

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
NÍVEL MESTRADO**

**FERNANDO RAFAEL DOURADO MONLLOR**

**REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS: O IMPACTO DA ABERTURA DE  
CAPITAL DE EMPRESAS NA B3**

Porto Alegre

2024

**FERNANDO RAFAEL DOURADO MONLLOR**

**REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS: O IMPACTO DA ABERTURA DE  
CAPITAL DE EMPRESAS NA B3**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Contabilidade e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt.

Porto Alegre

2024

M746r Monllor, Fernando Rafael Dourado.  
Remuneração dos executivos : o impacto da abertura de capital  
de empresas na B3 / Fernando Rafael Dourado Monllor. – 2024.  
98 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos,  
Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Finanças, 2024.  
“Orientador: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt”.

1. Initial public offering (IPO). 2. Executivos - Salários, etc.  
3. Bolsa de valores. 4. Empresas. I. Título.

CDU 657

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
(Bibliotecária: Amanda Schuster – CRB 10/2517)

## AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer em primeiro lugar a minha família: minha tia Cristina, meu irmão Marcelo e minha mãe Heloísa por sempre terem acreditado na minha capacidade de concluir este mestrado e pelo orgulho que demonstram pela jornada que trilhei até este momento. Ter vocês ao meu lado me dá força e vontade de vencer!

Agradecimentos especiais ao professor Dr. Roberto Frota Decourt, por ter me aceitado como seu orientando e por estar sempre disponível para iluminar o caminho a ser seguido com direcionamentos decisivos e cruciais, além de sempre demonstrar paciência e suporte ao compartilhar sua sabedoria.

Aos professores que integraram a banca de qualificação e de defesa dessa dissertação, Dra. Clea Beatriz Macagnan, Dr. Clóvis Antônio Kronbauer e Dr. José de Pietro Neto meus calorosos agradecimentos. Suas críticas construtivas e suas considerações e observações foram absorvidas e ajudaram a aperfeiçoar amplamente esta dissertação.

Meus profundos agradecimentos aos professores os quais tive o privilégio de ser ensinado nas diversas disciplinas deste curso. O conhecimento, a habilidade, o talento e a grandeza demonstrada por cada um dos senhores e das senhoras foi de um valor inestimável para mim, e engrandeceram-me como aluno e como pessoa.

Agradeço à Universidade do Vale do Rio dos Sinos por ter proporcionado este curso tão valioso e bem construído. Realmente foi uma experiência singular que mudou minha vida. Tenho um grande orgulho de ter sido aluno desta Instituição.

Agradeço à Fundação Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior pela bolsa integral que a mim foi disponibilizada. A lembrança do momento em que consegui essa oportunidade enche meus olhos de lágrimas, tal a felicidade que sinto.

Um grande agradecimento à compreensão e ao apoio fornecidos por Tiago Cassol. Sem sua ajuda não haveria possibilidade de este trabalho ter sido realizado. Demonstrou uma grandeza e bondade únicas, e meu mais sincero obrigado!

Devo também agradecer ao professor Dr. Cristiano Machado Costa, que acreditou no meu potencial antes mesmo do começo dessa caminhada e me incentivou muito a ser um aluno cada vez melhor.

*ONDE HÁ UMA VONTADE, HÁ UM CAMINHO.*

*Provérbio inglês.*

## RESUMO

A abertura de capital de empresas é realizada por um processo chamado de *initial public offering* (IPO), tendo como objetivo principal a obtenção de recursos para essas empresas pela venda de suas ações em uma bolsa de valores. Esta dissertação tem como objetivo verificar de uma maneira abrangente se há um aumento significativo na remuneração dos executivos nos dois anos seguintes em relação aos dois anos anteriores à abertura de capital, o que pode significar a existência de motivos particulares para a tomada dessa decisão, conforme defendido pela teoria da agência. Foi selecionada uma amostra de 63 empresas que abriram capital na B3 entre os anos de 2010 e 2020. A maneira utilizada para o cumprimento deste objetivo foi analisar os formulários de referência emitidos por essas empresas, utilizando-se como metodologia os testes Mann-Whitney e anova, que auxiliaram a encontrar diferenças significativas de médias. Os resultados obtidos indicam um crescimento de 183,66% na remuneração dos executivos nos dois anos seguintes à abertura de capital sobre os valores recebidos nos dois anos anteriores à essa operação. Aumentos entre esses períodos também ocorrem levando-se em consideração a inflação do período, diferentes setores de atuação, número de executivos, ano de abertura e concentração acionária no maior e nos três maiores proprietários de ações. Essa variação é superior à observada nas receitas e despesas das empresas no período, entretanto é inferior ao observado nas contas de lucro líquido e ativo total.

**Palavras-chave:** IPO, remuneração de executivos, bolsa de valores, empresas.

## ABSTRACT

The opening of capital of companies are carried out through a process called initial public offering (IPO), with the main objective of obtaining money for these companies by selling their shares on a stock exchange. This dissertation aims to verify whether there is an average increase in executives remuneration in the two years prior to the IPO in comparison to the two years following the IPO, which may mean the existence of particular reasons for executives to make this decision, as per defended by the agency theory. A sample of 63 companies that went public on B3 between 2010 and 2020 was selected. The way used to achieve this objective was to analyze the reference forms issued by these companies, using the Mann-Whitney and anova tests, which helped to find significant differences in means. The results obtained indicate a 183.66% increase in executive remuneration in the two years following the IPO over the amounts received in the two years prior to this operation. Increases between these periods also occur taking into account the inflation of the period, different sectors of activity, number of executives, year of opening and shareholding concentration in the largest and three largest share owners. This variation is higher than that observed in the companies revenues and expenses in the period, however it is lower than that observed in the net profit and total assets accounts.

**Key-words:** IPO, executive compensation, stock market, companies.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Remuneração média dos executivos entre A-2 e A 2.....	61
Gráfico 2 – Remuneração inflacionada média dos executivos entre A-2 e A 2.....	63
Gráfico 3 - Comparação entre a receita média e a remuneração executiva nos subgrupos.	66
Gráfico 4 - Comparação entre a despesa e a remuneração executiva nos subgrupos.....	69
Gráfico 5 - Comparação entre o lucro líquido e a remuneração executiva nos subgrupos.	70
Gráfico 6 - Comparação entre o ativo total e a remuneração executiva por subgrupo.....	73
Gráfico 7 – Percentual de empresas por setor de atividade.....	74

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Ano e remuneração de executivos .....	63
Tabela 2 – Ano e remuneração de executivos inflacionada .....	66
Tabela 3 – Variação percentual da remuneração executiva conforme setor.....	75

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADRs	<i>American Depositary Receipts</i>
ASX	<i>Australian Stock Exchange</i>
B3	Bolsa, Brasil, balcão
BC	Banco Central
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
COVID-19	Corona vírus
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
LSE	<i>London Stock Exchange</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OMS	Organização Mundial da Saúde
ROA	Retorno Sobre Ativos
SA	Sociedade Anônima
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
VPL	Valor Presente Líquido

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
1.1 TEMA DE PESQUISA .....	10
1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA .....	17
1.3 OBJETIVO GERAL .....	17
1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO .....	18
1.5 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO .....	19
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA</b> .....	<b>22</b>
2.1 RELACIONAMENTO ENTRE ACIONISTAS E EXECUTIVOS .....	22
<b>2.1.1 Teoria da Agência</b> .....	<b>22</b>
<b>2.1.2 Problemas de Agência no Brasil</b> .....	<b>27</b>
2.2 REMUNERAÇÃO EXECUTIVA .....	30
<b>2.2.1 Remuneração Executiva Internacional</b> .....	<b>31</b>
<b>2.2.2 Remuneração Executiva no Brasil</b> .....	<b>35</b>
2.3 IPO .....	37
<b>2.3.1 Características</b> .....	<b>38</b>
<b>2.3.2 Vantagens de IPOs Observadas na Literatura</b> .....	<b>43</b>
<b>2.3.3 Desvantagens Observadas na Literatura</b> .....	<b>46</b>
<b>2.3.4 IPOs em Diversos Países</b> .....	<b>49</b>
<b>2.3.5 IPOs no Brasil</b> .....	<b>51</b>
2.4 HIPÓTESE .....	54
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	<b>55</b>
3.1 APRESENTAÇÃO E DELINEAMENTO .....	55
3.2 COLETA DE EVIDÊNCIAS .....	55
3.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA .....	56
3.4 TRATAMENTO E ANÁLISE DE EVIDÊNCIAS .....	57
3.5. LIMITAÇÕES DO MÉTODO / METODOLOGIA .....	57
<b>4 DESENVOLVIMENTO</b> .....	<b>59</b>
4.1 REMUNERAÇÕES DOS EXECUTIVOS .....	59
<b>4.1.1 Remunerações dos Executivos Não Inflacionadas</b> .....	<b>59</b>
<b>4.1.2 Remunerações dos Executivos Inflacionadas</b> .....	<b>62</b>
<b>4.1.3 Comparação Entre as Remunerações dos Executivos Não Inflacionadas e Inflacionadas</b> .....	<b>65</b>

4.2 COMPARAÇÕES ENTRE REMUNERAÇÃO E OUTRAS VARIÁVEIS .....	65
<b>4.2.1 Comparação Com a Receita Total .....</b>	<b>66</b>
<b>4.2.2 Comparação Com as Despesas Administrativas .....</b>	<b>67</b>
<b>4.2.3 Comparação com o Lucro Líquido .....</b>	<b>69</b>
<b>4.2.4 Comparação Com o Total do Ativo .....</b>	<b>71</b>
<b>4.2.5 Comparação Entre os Anos da IPO .....</b>	<b>73</b>
4.3 SEGREGAÇÃO DOS DADOS POR SETOR DE ATUAÇÃO .....	74
4.4 CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA DAS EMPRESAS .....	76
4.5 QUANTIDADE DE MEMBROS EXECUTIVOS DAS EMPRESAS .....	78
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>80</b>
5.1 CONCLUSÃO .....	80
5.2 RECOMENDAÇÕES PARA FUTUROS ESTUDOS .....	82
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>84</b>

## **1 INTRODUÇÃO**

### **1.1 TEMA DE PESQUISA**

Os mercados de capitais são fundamentais para o desenvolvimento econômico de um país, conforme Fama (1970). De maneira similar, ter um mercado de capitais forte e transparente é um dos fatores elencados por Tavares e Moreno (2007) como determinantes para a obtenção de um elevado fluxo de capital a países emergentes como o Brasil, e, conseqüentemente, ao fortalecimento da sua economia. Entende-se por um mercado de capitais transparente aquele com um elevado número de informações disponibilizadas pelas empresas participantes (Forti, 2009). Os autores Camargos e Barbosa (2010) apontam que o mercado de capitais brasileiro passou por profundas transformações após o ano de 1994 devido à estabilização da economia do país.

