Oliver	James S. Tisch
Enrique J. Lores	James Dimon	Robert Alan Niblock
Michael B. McCallister	Kevin R. Johnson	Marvin R. Ellison
Bruce Dale Broussard	Rami Rahim	Glen F. Post, III
James Kirk Thompson	Michael R. Haverty	Jeffrey K. Storey
John N. Roberts, III	David L. Starling	Robert G. Wilmers
Stephen D. Steinour	Patrick J. Ottensmeyer	Rene F. Jones, CPA
Lawrence D. Kingsley	Allan Douglas-David MacKay	Clarence P. Cazalot, Jr.
Andrew K. Silvernail	John A. Bryant	Lee M. Tillman
Jonathan W. Ayers	Steven A. Cahillane	Richard Mitchell McVey
Jonathan J. Mazelsky	Henry L. Meyer, III	John Willard Marriott, Jr.
David B. Speer	Beth E. Mooney	Arne M. Sorenson
E. Scott Santi	Thomas J. Falk	Daniel S. Glaser
Jay T. Flatley	Michael D. Hsu	Stephen P. Zelnak, Jr.
Francis A. deSouza	David B. Henry	C. Howard Nye
Paul A. Friedman	Conor C. Flynn	Timothy Wadhams

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Keith J. Allman	George Kurian	Paul Thomas Stecko
Robert W. Selander	Wilmot Reed Hastings, Jr.	Mark W. Kowlzan
Ajaypal S. Banga	Mark D. Ketchum	Donald E. Washkewicz
Tun Doluca	Michael B. Polk	Thomas L. Williams
Alan D. Wilson	Ravichandra K. Saligram	Jonathan J. Judge
Lawrence E. Kurzius	Richard T. OBrien, B.A., J.D.	Martin Mucci
John H. Hammergren	Gary J. Goldberg, B.S., M.B.A.	Peter M. Carlino
Brian S. Tyler	Thomas Ronald Palmer	Timothy J. Wilmott
Richard T. Clark	Lewis Hay, III	Randall J. Hogan, III
Kenneth C. Frazier	James L. Robo	John L. Stauch
Carl Robert Henrikson	Mark G. Parker	Philip Roger Sherringham
Steven Albert Kandarian	Robert J. Skaggs, Jr.	John P. Barnes
Michel Abbas Khalaf	Joseph J. Hamrock	Indra K. Nooyi, M.P.P.M.
Olivier A. Filliol	Charles W. Moorman, IV	Ramon Luis Laguarda
James Joseph Murren	James A. Squires	Robert Francis Friel
Stephen Sanghi	Frederick H. Waddell	Prahlad R. Singh, Ph.D.
Steven R. Appleton	Michael G. OGrady	Joseph C. Papa
Dermot Mark Durcan	Ronald D. Sugar	John T. Hendrickson
Sanjay Mehrotra	Wesley G. Bush	Murray S. Kessler
Steven A. Ballmer	Kathy J. Warden	Jeffrey B. Kindler, Esq., J.D.
Satya Nadella	Merrill A. Miller, Jr.	Ian C. Read
H. Eric Bolton, Jr.	Clay C. Williams	Albert Bourla
Jeffrey S. Lorberbaum	David W. Crane	Louis Carey Camilleri, BA
Peter S. Swinburn	Mauricio Gutierrez	Andre Calantzopoulos
Mark Roderick Hunter	Daniel R. DiMicco	Donald E. Brandt, CPA
Gavin D. K. Hattersley	John J. Ferriola	Jeffrey B. Guldner
Irene B. Rosenfeld	Jen-Hsun Huang	James E. Rohr
Dirk Van de Put	Paul C. Saville	William S. Demchak
Michael R. Hsing	Ray R. Irani	Manuel J. Perez de la Mesa
Rodney Cyril Sacks	Stephen I. Chazen	Peter D. Arvan
Raymond W. McDaniel, Jr.	Vicki A. Hollub	Charles E. Bunch
John J. Mack	John D. Wren	Michael H. McGarry
James Patrick Gorman	John W. Gibson	James H. Miller
James T. Prokopanko	Terry K. Spencer	William H. Spence
Lawrence W. Stranghoener	Lawrence J. Ellison	James Aloysius-Charles Kennedy
James C. ORourke, P.Eng.	Safra Ada Catz	William J. Stromberg, C.F.A., CFA
Gregory Q. Brown	Gregory L. Henslee	Larry Donald Zimpleman
Henry A. Fernandez	Gregory D. Johnson	Daniel Joseph Houston
Robert Greifeld	Mark C. Pigott	Glenn Morris Renwick
Adena T. Friedman	Ronald E. Armstrong, CPA	Susan Patricia Griffith
Thomas Georgens	R. Preston Feight	Walter C. Rakowich