Posteriormente, em um processo iniciado na virada do milênio e que tem ganhado força nos últimos anos tem ocorrido uma crescente integração econômica, o enfraquecimento de fronteiras entre países e a intensificação do comércio internacional, o que passou a demandar adaptação por parte das organizações, inclusive dos mercados de capitais como o brasileiro, que têm, em resposta a esse novo paradigma, aumentado sua eficiência (Forti, 2009). Dado esse novo cenário de transformações a eficiência do mercado de capitais brasileiro tem apresentado melhoras quando comparado ao nível observado nas décadas anteriores (Camargos e Barbosa, 2010).

Na sociedade brasileira o funcionamento do mercado de capitais é conhecido por poucas pessoas (Ramos e Júnior, 2012), o que pode ser a principal razão para a maioria dos investidores brasileiros, segundo dados do Banco Central (BC), apresentarem um perfil conservador, evitando a aplicação de suas economias em investimentos de renda variável, como, no que é relacionado a este estudo, ações, no que é reafirmado pelo estudo de Paiva et.al (2020).

Isso deve-se a diversas razões apontadas na literatura, podendo ser citadas como as principais a incerteza sobre rendimentos de valores investidos na bolsa de valores (Lopes et.al, 2018) e a ignorância geral de conceitos financeiros (Ramos, 2012). Porém, de acordo com Forti (2009), recentemente tem ocorrido um período de expansão do mercado de capitais e de melhora de sua eficiência, o que tem causado uma expansão vigorosa desse mercado. Sustentando essa afirmação, segundo Nascimento et.al (2021) tem sido observado um aumento substancial no número de pessoas que investem em empresas listadas na bolsa,

Brasil, balcão (B3), o que é mais um demonstrativo do aumento do interesse da sociedade sobre o mercado de capitais brasileiro.

A remuneração de grandes executivos de companhias abertas tem atraído grande atenção da sociedade devido a sua exposição em notícias a nível internacional, em certa parte impulsionada pelos escândalos corporativos ocorridos nos Estados Unidos na primeira década do milênio que tiveram repercussão mundial (Krauter, 2013). Essa atenção também pode justificar-se devido às chamativas quantias atribuídas a estes empresários, que têm sido divulgadas em noticiários tanto no Brasil quanto em outros países. Esse interesse reflete-se também no aumento do número de sites e corretoras dedicados à educação financeira e sua crescente popularidade em diversos meios de comunicação.

As empresas têm diversas maneiras de obter o dinheiro necessário para sua manutenção, crescimento ou realização de novos projetos. Segundo a teoria da hierarquia, popularizada por Myers e Majluf (1984), as empresas costumam seguir uma ordem de alternativas para custear suas necessidades, preferindo, em primeiro lugar, utilizar seus recursos próprios, como reservas acumuladas e até dinheiro em caixa, o que é corroborado por Donaldson (1961). Na falta dessa opção, a alternativa seguinte é a obtenção de financiamento externo pela contração de dívidas (Myers, 1984). Se nenhuma dessas opções é viável, ainda segundo os autores Myers e Majluf (1984), a empresa considera a emissão de ações somente como última alternativa para a captação de recursos. Esta última opção e a possível subsequente alteração na remuneração dos executivos após sua realização são o tema abordado no presente estudo.

A empresa que decide lançar novas ações no mercado o faz por meio de uma oferta pública inicial de ações (ou no inglês, IPO, de *Initial Public Offering*) em que contrata uma instituição financeira (subscritora) para a coordenação e a colocação desses títulos no mercado, podendo a IPO ser considerada um mecanismo por meio do qual uma empresa abre seu capital e passa a ser listada em uma bolsa de valores, conforme definição tanto de Fortuna (2008) quanto de Pinheiro (2007). Em uma oferta pública inicial, a propriedade dos donos originais é diluída através da emissão de novas (primárias) ações e a venda de ações existentes (secundárias), conforme defendido por Alavi (2008).

Referente ao processo da IPO, Damodaran (2004) enfatiza que essa forma tradicional de uma empresa de capital aberto aumentar seu patrimônio líquido ocorre pela emissão de ações ordinárias e/ou preferenciais a um preço que o mercado está disposto a pagar. O autor também aponta que a decisão sobre a composição do capital da empresa é importante no mundo das finanças, sendo que a estrutura de capital, com definição do volume de capital próprio e de terceiros na empresa deve ser analisada e tratada com cuidado pelos gestores, uma vez que

esse capital é investido nas operações e ativos com objetivo de oferecer bens e serviços para determinado mercado (Kalil e de Benedicto, 2018). De maneira semelhante, Myers (1984) afirma que a decisão sobre o equilíbrio da estrutura de capital da empresa é um fator determinante em sua continuidade, mostrando a complexidade do tema ao afirmar que nem mesmo os estudiosos do assunto conseguem entender plenamente como as empresas tomam essas decisões.

Dada a complexidade e os requisitos necessários a uma oferta pública inicial bem-sucedida, Aghamolla (2022) afirma que as empresas devem pesar os custos e os benefícios quando decidem se vão tornar-se abertas ou se devem manter-se fechadas a novos investidores, e que as empresas costumam realizar essa operação quando seus potenciais benefícios superam seus custos. De acordo com Khurshed (2003), uma mudança na estrutura de propriedade é uma das maiores mudanças que ocorrem quando uma empresa se torna de capital aberto, o que é sustentado também por Alavi (2008), que vai além e ressalta que uma consequência imediata de emitir ações é uma maior dispersão de controle destas ações. De maneira semelhante, é apontado que a retenção de controle após a listagem é a preocupação principal dos gestores na hora de decidirem sobre a abertura do capital, conforme defendido por Brau e Fawcett (2006).

Tradicionalmente, os livros de finanças, como o dos autores Brealey, Myers e Allen (2007) defendem que a abertura de capital é um passo do processo natural de crescimento das empresas, enfatizando-se novamente a importância de sua melhor compreensão por parte da sociedade. Já de forma contrária, Pagano et al (1998) mostram que essa é uma visão limitada da motivação para abertura de capital de empresas, defendendo que as empresas abrem seu capital por diversas razões e que esse não é um passo obrigatório no processo de crescimento da empresa.

Adicionando complexidade ao assunto tratado, Lowry e Schwert (2002) demonstram que essa decisão deve não só levar em consideração a situação da empresa e do mercado de capitais, mas também a situação das empresas concorrentes, uma vez que uma empresa fechada tem maior probabilidade em se tornar aberta após uma de suas rivais tomar essa decisão. Isso se deve ao fato de as empresas poderem beneficiar-se da divulgação de informações de rivais, o que pode levar a um menor custo de sua própria abertura de capital na obtenção de informações, *road shows* (apresentações a investidores) e divulgação. Além disso, ainda seguindo os autores, desta maneira poderá ser feita uma análise de como a oferta da companhia rival é recebida pelos investidores e pelo mercado, o que são informações valiosas no processo decisório.

Devido a uma das principais mudanças decorrentes da emissão de ações de uma empresa ser a alteração em sua relação de controle e propriedade, conforme proposto por Damodaran (2004) mostra-se pertinente citar o clássico trabalho de Jensen e Meckling (1976) sobre a estrutura de capital empresarial e, principalmente, os custos de agência. Os autores definem a maioria das organizações como ficções legais que servem para reunir relacionamentos de contratos entre indivíduos, sejam estes de diversos tipos relacionados à organização, como funcionários, fornecedores, clientes e, mais especificamente sobre o tema abordado, seus acionistas (principais) e administradores (agentes).

Um relacionamento de agência é definido pelos autores como um contrato em que uma ou mais pessoas (principal) empenham outra pessoa (agente) a fazer algum serviço que envolva alguma autoridade sobre decisões a esse agente. Os problemas nessa relação devem-se ao fato de que há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá pensando no interesse do principal. O principal pode incorrer em gastos de monitoramento para limitar desvios por parte do agente. É considerado impossível garantir que o agente tomará decisões ótimas do ponto de vista do principal. Desta maneira, a própria decisão de abertura de capital, tomada em última instância pelo principal, pode iniciar um problema de agência, uma vez que seja realizada visando ao lucro pessoal dos agentes, e não ao benefício dos principais ou da organização de maneira geral.

Uma das maneiras utilizadas pelos acionistas para amenizar problemas de agência é a remuneração dos executivos (Krauter, 2013), cuja função é a tentativa de alinhamento dos interesses dos agentes aos interesses dos principais. Embora essa relação no Brasil apresentava a alguns anos alguma dificuldade para ser comprovada devido à resistência das empresas em divulgar a remuneração de seus executivos (Larrate, 2013),

Attaway (2000) por meio de sua pesquisa em empresas americanas demonstra que há uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e a performance da empresa, no que Ozkan (2007) obteve resultados similares em sua pesquisa na Inglaterra. De maneira semelhante, Camargos, Helal e Boas (2007) também apontam essa relação fraca, porém positiva em empresas brasileiras com *american depositary receipts* (ADRs) listados em bolsas americanas. Entretanto, também são encontrados na literatura estudos que não conseguem demonstrar essa relação, como em Krauter (2009). Os escritores Gómez-Mejia e Welbourne (1988) demonstram que quando o sistema de remunerações é bem estruturado, e não somente é pago um alto valor de remuneração, pode contribuir para um crescimento do desempenho da organização.

A transição para tornar-se uma empresa aberta pode ser custosa, podendo exacerbar os já mencionados problemas de agência (Guo et. al, 2004) e fortalecer incentivos de curto prazo, aumentando a requisição por divulgações públicas por parte da empresa listada, o que por sua vez aumenta seus custos (Thakor, 2019). Para determinar o preço inicial durante esse procedimento, a empresa emissora e os subscritores contratados (Benveniste et al, 2003) precisam realizar uma custosa aquisição de informações relativas à valorização da empresa (Hanley e Hoberg, 2010).

Para Alavi (2008) a diluição do controle é um custo implícito e significativo de abrir o capital em uma bolsa de valores, e a extensão em que isso influencia a maneira que será realizada a abertura da empresa depende da estrutura proprietária preexistente. De maneira concomitante, Campbell (1979) assume que as empresas têm informações que seriam custosas de divulgar ao público, tanto por sua produção quanto ao uso que suas concorrentes poderão realizar com base nessas informações.

Uma das maiores razões que justificam a abertura de capital de empresas é o crescimento financeiro para superar dificuldades e o uso do valor arrecadado na operação para melhorar seus investimentos, podendo também ser visto como um meio de reequilibrar a sua estrutura de capital (Khurshed, 2003). De maneira complementar, foi constatado por Kalil e de Benedicto (2018) no período pós-IPO de empresas um aumento abrupto das receitas líquidas de vendas.

Alguns outros benefícios substanciais ao realizar uma oferta pública inicial, com base em Deeds et al (2016) são que a empresa aumenta sua legitimidade na comunidade empresarial, melhora o acesso ao financiamento da dívida e cria um meio de saída para seus principais acionistas. No entanto, ainda segundo o autor, a mais importante razão para ir a público é para infundir uma quantidade significativa de capital de investimento para a empresa.

Nos períodos subsequentes à abertura também são demonstrados benefícios consideráveis ao desempenho da agora aberta corporação. A análise realizada por Bossolani (2009) mostra que há uma aceleração do ritmo de crescimento de receitas em empresas que abrem capital, e que elas conseguem assim equilibrar seu custo de capital e seu desempenho operacional durante diversos exercícios. Há evidências também de que empresas abertas exibem um alto crescimento em vendas e investimentos quando comparadas com empresas fechadas similares no período pós IPO (Jain e Kini, 1994).

Sendo um assunto amplamente discutido na literatura, Damodaran (2004), Ehrhardt e Brigham (2014) e Pinheiro (2007) enumeram mais algumas vantagens que as empresas que

decidem abrir seu capital colhem após a conclusão deste processo, como um maior acesso aos mercados financeiros e ao capital para os projetos, estruturação do departamento de acionistas e relação com investidores, além do desenvolvimento de imagem institucional junto ao mercado. Ainda segundo os autores, é observado em muitas empresas um estabelecimento de um maior valor, uma maior capacidade de negociação, maior flexibilidade nas decisões estratégicas da empresa e por fim um aumento nos mercados potenciais em que a empresa pode atuar.

Na visão de Pagano et al (1998), exemplificando alguns benefícios da abertura de capital após sua concretização, nesse caso observados em empresas italianas, observa-se com frequência a superação de restrições de crédito, a possibilidade de acesso a um novo mercado de crédito, um maior poder de negociação junto aos bancos, o fim da dependência exclusiva de capital por recursos bancários, a redução no custo de crédito bancário, entre muitos outros.

Demonstrando a variedade de possíveis benefícios de uma abertura de capital Hsu et al (2010) enumeram que vantagens competitivas como a atração de investidores e consumidores, o fornecimento de capital para expansão ou desenvolvimento de novos projetos e a facilidade aumentada de aquisições podem ser características apresentadas em empresas após a formalização do processo de emissão de suas ações. Diante do exposto acima, a abertura de capital mostra-se uma decisão potencialmente vantajosa às corporações que a realizarem, porém, este trabalho busca responder se essa vantagem também alcança seus diretores em suas fortunas pessoais durante e imediatamente após esse processo.

A decisão de tornar uma empresa aberta tem diversos pontos negativos que devem também ser amplamente considerados pelos tomadores de decisão. Um possível custo de abertura apontado por Khurshed (2003) é o de que a performance operacional muitas vezes se deteriora após essa abertura. Essa afirmação é amplamente apoiada na literatura, como por Cai e Wei (1997) e Kutsuna, Okamura e Cowling (2002), que provam uma baixa performance em empresas japonesas após a realização de suas IPOs, assim como pelo próprio Khurshed (2003) que demonstra evidências de que empresas listadas na Bolsa de Valores de Londres têm um declínio substancial após esse processo. O mesmo efeito é amplamente experimentado em empresas americanas e demonstrado por Jain e Kini (1994) e Mikkelson, Partch e Shah (2017).

De maneira semelhante ao abordado no parágrafo anterior, Kalil e de Benedicto (2018) apontam que a rentabilidade média se reduziu no período pós-IPO nas empresas de capital aberto brasileiras analisadas em seu estudo. O motivo desse declínio estaria ancorado em 3 hipóteses: janelas de oportunidade (os gerentes aproveitam um período em que a empresa ou

o mercado estejam indo bem) (Loughran e Ritter, 1994), disfarce de lucros (gerenciamento de lucros antes da IPO) (Fama e Jensen, 1998) (Teoh et al., 1998) e mudança de propriedade (problemas de agência) (Khurshed, 2003).

Pode ser citado também como um considerável ponto negativo que demanda esforços constantes a obrigatoriedade das empresas que realizaram IPO de manterem os acionistas informados sobre seus acontecimentos. Para tanto, muitos diretores financeiros dedicam tempo precioso mantendo contato com investidores e analistas (Ehrhardt e Brigham, 2014). Isso ocasiona extensa divulgação de informações importantes da organização empresarial que, segundo Pinheiro (2007) podem ser utilizadas de maneiras desvantajosas aos interesses dela.

Demais desvantagens associadas à decisão de abrir o capital da empresa encontradas na literatura são a perda de controle acionário, o elevado custo de abertura de capital, a possibilidade de uma oferta pública de aquisição hostil, custos legais e administrativos, contratação de auditoria externa e a criação de conselhos de administração (Damodaran, 2004) (Ehrhardt e Brigham, 2014) (Pinheiro, 2007).

Um custo amplamente abordado na literatura que pode ser visto como uma desvantagem às empresas durante esse processo é o da subvalorização, que costuma representar quantias substanciais. Porém esta subvalorização é necessária ao abrir capital, de acordo com Ljungqvist e Wilhelm (2003), que também comprovam em seu estudo que a falha em controlar esse custo pode ser na verdade um problema de agência. Por fim, Alavi (2008) ressalta que além dos custos elencados acima, também existem despesas relacionadas a promover a emissão de ações.

Trazendo a discussão para o momento atual do mercado de capitais, após análise do número de empresas que efetivaram IPOs desde 2010 até o ano de 2020 observa-se o fortalecimento da bolsa de valores brasileira, sendo que o período imediatamente anterior de 2004 a 2008 foi marcado pela maior onda de IPOs observada no Brasil. De fato, somente no ano de 2007 mais de 60 empresas abriram seu capital no Brasil, levantando a soma de 55 bilhões de reais (Biral, 2010) junto a investidores. Desde então esse número manteve-se como o recorde de IPOs em um ano, sendo seguido por uma queda abrupta em 2008. Essa queda era inevitável, uma vez que a crise financeira internacional deflagrada a partir de 2008 reduziu drasticamente o incentivo para empresas brasileiras abrirem o capital, da mesma maneira que ocorreu com empresas de outros países em todos os continentes do planeta (Aldrichi, 2010).

Durante a década iniciada no ano de 2010 houve outro momento de baixa nas novas ofertas públicas nos anos de 2014, 2015 e 2016, sendo listadas somente uma corporação a cada ano, o que pode estar relacionado à recessão sofrida pela economia brasileira em 2015 e

2016. O número de listagens só foi novamente superior a 11 no ano de 2020, último ano analisado por este estudo, quando foram registradas 28 novas aberturas de empresas. Esse dado pode ser considerado surpreendente, uma vez que desde março daquele ano a pandemia de Covid-19 (corona vírus) já era encarada como um problema grave e global, derrubando os valores registrados das bolsas de valores das principais economias desenvolvidas. A partir dessas empresas listadas e seus dados, e levados em consideração os possíveis efeitos positivos e negativos referentes à abertura de capital apresentados anteriormente propõe-se o seguinte tema: em média, essas aberturas de capital causam aumento na remuneração de seus executivos nos anos seguintes à essa decisão ter sido implementada?

## 1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

A abertura de capital de empresas é realizada por um processo chamado de oferta pública inicial, ou, do idioma inglês que originou o termo, *initial public offering* (IPO). Atualmente segundo o site da B3 existem mais de 400 empresas brasileiras negociando suas ações nessa bolsa, o que mostra a força do mercado de capitais no país. Já a outra variável estudada, a remuneração de executivos, que segundo Krauter (2013) é um assunto que tem atraído a atenção da sociedade nas últimas décadas, principalmente desde a repercussão causada por escândalos como os da Enron e WorldCom, e posteriormente da crise do *subprime* de 2007. Recentemente este assunto voltou a chamar atenção, seja pela repercussão de dados contábeis no caso da empresa americanas (Pipeline Negócios, 2023) ou pelo expressivo valor pago a estes indivíduos como pelo banco digital nubank (Brazil Journal, 2022). Dessa maneira, ambos os assuntos têm relevância e convergem nesta discussão. Este trabalho poderá fornecer informações relevantes aos administradores no momento da tomada dessa decisão em suas companhias, e os efeitos na remuneração destes ocorridos em empresas que já tomaram essa decisão. Dessa maneira, a pergunta que esse trabalho procura responder é: **quais foram os efeitos da abertura de capital de empresas brasileiras sobre a remuneração de seus executivos?**

## 1.3 OBJETIVO GERAL

Demonstrar quais os impactos na remuneração dos executivos de empresas nos dois anos seguintes à realização de abertura de capital.

#### 1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Este trabalho justifica-se em estudar um tema de considerável importância pelo fato de que a realização de ofertas públicas iniciais de ações são, segundo Kalil e de Benedicto (2018), uma das mais importantes decisões de financiamento de uma empresa, pois não apenas afetam a estrutura de capital, mas também impactam em vários outros aspectos, como o mercadológico, econômico-financeiro e cultural das organizações. Além do exposto, este estudo busca também fornecer informações para investidores, empresas de capital aberto e fechado, gestores de empresas e pesquisadores da área, sendo relevante para estes grupos para a análise dos impactos de uma decisão de tamanha complexidade.

Diversos trabalhos que investigam a decisão de realizar ofertas públicas de ações mostram que a abertura de capital tem efeito nulo ou negativo no desempenho operacional das empresas. Dentre eles podem ser citados Jain e Kini (1994), Khursher, Paleari e Vismara (2003), Khurshed, Mudambi e Goergen (1999), Pastor, Taylor e Veronesi (2008) e Schultz (2003), dentre outros. Porém, o tema abordado especificamente neste estudo, a alteração da remuneração de executivos pós-IPO, não é tratado em nenhum estudo na literatura até o presente momento, possibilitando uma real expansão sobre o conhecimento acerca de ofertas públicas iniciais. Dessa maneira, intenciona-se abordar um tema já amplamente estudado, porém sob um ponto de vista diferente, único tanto na literatura nacional quanto internacional, focado na remuneração dos próprios tomadores desta decisão nos anos seguintes a sua implementação.