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Hamid R. Moghadam	Barbara Rentler	Aart J. de Geus
John Robert Strangfeld, Jr.	Richard D. Fain	Chi-Foon Chan
Charles Frederick Lowrey, Jr.	Harold Whittlesey McGraw, III	William J. DeLaney, III
C. Richard Harrison	Douglas L. Peterson, M.B.A.	Thomas L. Ben
James E. Heppelmann	Marc R. Benioff	Benjamin Feder
Ralph Izzo, Ph.D.	Keith Gordon Block	Strauss H. Zelnick
Ronald L. Havner, Jr.	Jeffrey A. Stoops	Lew Frankfort
Joseph D. Russell, Jr.	Andrew F. J. Gould	Victor Luis
Richard J. Dugas, Jr.	Paal Kibsgaard	Gregg W. Steinhafel
Ryan R. Marshall	Olivier Le Peuch	Brian C. Cornell
Emanuel Chirico	Walter William Bettinger, II	Thomas J. Lynch
Paul E. Jacobs	Stephen J. Luczo	Terrence R. Curtin, CPA
Steven M. Mollenkopf	William David Mosley	Robert Mehrabian
Surya N. Mohapatra	William V. Hickey	Aldo Pichelli
Stephen H. Rusckowski	Jerome A. Peribere	Jeffrey P. Black
Ralph Lauren	Edward L. Doheny, II	Benson F. Smith
Stefan Larsson	Donald E. Felsing	Liam J. Kelly
Patrice Jean Louis Louvet	Debra Lynn Reed-Klages	Michael A. Bradley
Louis R. Chenevert	Jeffrey Walker Martin	Mark E. Jagiela
Gregory J. Hayes	Christopher M. Connor	Scott C. Donnelly
Thomas A. Lewis, Jr.	John G. Morikis	Marc N. Casper
John P. Case	David E. Simon	Carol M. Meyrowitz
Sumit Roy	David J. Aldrich	Ernie L. Herrman
Martin E. Stein, Jr.	Liam K. Griffin	James F. Wright
Leonard S. Schleifer	Timothy P. Smucker	Gregory A. Sandfort
C. Dowd Ritter	Richard K. Smucker	Herbert L. Henkel
O. B. Grayson Hall, Jr.	Mark T. Smucker	Michael W. Lamach
John M. Turner, Jr.	Nicholas T. Pinchuk	Walter Nicholas Howley
James E. O'Connor	David M. Ratcliffe	Kevin M. Stein
Donald W. Slager	Thomas A. Fanning	Jay S. Fishman
Kieran T. Gallahue	Gary C. Kelly	Alan David Schnitzer
Peter C. Farrell	John F. Lundgren	Steven W. Berglund
Michael J. Farrell, BE, SM, MBA	James M. Loree	Kelly Stuart King
Harold Max Messmer, Jr.	Howard D. Schultz	John S. Marr, Jr.
M. Keith Waddell	Ronald E. Logue	H. Lynn Moore, Jr.
Keith D. Nosbusch	Joseph L. Hooley, Esq.	Donnie Smith
Blake D. Moret	Ronald Philip O'Hanley	Thomas P. Hayes
Gary W. Rollins	Walter M. Rosebrough, Jr.	Noel White
Brian D. Jellison	Kevin A. Lobo	Richard K. Davis
Laurence Neil Hunn	Kenneth Par1e Wilcox	Andrew Cecere
Michael Balmuth	Gregory W. Becker	Thomas W. Toomey

Remuneração Executiva: A Origem do CEO tem Impacto na sua Remuneração?

Lyn Kirby	Albert J. Neupaver	Bryan C. Hanson
Carl S. Rubin	Raymond T. Betler	Harris Henry Simmons
Mary N. Dillon	Rafael O. Santana	
Kevin A. Plank	Gregory David Wasson	
James R. Young	Stefano Pessina	
Lance M. Fritz	Michael Terry Duke	
Glenn F. Tilton	C. Douglas McMillon	
Jeffery A. Smisek	David P. Steiner	
Brett J. Hart	James C. Fish, Jr.	
D. Scott Davis, CPA, CPA	Douglas A. Berthiaume	
David P. Abney	Christopher James O'Connell	
Michael J. Kneeland	John G. Stumpf	
Matthew J. Flannery	Timothy J. Sloan, M.B.A.	
Stephen J. Hemsley	George L. Chapman	
David Scott Wichmann	Thomas J. DeRosa	
Alan B. Miller	John F. Coyne	
Thomas Ros Watjen	Stephen D. Milligan	
Richard Paul McKenney	Christina Albehdina Gold	
William R. Klesse	Hikmet Ersek	
Joseph W. Gorder	James A. Rubright	
Debra A. Cafaro	Steven C. Voorhees	
Mark D. McLaughlin	Daniel S. Fulton	
D. James Bidzos	Doyle R. Simons	
Frank J. Coyne	Devin W. Stockfish, Esq., J.D.	
Scott G. Stephenson	Jeffrey M. Fettig	
Ivan G. Seidenberg	Marc Robert Bitzer	
Lowell C. McAdam	Phillip D. Wright	
Hans E. Vestberg	Alan S. Armstrong	
Matthew W. Emmens	Joseph J. Plumeri, II	
Jeffrey Marc Leiden	Dominic J. Casserley	
Eric C. Wiseman	John J. Haley	
Steven E. Rendle	Stephen A. Wynn	
Leslie Moonves, II	Matthew Ode Maddox	
Joseph R. Ianniello	Richard C. Kelly	
Robert Marc Bakish	Benjamin Gwynn Stonestreet Fowke, III	
Joseph W. Saunders	Moshe N. Gavrielov	
Alfred Francis Kelly, Jr.	Victor Peng	
Michael D. Fascitelli	David C. Novak	
Steven Roth	Greg Creed	
Donald M. James	Anders Gustafsson	
James Thomas Hill	David C. Dvorak	