Sobre este trabalho estar focado em analisar empresas brasileiras, ressalta-se que as ofertas públicas iniciais desempenham, segundo Kim, Kitsabunnarat e Nofsinger (2004) um papel vital na alocação de recursos em mercados de capitais de países emergentes, como é o caso do brasileiro. Ainda segundo os autores, empresas desses países têm acessado esses recursos com uma frequência cada vez maior, podendo assim possivelmente obter um crescimento mais acelerado. Sendo assim, diversas empresas brasileiras têm analisado a opção de tornarem-se empresas de capital aberto, e toda informação sobre o assunto pode auxiliar na melhor tomada de decisão, o que é uma das propostas de utilidade desta dissertação à sociedade de uma maneira geral.

O tema abordado possui importância em ser investigado, pois há relevância e impactos sobre aberturas de capital e remuneração de seus executivos para diversos setores da sociedade. Isso se deve ao fato de haver diversos interessados no bom funcionamento de grandes empresas, o que depende de uma boa administração dessas empresas. Além disso,

segundo Krauter (2013), a remuneração de executivos é um assunto que tem atraído a atenção da sociedade, principalmente pela repercussão causada por escândalos como os da Enron e WorldCom, e posteriormente da crise do subprime de 2007, além dos valores chamativos atribuídos aos grandes executivos frequentemente noticiados pela imprensa.

Este trabalho poderá fornecer informações relevantes aos administradores no momento da tomada dessa decisão em suas companhias, e os efeitos na remuneração destes indivíduos ocorridos em empresas que já tomaram essa decisão. O recente aumento já citado no número de empresas que abriram capital no Brasil também é um indicador que se trata de um assunto com importância de ser estudado de uma maneira mais aprofundada. E pode também trazer benefícios para a análise de empresas nacionais que são reconhecidas no mercado, estudando a quantia que elas gastam em seus altos administradores antes, durante e após a oferta pública inicial de ações.

No âmbito acadêmico este estudo pode ser útil a pesquisadores interessados pelo tema pesquisado e poderá servir como referência para futuros estudos devido à grande quantidade de informações apresentadas sobre algumas das maiores empresas do país. E poderá também servir de subsídio para trabalhos voltados tanto às ciências contábeis quanto às ciências econômicas, por tratar de aspectos internos e externos de empresas, bem como sobre o mercado financeiro. Por tratar-se de um assunto até o momento não estudado sob o prisma específico da remuneração de executivos, preenche-se uma lacuna que pode ser de grande auxílio a estudiosos sobre remuneração de executivos, ofertas públicas iniciais e remuneração de executivos no âmbito brasileiro.

## **1.5 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO**

Neste estudo foram analisadas as demonstrações financeiras de empresas que realizaram IPOs na B3 durante os anos de 2010 a 2020, sendo investigadas e comparadas as remunerações de seus executivos nos dois anos anteriores à realização da IPO e nos dois anos subsequentes. O específico ano da realização do IPO não foi levado em consideração, uma vez que o objetivo a ser alcançado é uma comparação entre os dois anos anteriores e os dois anos seguintes à abertura de capital, além do fato que a inserção do ano de abertura poderia causar distorções e a falta de uma conclusão clara. Uma vez que as empresas listadas na B3, segundo normas da própria bolsa, têm que manter um alto nível de divulgação de informações, estas não faltaram para subsidiar a coleta e análise necessárias para esta tarefa.

Para a realização da análise citada no parágrafo anterior foram coletados dados nos formulários de referência das empresas que abriram capital no período citado. Segundo a B3, formulários de referência são documentos eletrônicos que contêm uma vasta quantidade de informações sobre uma empresa, sendo exigidos pela própria bolsa para o cumprimento de obrigações regulatórias. Estes documentos contêm uma seção dedicada especificamente à remuneração dos executivos da empresa, e são atualizados anualmente. Importante citar que o site fundamentus, que agrega os formulários de referência de todas as empresas listadas na B3 foi de grande auxílio durante a coleta destes dados vitais ao desenvolvimento deste estudo.

Foram realizados com os dados coletados testes de diferenças de médias e comparadas as curvas normais da diferença antes e após o ano de realização da abertura de capital, com o auxílio visual de gráficos referentes a essas diferenças. Estes gráficos foram elaborados tanto pelo valor obtido nos dados das empresas quanto inflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do período até o fim do ano de 2022. Foram realizadas comparações entre as diferenças de médias obtidas pelos dados não inflacionados e pelos dados inflacionados.

Buscando-se um entendimento mais aprofundado sobre a relação entre a remuneração dos executivos antes e depois da IPO, subsequentemente à análise dessa variação com todas as empresas da amostra, essas empresas foram segregadas em três subgrupos repetidas vezes e de diversas maneiras. Em primeiro lugar, com base em suas receitas referentes ao ano do IPO, onde foram demonstradas as diferenças em média nessa variação entre o terço de empresas de menor receita, o terço intermediário e o terço que obteve maior receita quando comparado aos demais. Em seguida, esta mesma divisão foi realizada e analisada com base em despesas administrativas divulgadas. A variável seguinte que separou as empresas em três subgrupos foi o lucro líquido auferido no período. A última conta constante em demonstrações contábeis foi a do ativo total.

Estas variáveis foram especificamente escolhidas por serem contas de maior expressão dentre as demais contas divulgadas pelas empresas, e por poderem ter relação com o aumento ou diminuição de remuneração dos executivos. Outras diferenciações realizadas foram pela quantidade de membros que receberam remuneração executiva, por controle estatal ou privado e por empresas com uma maior concentração de propriedade de ações, média e pequena concentração.

Foi investigado cientificamente se a teoria da agência, apresentada por Jensen e Meckling (1976), afeta indiretamente a decisão dos executivos em realizar a abertura de capital da organização, sendo questionado se os gestores podem ter um incentivo pessoal em

sua realização, pela observação de fenômenos semelhantes terem ocorrido em empresas anteriormente. Teorizava-se inicialmente que a remuneração desses executivos aumentou consideravelmente, mesmo sendo considerada a inflação acumulada dos anos seguintes até os patamares de 2022, havendo a possibilidade desse interesse ser pessoal, e não necessariamente ser focado no crescimento e estabilidade das empresas administradas por estes indivíduos.

Não foram analisadas neste trabalho a remuneração de executivos de empresas de capital fechado, por não envolverem a dinâmica apontada pela teoria da agência entre o principal e os agentes. Também não foram consideradas empresas não listadas na bolsa de valores brasileira, para não tornar este estudo abrangente demais e sem um foco em um país específico, o que também dificultaria a análise dos valores e comparações. Empresas listadas na B3 antes de 2010 não compõem a amostra devido primeiramente ao considerável número de anos transcorridos desde que essa abertura ocorreu, o que mesmo ajustado pela inflação poderia trazer números distorcidos, quanto pela dificuldade na obtenção de dados, devido às regulamentações mais frouxas existentes à época.

Foram excluídas da análise empresas que se tornaram de capital aberto após 2020 devido à impossibilidade de obtenção de suas demonstrações contábeis dos dois anos seguintes. Temas frequentemente relacionados à remuneração de executivos no Brasil como o desempenho financeiro das empresas (Beuren et.al, 2014), comparações entre a remuneração dos executivos brasileiros e estrangeiros (Machado e Beuren, 2015), concentração acionária (Freitas et.al, 2020) e influência familiar (Santos e Silva, 2018) não foram analisadas neste estudo.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

Durante pesquisas sobre material acadêmico para embasar esse estudo foi encontrada uma quantidade considerável de informações, tanto de origem nacional quanto de autores de variados países, demonstrando que tanto o tema de IPO quanto o de remuneração de executivos, embora não tenham sido diretamente abordados no quesito de haver alguma relação entre si, têm tido uma relevância considerável para a comunidade acadêmica internacional tanto nos últimos anos quanto nas décadas anteriores.

Essa seção é composta inicialmente pela teoria da agência e os conflitos de agência que ocorrem nas organizações empresariais, tanto internacionalmente quanto no Brasil, no que é seguida pela segunda seção, que tratará da remuneração dos executivos, sendo novamente subdividida pela literatura internacional e, após, a literatura nacional. Na seção seguinte serão explorados os processos de IPOs em si de uma maneira detalhada, porém, obviamente, pela complexidade do tema, não exaustiva. Na quarta seção é apresentada a hipótese defendida.

### 2.1 RELACIONAMENTO ENTRE ACIONISTAS E EXECUTIVOS

#### 2.1.1 Teoria da agência:

Devido ao fato que uma das principais mudanças decorrentes da emissão de ações de uma empresa ser a alteração em sua relação de controle e propriedade, conforme proposto por Damodaran (2004), mostra-se pertinente discorrer sobre o clássico trabalho de Jensen e Meckling (1976) sobre a estrutura de capital empresarial e, principalmente, sobre os custos de agência. Os autores definem a maioria das organizações como ficções legais que servem para reunir relacionamentos de contratos entre indivíduos, sejam estes de diversos tipos relacionados à organização, como funcionários, fornecedores, clientes e, mais especificamente com relação ao tema abordado, seus acionistas (principais) e administradores (agentes).

Um relacionamento de agência é definido pelos autores como um contrato em que uma ou mais pessoas empenham outra pessoa a fazer algum serviço que envolva alguma autoridade de tomada de decisões a esse agente. Os problemas nessa relação devem-se ao fato de que há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá pensando no interesse do principal. De maneira resumida, o principal pode incorrer em gastos de monitoramento para limitar desvios por parte do agente. É considerado impossível por essa teoria garantir que o agente sempre tomará decisões ótimas do ponto de vista do principal. Desta maneira, a própria decisão de abertura de capital, tomada em última instância pelos principais, pode

tornar-se um problema de agência após sua realização, uma vez que seja delegado poder de decisão a agentes que almejam lucro pessoal próprio, e não ao benefício dos principais ou da empresa.

Esses conflitos de interesse entre executivos e acionistas sempre estiveram no centro das discussões sobre governança corporativa. Berle e Means (1932) já previam que estruturas de propriedades de empresas pulverizadas, o que costuma ocorrer após a abertura de capital, inevitavelmente acarretariam conflitos de interesse. Esses autores já afirmavam que essa pulverização resultaria no fortalecimento da posição dos gestores, aumentando as chances destes líderes agirem conforme seus próprios interesses, e não visando aos interesses dos acionistas. Algumas décadas depois, outro divisor de águas relacionado ao assunto da governança corporativa e a estrutura de propriedade é o supracitado trabalho de Jensen e Meckling (1976).

Dentre suas contribuições, Saito e Silveira (2008) destacam a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias com base nos inevitáveis conflitos de interesse testáveis empiricamente e a definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre propriedade e controle presente nas empresas. Além disso, pode-se destacar também sobre Jensen e Meckling (1976) a elaboração de uma nova definição empresarial, descrevendo-a como uma mera ficção legal utilizada como uma ligação para diversos relacionamentos contratuais entre indivíduos relacionados à organização. Cabe destacar que contemporaneamente a esse trabalho muito citado na literatura, a governança corporativa passou, de acordo com Saito e Silveira (2008) a ser definida como um conjunto de mecanismos internos e externos, tanto de incentivo quanto de controle, que buscam minimizar os custos advindos dos problemas de agência.

Após a criação da teoria da agência, diversos autores têm apontado divergências entre os interesses dos acionistas e os interesses dos administradores de empresas. Em seu estudo, Stein (1989) mostra como os gerentes podem aumentar os ganhos da empresa que administram no curto prazo por meio de ações ocultas, porém isso ocorre às custas dos ganhos de longo prazo, demonstrando algum desalinhamento entre os interesses destes gerentes e os dos acionistas. Os gerentes também respondem de acordo com as reações do mercado de ações, o que não atende necessariamente aos interesses do principal que delegou sua autoridade de decisão (Von Thadden, 1995). Devido a algum sinal negativo dado ao mercado pelos resultados obtidos no curto prazo, a dívida de curto prazo costuma acarretar no prejuízo do encerramento de bons projetos antes do tempo, o que impede o aproveitamento de

oportunidades para maximizar o valor da empresa e, conseqüentemente, da riqueza investida de seus acionistas.

Como uma maneira de enfrentar os problemas elencados nos parágrafos anteriores, Von Thadden (1995) sugere que o problema de agência pode ser superado por meio do monitoramento dos investidores sobre a empresa, embora isso cause algum custo aos mesmos. O monitoramento tem a vantagem de resolver a ambigüidade do motivo que causou resultados ruins de curto prazo e, portanto, permite a análise e possível implementação de continuidade de decisão de maneira eficiente. Um investidor tem que decidir se incorre em um custo extra e monitora a empresa, ou não a monitora e assim fica a mercê da atuação de seu agente sem essa restrição.

De maneira complementar, Diamond (1984) mostra que se os resultados do monitoramento não são observáveis publicamente é criado um incentivo para concentrar a tarefa de monitoramento em somente um indivíduo. Esse indivíduo, que coleta fundos de muitos investidores e financia e monitora muitas empresas, causa uma redução nos custos totais de monitoramento pois a concentração de financiamento evita a duplicação da atividade de monitoramento. O autor ainda afirma que uma vantagem direta do monitoramento é que ele elimina a necessidade de imposições de reembolso ex-post dispendiosas sob informações assimétricas. O principal determinante do curto prazo ineficiente não é a falta de relacionamentos financeiros de longo prazo, mas sim, de acordo com Von Thadden (1995) a capacidade, ou a falta dela, de fornecer serviços de monitoramento de baixo custo dentro de tais relacionamentos.

A subvalorização de ações emitidas é vista como uma evidência de custos de agência por Ljungqvist e Wilhelm (2003), pois os CEOs (*Chief Executive Officer*) são meramente agentes atuando para atender aos interesses dos donos de ações antes da IPO durante as negociações de preços com os subscritores. Essa subvalorização não é significativamente influenciada pelo nível de propriedade dos gestores quando a empresa está com seu capital fechado, e sim pela proporção de ações existentes vendidas por eles durante sua oferta, representando apenas uma parte dos custos incorridos por uma empresa ao tornar disponível a compra de suas ações (Alavi, 2008).

Apesar de representar uma perda, os emissores podem não se incomodar com essa despesa caso consigam reter uma grande proporção de ações, conforme defendido por Loughran e Ritter (2004). A existência de problemas de agência é mais observável pelos custos diretos de abertura de capital do que pela subvalorização de ações, que é um custo de oportunidade segundo Alavi (2008). Os gerentes só se preocupam com essa subvalorização

enquanto houver a possibilidade de perderem dinheiro em consequência dela, o que ocorre quando os donos da empresa antes da IPO vendem suas ações durante esse processo. Os executivos das empresas têm conhecimento da subvalorização de ações, mas a percebem como uma compensação aos investidores pelo risco que assumem com a IPO, decorrente das incertezas sobre o mercado (Aldrighi, 2010).

Os problemas de agência resultantes da separação de propriedade e controle podem fazer com que as empresas listadas no mercado de ações invistam abaixo do ideal para maximizar seu valor, conforme Asker, Farre-Mensa, e Ljungqvist (2011). Ainda segundo os autores, essas empresas costumam investir menos e terem menos resposta quando se deparam com oportunidades de investimento em comparação a empresas fechadas semelhantes. Isso ocorre especialmente em setores nos quais os preços das ações são particularmente sensíveis aos lucros atuais. As empresas listadas também tendem, na visão dos autores citados acima, a apresentar uma suavização de seu crescimento de lucros e dividendos e evitam relatar perdas devido a preocupações em possíveis alterações de seu valor de mercado.

Mostrando que esse fenômeno ocorre frequentemente na maior economia do planeta, Narayanan (1985) afirma que os administradores americanos tendem a tomar decisões que geram ganhos de curto prazo em detrimento dos interesses de longo prazo dos acionistas que representam, numa clara alusão aos problemas de agência. Fernandes e Mazzioni (2015) acrescentam à discussão sobre os problemas de agência alegando que esses problemas não devem ser menosprezados, uma vez que sua existência pode chegar a comprometer o desempenho da organização.

Antes de se tornarem empresas de capital aberto, nem sempre as empresas são de propriedade total dos gerentes. Sendo assim, segundo Cole e Lin (2000), problemas de agência não são exclusivos de corporações com papéis negociados na bolsa de valores. Isso é explicado por Alavi (2008), que enfatiza que quanto menor a quantidade de ações que os gestores possuem antes da IPO, menor será seu incentivo em controlar o custo de emissão das ações. Assim, empresas podem sofrer de problemas de agência mesmo antes de se tornarem abertas.

As empresas de capital fechado sofrem menos problemas de agência e estão sujeitas a menos pressões de curto prazo do que suas contrapartes listadas. Asker, Farre-Mensa e Ljungqvist (2014) defendem que essa suposição é motivada pelo fato de as empresas que não negociam seu capital serem frequentemente administradas por seus proprietários e, mesmo quando isso não ocorre, são ilíquidas e geralmente têm propriedade altamente concentrada. De maneira semelhante, Acharya e Xu (2017) também afirmam que as empresas de capital

aberto são mais propensas a problemas de agência devido à separação entre propriedade e controle. Essas características encorajam seus proprietários a monitorar a gestão mais de perto para garantir que o valor de longo prazo seja maximizado (Bhide, 1993).

Durante a abertura de capital, a propriedade e o controle devem ser separados em alguma intensidade, pois as ações são vendidas a investidores externos que não estão envolvidos previamente na administração da empresa. Isso pode levar a problemas de agência se os interesses dos gerentes divergirem dos de seus investidores, o que costuma ocorrer frequentemente (Berle e Means, 1932) (Jensen e Meckling, 1976). Essa transição para os mercados de ações públicas pode exacerbar os atritos de agência dentro da empresa (Aghamolla e Thakor, 2019). Os já mencionados conflitos de agência resultantes de interesses divergentes entre gestores e investidores causam diversos efeitos nocivos à empresa, ressaltando-se que distorcem suas reservas de caixa (Gao et al., 2013), seus investimentos (Asker et al., 2011) e sua inovação (Bernstein, 2012).

O monitoramento realizado sobre as atividades de gestores de empresas de capital aberto inclui a utilização de diversos recursos, tais como controles internos, auditores internos, auditores independentes, conselhos, advogados corporativos, analistas, agências de classificação, efeitos de reputação, imprensa, vendedores a descoberto, tribunais e advogados de julgamento (Ball e Shivakumar, 2008). Além desse aparato exigido pelos acionistas, os relatórios de empresas abertas também estão sujeitos a um escrutínio regulatório substancialmente maior do que aquele previsto para empresas de capital fechado (CVM, 2009).

Diante do exposto, é observável que as empresas de capital aberto atendem a padrões de relatórios mais elevados, e isso acarreta nos já citados custos de monitoramento. Observa-se que nos exercícios em que a empresa aproxima-se da realização de sua IPO, suas demonstrações tornam-se mais rigorosas e completas, fornecendo informações mais precisas e próximas à sua realidade, conforme Ball e Shivakumar (2008). Isso deve-se exatamente a uma obrigação mais rigorosa de divulgações de demonstrações e demais informações.

Uma resposta comumente empregada pelas corporações para tentarem reduzir os problemas de agência tem sido a melhoria da governança corporativa. Segundo Ramos e Martinez (2006), governança corporativa é definida como as práticas e relacionamentos de todas as partes interessadas nas atividades da empresa, sejam essas partes internas ou externas. Essas práticas e relacionamentos têm a finalidade de valorizar os ativos de propriedade das empresas, e envolvem conceitos como transparência, direito de acionistas, equidade de tratamento aos acionistas e prestação de contas a todos os interessados.

Sobre a governança corporativa em outros países, Silveira (2007) afirma que nações como o Reino Unido e a Alemanha adotam uma abordagem chamada de “cumpra ou explique” para aperfeiçoar a qualidade da governança. Nestes casos, embora as empresas não sejam obrigadas a implementar orientações, elas devem divulgar quais práticas utilizam e o motivo de não cumprirem com orientações. La porta et. al (1998) teorizam que o nível de proteção legal oferecido a investidores para prevenir a expropriação de suas fortunas pelos gerentes ou pelos acionistas majoritários é o principal elemento que motiva padrões de governança corporativa diferentes entre os países, e que os conselhos de administração fazem parte de empresas com boa governança corporativa.

Sobre os conselhos administrativos, estes são uma ferramenta útil para auxiliar na resolução de problemas de agência entre gerentes e acionistas, proporcionando à gerência incentivos, garantindo que contratos sejam executados e decidindo sobre a manutenção ou substituição do CEO (Hermalin e Weisbach, 1991). Espera-se que executivos independentes ajam em defesa dos interesses dos acionistas (Fama e Jensen, 1998), por exemplo, evitando compensação excessiva dos diretores. Os conselhos administrativos serão abordados de maneira mais detalhada na próxima seção, dando-se ênfase aos fatos observados nos conselhos de empresas brasileiras de capital aberto

### **2.1.2 Problemas de agência no Brasil**

O Brasil apresenta em suas empresas de capital aberto uma propriedade acionária concentrada e, conforme apontam Valadares e Leal (2000), os conflitos de agência mais relevantes num mercado concentrado são observados na relação entre os acionistas majoritários e os minoritários. Assim, neste caso, a independência do conselho está ligada à influência dos acionistas controladores sobre seus membros, e não necessariamente à influência exercida pelos executivos, como ocorre em países nos quais a propriedade acionária é dispersa.

Saito e Silveira (2008) partilham da visão de Valadares e Leal (2000), ao afirmarem que a concentração de ações ocorre principalmente entre os acionistas controladores, o que causa que estes acionistas tenham interesse e poder em monitorar as ações dos altos administradores da companhia, podendo pressionar esses gestores a se esforçarem para atingirem a maximização da riqueza dos controladores. Essas características podem causar, negativamente, o efeito de entrincheiramento, que ocorre quando, a partir de uma grande concentração da propriedade, esses acionistas passam a buscar uma maior extração de

benefícios privados em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários. Países com melhor proteção a seus acionistas minoritários tendem a apresentar uma maior dispersão da propriedade das companhias (La Porta et al., 1998), o que não se constata no cenário brasileiro, que apresenta um elevado grau de concentração da propriedade das ações em poucos indivíduos e organizações.

La porta et al (1998) caracteriza o mercado brasileiro como formado majoritariamente por empresas que apresentam uma alta concentração acionária, baixo *enforcement* e uma diminuta proteção legal oferecida aos acionistas minoritários. Ainda assim, é observado pelo autor que tem sido buscada uma melhora nos padrões de governança corporativa das organizações, com destaque para ações como segmentos de listagem diferenciados na principal bolsa do país, assim como o estímulo à compra de ações por investidores institucionais. Brandão e Crisóstomo (2015) apontam que o conflito de agência mais comum no Brasil apresenta-se na relação entre o acionista controlador e os acionistas minoritários. Sonza e Kloeckner (2014) não obtiveram resultados consistentes tentando provar a correlação entre a remuneração de executivos e o desempenho das empresas que gerem.

Quando há acionistas controladores possuidores da maioria do poder de voto e mercados secundários menos líquidos, como é o caso brasileiro, uma opção aos minoritários é a utilização de mecanismos de controle interno da administração, como o Conselho de Administração (Bratton e McCahery, 1999). Trata-se de um órgão presente em todas as empresas de capital aberto, de caráter deliberativo, integrado por profissionais eleitos pelos acionistas. Dentre suas atribuições constantes no art. 142 da Lei das Sociedades Anônimas - Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, destaca-se a fiscalização da gestão dos diretores, o exame de livros e demais documentos da companhia, dos contratos realizados e outros atos ligados à administração da empresa.

Os autores Dutra e Saito (2002) afirmam que os conselhos de administração de empresas abertas brasileiras são amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores e que existem indícios de baixo uso de mecanismos de voto à disposição dos minoritários, em detrimento a seu bom funcionamento que poderia visar à resolução de conflitos de agência. Para uma boa governança corporativa, nesses conselhos é recomendada a inclusão de conselheiros independentes que possam desempenhar suas funções sem influência da administração da companhia ou de grupos específicos de acionistas, especialmente dos controladores (IBGC, 2000). Isso deve-se ao fato de estes profissionais terem uma atuação mais crítica e objetiva quando comparados a conselheiros internos da

empresa. Tem ganhado importância a discussão acerca da necessidade de independência dos conselheiros, sendo esse tema frequentemente abordado na literatura brasileira.

A separação entre conselheiros internos e externos parte originalmente da ideia de que o conflito de interesses ocorre entre os executivos e os acionistas, conforme defendido por Dutra e Saito (2002). Segundo recomendação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, até para amenizar conflitos de agência e de interesses, a maioria do conselho de administração deve ser formada por conselheiros independentes (IBGC, 2000). Dutra e Saito (2002) definem um conselheiro independente como um profissional sem ligação aparente com a companhia ou com os seus controladores, tendo uma liberdade de atuação maior, pois estaria menos sujeito à influência do controlador ou da administração. Infelizmente, ainda segundo os autores, no Brasil a composição média dos conselhos de administração não permite o pleno exercício de seu papel fiscalizatório sobre as atividades dos executivos com relação à ocorrência de conflitos de interesse entre acionistas controladores e minoritários.

Tal situação não deverá apresentar mudanças num futuro próximo, pois aparentemente há baixo interesse dos acionistas não-controladores pela participação nas assembleias e, conseqüentemente, pela indicação de representantes para o conselho de administração. Brandão (2019) caracteriza membros independentes do conselho de administração como aqueles que não têm relação com acionistas ou gestores, podendo assim mitigar conflitos de interesse entre essas partes. Um conselho com muitos membros independentes assessorado por um comitê de remuneração independente pode reduzir o poder dos executivos sobre a empresa, de acordo com Ozerturk (2005).

Levando-se em consideração o controle empresarial, Berndt (2000) defende que os direitos originados da propriedade das ações podem ser separados em duas modalidades distintas: os direitos de controle, que implicam na efetiva possibilidade de indicação dos administradores das companhias e os direitos de participação na distribuição de dividendos. Esses direitos são conquistados no Brasil por meio da aquisição de ações ordinárias e preferenciais, respectivamente. Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) argumentam que esta separação pode utilizar três mecanismos, sendo estes o estabelecimento de direitos diferenciados de voto para as diferentes classes de ações, a montagem de estruturas societárias piramidais e a ocorrência de participações recíprocas entre companhias.

Como uma maneira de restringir o poder dos acionistas majoritários em relação aos minoritários, no Brasil o controlador pode manter apenas um sexto do total de ações com direito a dividendos e metade mais uma das ações ordinárias (Nenova, 2000). Contudo, essa restrição e outras citadas neste estudo não parecem ser suficientes, uma vez que a questão da

possibilidade de expropriação de parte do valor da companhia por acionistas controladores conduz a discussão para a exigência de controle da atividade dos administradores. São necessários mecanismos que dificultem a adoção de medidas que beneficiem exclusivamente os controladores (Dutra e Saito, 2002).

Em seu estudo sobre empresas brasileiras, Silveira (2007) sugere que a governança corporativa tem aumentado, embora a uma velocidade muito reduzida, tendo em geral um nível insatisfatório. Essas boas práticas de governança muitas vezes não têm ocorrido de maneira voluntária, gerando grandes diferenças entre as governanças de diferentes empresas. Silveira (2007) associa alta qualidade de governança corporativa a características empresariais como possibilidade de crescimento, alavancagem financeira e a entrada em altos segmentos da B3 como o nível 2 e o novo mercado. Além disso, o autor ainda aponta uma relação entre empresas controladas por um grande bloco de acionistas e governança corporativa acima da média.

Ainda sobre a governança corporativa no Brasil, segundo Silveira (2007) no país as empresas só têm que adotar as práticas de governanças requeridas pelas leis, sendo que essas requisições costumam ser leves, tendo como foco a atuação de diretores e assembleias de acionistas. O autor também afirma que com a passagem de uma nova lei das corporações em 2001 foram instauradas provisões melhores referentes a direitos dos acionistas, com destaque para uma votação obrigatória durante decisões sobre a venda da empresa. Por fim, Silveira (2007) destaca os esforços do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em introduzir seu código de melhores práticas de governança em 1998 com posteriores atualizações.

Brandão (2019) afirma que a prática da dualidade do CEO, que não é recomendada pelo IBGC, vem diminuindo com o passar dos anos em empresas brasileiras de capital aberto. Além disso, em metade dessas empresas há um comitê de remuneração, o que também sinaliza uma maior preocupação em dar alguma resposta aos conhecidos problemas de conflitos de interesses. Em um terço das empresas brasileiras listadas na bolsa todos os membros do conselho de administração foram indicados pelo acionista majoritário. Os conselheiros independentes são somente 28% dos conselheiros das empresas estudadas, havendo pelo menos um em 82% dos conselhos.

## **2.2 REMUNERAÇÃO EXECUTIVA**

A remuneração de grandes executivos de companhias abertas tem atraído grande atenção da sociedade devido a sua exposição em notícias tanto no Brasil quanto a nível internacional, em certa parte impulsionada pelos escândalos corporativos ocorridos nos Estados Unidos na primeira década do milênio que tiveram repercussão mundial (Krauter, 2013). O tema e seus efeitos no desempenho de empresas têm causado impacto, mostrando-se controverso tanto em âmbito acadêmico quanto empresarial (Liang, Moroney e Rankin, 2018), em grande parte devido a sua relação com problemas de agência. Essa atenção também pode justificar-se devido aos expressivos aumentos nas quantias atribuídas a estes empresários. Esse aumento no interesse reflete-se também no aumento de sites e corretoras dedicados à educação financeira e sua crescente popularidade em diversos meios de comunicação.

Nas seções seguintes serão demonstradas as principais posições observadas na literatura e características da remuneração de executivos, primeiramente em âmbito internacional e, depois, essa discussão é trazida para a situação brasileira.

### **2.2.1 Remuneração executiva internacional**

Devido à existência dos problemas de agência mencionados na seção anterior, alguns mecanismos são adotados pelas empresas em busca de aumentar a motivação dos executivos a desempenharem da melhor maneira possível suas funções, sendo que um desses mecanismos é a remuneração de executivos, segundo Duffhues e Kabir (2008). Fortalecendo esse pensamento, Bebchuk e Fried (2003) defendem que ótimos contratos de remuneração são comumente vistos como um meio para resolver os problemas de agência que emergem com a separação da propriedade e do controle de uma companhia. Por remuneração, Perry e Zenner (2001) a definem como um contrato vinculado à performance de algum indivíduo ao realizar alguma tarefa. Demonstrando a antiga ligação entre a teoria da agência e a remuneração de executivos, Bebchuk e Fried (2003) afirmam que o foco da literatura a algumas décadas quando tratava da remuneração dos executivos era gerado a partir da teoria da agência.

Os estudos na literatura que analisam a disparidade salarial e o desempenho organizacional têm como base duas abordagens diferentes, sendo uma a econômica e a outra a comportamental (Shin et al., 2015). A abordagem econômica é baseada na teoria dos torneios, que postula que a disparidade salarial é um fator que motiva os funcionários a melhorarem seu desempenho e possivelmente atingirem cargos de níveis hierárquicos mais elevados nas organizações (Lazear e Rosen, 1981). Já a teoria da equidade aborda a dimensão

comportamental e defende que a disparidade salarial, de maneira contrária à teoria anterior, afeta negativamente o desempenho dos colaboradores criando uma visão de injustiça sobre as remunerações em suas organizações (Adams, 1963).

Os chamados pacotes de compensação são definidos de maneira geral por Georgen e Renneboog (2011) como podendo ser representados por diversos elementos, como por exemplo salário-base, bônus anual, ações e opções de ações, seguros, benefícios de pensão e indenização, entre outros listados pelos autores. Já Murphy (1998) defende em sua obra que os pacotes de remuneração de executivos possuem quatro componentes básicos: o salário base, o bônus anual (vinculado ao desempenho), a disponibilização de opções de compra de ações e planos de incentivos de longo prazo. Para a empresa, a remuneração é um custo que deve ser controlado e gerar retornos adequados, ainda segundo Murphy (1998).

Sobre características das empresas, a compensação dos altos executivos é relacionada ao tamanho e à complexidade da empresa que ele dirige (Rouen, 2020), podendo o aumento no tamanho da empresa gerar consequentemente um aumento na remuneração do CEO (Andreas et al., 2012) (Murphy, 2012) (Mueller et al, 2017). Desta maneira, pode haver uma relação entre a abertura de capital da empresa torná-la “maior” e a remuneração de seus executivos, por consequência, aumentar nos anos seguintes à abertura. Dessa maneira, a questão de a remuneração dos executivos afetar ou não a performance de empresas está intrinsicamente ligada aos objetivos deste trabalho, devendo ser amplamente explorada nessa seção.

O debate sobre a remuneração de executivos de grandes corporações de capital aberto tem se intensificado segundo Acero e Alcalde (2020), havendo nos estudos realizados sobre o tema resultados por vezes contraditórios. A principal controvérsia observada na literatura é que alguns estudos apontam haver uma clara relação entre a remuneração dos executivos e a performance das empresas (Ntim et al., 2015; Raitthatha e Komera, 2016; Sheikh et al., 2018), enquanto outros encontram uma relação, porém fraca (Chen et al., 2011; Haron, 2018) ou até mesmo não encontram relação alguma (Conyon e He, 2011; Fernandes, 2008). Nos próximos parágrafos será exibida a relação, ou a falta dessa relação, em diversos países ao redor do mundo.

Embora a relação entre a remuneração de executivos e o interesse dos acionistas, o que se convencionou definir pela literatura como a maximização de valor da empresa, possa apresentar alguma dificuldade em ser comprovada devido à resistência na divulgação de remunerações de executivos em alguns países, principalmente os países que estão em desenvolvimento (Larrate, 2013), diversos autores têm encontrado essa relação em suas pesquisas em variadas nações. Primeiramente, Sigler (2011) demonstra em seu estudo com

empresas americanas listadas na *New York Stock Exchange* (NYSE) haver uma relação significativa entre a remuneração de executivos e o desempenho da empresa. O autor utilizou o retorno sobre o patrimônio líquido ao embasar sua afirmação.

Gao e Li (2014) comparam a remuneração dos executivos em empresas de capital aberto e em um conjunto incomum de empresas não abertas: aquelas com registro na *Securities and Exchange Commission* (SEC). Os resultados mostram que a relação remuneração-desempenho é mais forte em empresas com ações negociadas no mercado de capitais do que a relação observada em empresas que não disponibilizam essa opção. Attaway (2000) por meio de sua pesquisa também em empresas americanas demonstra que essa relação efetivamente existe nas companhias que analisou.

Para além dos Estados Unidos da América a relação é corroborada pelos achados de Ozkan (2007), que obteve resultados similares em sua pesquisa no Reino Unido, assim como por Alregab (2015), que estudou essa relação em empresas no mesmo país. Wet (2012) demonstrou por meio de seus estudos sobre empresas cotadas na bolsa de valores da África do Sul que essa relação se comprova no país na prática, obtendo um resultado semelhante ao de Kato e Kubo (2006) em sua análise sobre companhias japonesas e Subekti e Sumargo (2015) na Indonésia. Analisando as empresas tailandesas listadas em bolsa, os autores Wirunrat e Wiroonratch (2021) afirmam que encontraram relação entre a remuneração paga aos executivos e a performance das empresas.

Os diretores de companhias que demonstram uma performance alta no mercado de capitais tendem a receber mais compensação do que os diretores de empresas que apresentam resultados ruins nesse mercado, de acordo com Acero e Alcalde (2020). Por fim, Aslam (2019) encontrou uma relação entre pacotes de remuneração generosos e bom desempenho de empresas paquistanesas. Diante do exposto, torna-se evidente que essa relação já foi provada repetidamente tanto em países desenvolvidos quanto em países em desenvolvimento, embora haja uma quantidade dominante de estudos sobre empresas americanas na literatura especializada.

Por assim dizer pertencentes a uma corrente de pensamento intermediária, alguns autores sugerem que há uma pequena relação positiva entre o pagamento dos executivos e a performance da empresa (Frydman e Saks, 2010) (Pepper e Gore, 2014) (Bussin e Modau, 2015). De maneira semelhante aos autores já citados, Conyon e Sadler (2001) acharam uma relação fraca entre a remuneração dos executivos e a performance empresarial no Reino Unido, no que são apoiados pelos achados de Girma et.al (2007) no mesmo país, contrariando

os resultados encontrados e já citados no parágrafo anterior por Ozkan (2007) e Alregab (2015). Resultado semelhante a esse foi observado por Haron (2018) em empresas da Malásia.

De maneira a enriquecer a discussão trazendo um contraponto, Frydman e Jenter (2010) argumentam que apesar de haver uma extensa literatura sobre o tema, a relação entre a performance de uma empresa e o pagamento recebido por seus executivos é inconclusiva. Callan e Thomas (2014) atribuem essa indefinição à variedade de metodologias utilizadas pelos pesquisadores em seus estudos. De qualquer maneira, é importante mencionar que alguns estudos, como o de Duffhues e Kabir (2008) sobre empresas abertas holandesas, não encontraram uma relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas que dirigem.

A compensação de executivos também não mostrou estar relacionada com a performance da empresa nos estudos de Farooque et. al (2019) sobre empresas de diversos países asiáticos. De maneira similar, Fernandes (2008) não encontrou uma relação significativa entre essas duas variáveis em seu estudo referente a empresas portuguesas. Cabe citar que a quantidade de estudos observados na literatura que alegam não haver relação entre a remuneração de executivos e o desempenho empresarial é diminuta quando comparada à quantidade de estudos que defendem a existência dessa relação, seja essa relação forte ou fraca.

Qualitativamente, se a empresa tiver um foco exagerado somente na performance, isso terá o efeito de fazer com que o executivo foque somente em ganhos de curto prazo (Strakova, 2021). Okafor e Ezeagba (2018) observam que esse posicionamento da empresa tem causado que alguns executivos mudem políticas contábeis com o objetivo de maximizar o lucro de algum exercício, visando aumentar sua própria remuneração. Essas circunstâncias demonstram que a elaboração de uma política de remunerações de executivos é uma tarefa desafiadora para qualquer corporação. Aslam et al (2019) adicionam que isso deve-se à dificuldade de quantificar os esforços e comprometimento dos diretores, além de que as escolhas que os diretores tomam são difíceis de precisar em seu impacto.

Sobre a controvérsia citada das altas remunerações recebidas por esses indivíduos, alguns argumentos utilizados por autores na literatura, segundo Acero e Alcalde (2020), para justificar essas quantias costumam ser a complexidade das funções que desempenham, o valor que trazem às companhias que dirigem e a necessidade das empresas em atraírem e manterem profissionais talentosos. É notório que empresas mais complexas demandam habilidades mais aperfeiçoadas e mais esforço por parte dos diretores para sua boa administração. O tamanho

de uma empresa tem sido constantemente visto como um sinal de sua complexidade, tal como defendido por Coles et. al (2008).

Trazendo a discussão da remuneração de executivos aos tempos atuais, de acordo com Wong (2009), uma das estratégias das companhias abertas têm sido a modificação de suas formas de remunerar seus executivos, convertendo sistemas baseados em salários fixos para sistemas onde a remuneração variável tem uma porcentagem bastante substancial sobre o total. Dessa forma as empresas têm “forçado” seus executivos a compartilharem o risco associado ao prejuízo. Em termos práticos, conforme Wet (2012) tem sido verificada a influência positiva de sistemas de compensação executiva sobre a criação de valor em companhias abertas com a adoção desse novo posicionamento.

Os autores Bhagat e Bolton (2019) recomendam que incentivos de compensação aos altos executivos de empresas abertas devem consistir somente de ações restritas, que só poderão ser vendidas anos após a saída do executivo. Segundo os autores, dessa maneira os executivos pensarão no longo prazo da empresa, e serão desencorajados de aceitarem investimentos de alto risco. Uma vez que o pagamento dos executivos está ligado a suas performances, os executivos são diretamente afetados tanto pelos custos quanto pelos benefícios de suas decisões, conforme defendido por Rasoava (2019).

Entretanto, essa estratégia também acarreta controvérsias. Isso é provado pela constatação, de maneira contrária, por Hart e Holmström (2016), que defendem que em alguns casos não se deve vincular a remuneração recebida pela alta administração de uma empresa em altas porcentagens variáveis de acordo ao desempenho financeiro dela, pois sua performance pode ser afetada por fatores externos totalmente fora do controle de seus agentes.

### **2.2.2 Remuneração executiva no Brasil**

Uma das maneiras utilizadas pelos acionistas em empresas brasileiras para amenizar os problemas de agência citados nas seções anteriores também é a remuneração dos executivos (Krauter, 2013). Em seu estudo sobre a remuneração dos executivos no Brasil, os autores Dutra e Ceretta (2023) afirmam que assim como em outros países, no Brasil este também é um tema controverso tanto para acadêmicos quanto para políticos e até no ambiente das próprias empresas. Demonstrando a complexidade do tema, Funchal (2005) afirma que embora seja um assunto que já tenha sido amplamente estudado, ainda há muitos fatores não identificados que exercem influência sobre a remuneração dos executivos. Entre esses fatores

ainda de acordo com Funchal (2005) podem estar itens não financeiros, como poder, prestígio, entre outros.

De maneira semelhante ao observado internacionalmente, Capaverde (2022) relata que os altos pagamentos destinados aos executivos têm se tornado alvo de grandes debates na imprensa brasileira, com o foco voltado a comparações entre a remuneração do *Chief Executive Officer* e a remuneração dos funcionários de níveis hierárquicos inferiores, gerando percepção de acentuada disparidade nas práticas de remuneração empresariais. A autora observa que de 2010 a 2014 houve um significativo aumento da remuneração média dos CEOs de empresas listadas na B3, passando de 60%.

A resolução da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) 480 de 2009 em seu artigo 24 facilitou a coleta de dados para embasar este estudo, pois esta resolução determinou o conteúdo obrigatório a ser divulgado no formulário de referência de empresas abertas, inclusive a obrigatoriedade destas empresas de divulgarem informações tanto quantitativas quanto qualitativas sobre suas práticas de compensação dos administradores.

Conforme exposto, há a obrigatoriedade de divulgação de, por exemplo, a remuneração máxima, mínima e média do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal dessas empresas (CVM, 2009). Dessa maneira, as empresas têm agrupado estas informações em formulários de referência que podem ser acessados por qualquer pessoa em seus sites na internet. A maior parte das informações utilizadas neste trabalho foi colhida nestes formulários de referência.

Demonstrando o divisor de águas representado por essa mudança realizada pela CVM, os autores Santos e Silva (2017) afirmam que a elaboração dessa instrução justifica o aumento no número de pesquisas realizadas no Brasil sobre a remuneração de executivos desde então. Ainda sobre as regulamentações brasileiras sobre a remuneração de diretores, a lei 6.404/76, popularmente conhecida como a lei das sociedades por ações, estipula que a remuneração da alta administração das empresas é fixada pela assembleia de acionistas. O IBGC vai além, determinando que o conselho de administração deve definir a política de remuneração executiva, sendo que a assembleia supracitada deve aprovar essa política.

Trazendo contexto à remuneração de executivos em empresas brasileiras, em um estudo realizado por Santos e Silva (2018) com uma amostra de 110 empresas brasileiras foi constatado que a remuneração total dos executivos é menor em empresas familiares quando comparado com empresas não familiares. Esse fato é especialmente relevante tendo em vista a observação de Beuren et.al (2014) de que há uma acentuada predominância de empresas familiares listadas na B3. A criação de um pacote de remuneração atrativo e compatível com a

realidade do mercado, com incentivos tanto de curto quanto de longo prazo e com metas claras de desempenho definidas é benéfico para a manutenção das boas relações entre acionistas e executivos nas empresas brasileiras estudadas por Silva e Chien (2013).

Empiricamente, um maior pagamento aos executivos por remuneração variável de curto prazo influencia de maneira positiva o desempenho das corporações brasileiras, de acordo com a maioria dos artigos analisados publicados sobre organizações empresariais brasileiras. Conforme as descobertas realizadas por Beuren et. al (2014), isso não se repete ao ser analisada a remuneração variável de longo prazo. Dessa maneira, é afirmado pelos autores que a remuneração dos executivos pode ser uma ferramenta de governança corporativa utilizada para alinhar os interesses dos executivos aos interesses dos acionistas também utilizada no país.

Os autores Dutra e Ceretta (2023) compartilham esse raciocínio ao afirmarem que as empresas que remuneram melhor seus executivos atraem profissionais de maior qualidade, o que embasa a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas. Pereira et al (2016) apresenta em seu estudo que altos executivos que possuem uma melhor formação acadêmica, o que pode ser considerado pelo mercado uma possibilidade de performance melhor, recebem, em média, uma remuneração mais alta do que executivos com uma formação inferior. De maneira direta sobre essa relação, Fernandes e Mazzioni (2015) constataram após estudarem empresas brasileiras que há uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e o desempenho observado.

Segundo Krauter (2013) a remuneração dos executivos divide-se em dois tipos: a financeira e a não financeira. A remuneração financeira, por sua vez, subdivide-se em mais dois tipos: fixa e variável. A remuneração fixa é definida pelo autor como o montante previamente acordado entre a empresa e o executivo. Ainda com base no autor, a remuneração variável é influenciada de acordo com o cumprimento de metas estabelecidas entre a empresa e o executivo, no decorrer de um período.

Apesar da literatura brasileira acerca do tema ser majoritariamente a favor da relação entre a remuneração dos executivos e a performance das empresas sob sua administração, essa afirmação está longe de ser uma unanimidade. De maneira contrária ao exposto no parágrafo anterior, Silva e Chien (2013) observaram em sua análise ausência de uma relação significativa entre essas duas variáveis, também a partir de empresas sediadas no Brasil. De maneira complementar, analisando uma amostra de empresas brasileiras, os autores Dutra e Ceretta (2023) também não encontraram relação entre a idade dos altos executivos e sua remuneração. Similarmente, não foi possível por parte dos autores observar alguma relação

entre as experiências anteriores dos executivos e suas remunerações atuais. Observou-se que os executivos são remunerados pelo incremento das taxas de retorno obtidas pelos acionistas sobre o capital que estes investiram, tal como observado por Souza et. al (2017).

De maneira semelhante ao observado na literatura de outros países, alguns autores encontraram essa relação, porém ressaltam que essa relação é fraca. Por exemplo, Camargos, Helal e Boas (2007) apontam uma relação fraca, porém positiva sobre a remuneração dos executivos e a performance das empresas que administram, em seu estudo com base em empresas brasileiras com *american depositary receipts* listados em bolsas americanas.

Na literatura brasileira especializada sobre o assunto também não há uma unanimidade sobre a existência e a força da relação da remuneração dos executivos com a performance da empresa. Enquanto alguns autores como Krauter (2013) defendem que essa relação existe de fato, outros como Beuren et. al (2014) discordam, defendendo que não foi observada qualquer relação entre as duas coisas. Já outros autores, com destaque para Fernandes e Mazzioni (2015) encontraram resultados mistos que não permitem estabelecer essa correlação de maneira conclusiva. De maneira direta, Krauter (2013) em seu artigo não encontrou qualquer relação entre as duas variáveis propostas.

## 2.3 IPO

Nessa seção serão demonstradas primeiramente características gerais das ofertas públicas iniciais. Em seguida serão elencadas as vantagens percebidas por autores na literatura para as empresas que realizam esse procedimento. Na sequência, como um contraponto à seção anterior serão abordadas as desvantagens que empresas abertas costumam sofrer de maneira geral como consequência de sua decisão de abrir seu capital ao mercado financeiro. A última subseção tem foco nas características de ofertas públicas iniciais de empresas brasileiras.

### 2.3.1 Características

A empresa que decide lançar novas ações no mercado o faz por meio de uma oferta pública inicial de ações (ou no inglês, IPO, de *Initial Public Offering*) em que contrata uma instituição financeira (subscritora) para a coordenação e a colocação desses títulos no mercado, podendo a IPO ser considerada um mecanismo por meio do qual uma empresa abre seu capital e passa a ser listada em uma bolsa de valores, conforme definição dos autores Fortuna (2008) e Pinheiro (2007). Referente ao processo da realização da IPO, Damodaran

(2004) enfatiza que essa forma tradicional de uma empresa de capital aberto aumentar seu patrimônio líquido ocorre pela emissão de ações a um preço que o mercado está disposto a pagar.

É válido ressaltar que a decisão sobre a composição do capital da empresa é importante no mundo das finanças, sendo que a estrutura de capital, com definição do volume de capital próprio e de terceiros na empresa deve ser analisada e tratada com cuidado pelos gestores, uma vez que esse capital é investido nas operações e ativos com objetivo de oferecer bens e serviços para determinado mercado (Kalil e de Benedicto, 2018). De maneira semelhante, Myers (1984) afirma que a decisão sobre o equilíbrio da estrutura de capital da empresa é um fator determinante em sua continuidade, mostrando a complexidade do tema ao afirmar que nem mesmo os estudiosos do assunto conseguem entender plenamente como as empresas tomas essas decisões.

É amplamente discutida na literatura especializada a motivação inicial de empresas em aceitarem o complexo processo de abertura de seu capital ao mercado. Brau e Fawcett (2006) argumentam que a motivação principal para as IPOs é a busca de capital e reputação para a aquisição de outras empresas. Já Aldrighi (2010) complementa que a diversificação de portfólio e a busca por uma maior liquidez da riqueza podem também ser motivações. Por sua vez, tanto Ritter e Welch (2002) quanto Pagano, Panetta e Zingales (1998) identificam as condições do mercado de capital como um dos fatores decisivos na decisão de abrir o capital. Empresas que atuam em áreas mais competitivas têm uma maior propensão a realizarem IPO, segundo Aghamolla e Thakor (2019). Pagano, et al. (1998) afirma que um dos motivos para uma companhia oferecer suas ações em bolsa de valores é a reversão da acumulação de dívidas.

Foi realizada uma revisão sobre a teoria e evidência da atividade de IPO e os motivos pelos quais as empresas oferecem uma parte de si por meio de ações por Ritter e Welch (2002), que explicam que na maioria dos casos esta atividade ocorre pelo desejo em captar capital externo para a mesma e criar um mercado público em que os fundadores e acionistas podem converter parte de suas fortunas em dinheiro em uma data futura.

Teorias sugerem que as empresas selecionam estruturas de capital de acordo com atributos que determinam os vários custos e benefícios associados a dívidas e financiamento por capital externo, segundo o artigo de autoria de Titman e Wessels (1988). Ainda segundo estes autores, esses atributos são estrutura de ativos, escudos contra tributação, crescimento, classificação da empresa, volatilidade da renda e rentabilidade. Mello e Parsons (1998) explicam que donos que gerenciam a empresa antes da IPO costumam colocar em prática

estratégias que levam à criação da distribuição de ações pós-IPO mais desejada por eles. Contrários a essa afirmação, Stoughton e Zechner (2001) veem grandes acionistas como monitoradores que podem aumentar o valor da empresa no período posterior à IPO.

Espera-se que as empresas se comportem de maneira diferente durante o ano da IPO, sendo provável que tenham recursos limitados nesse momento e, portanto, tenham subinvestido em ativos de capital de giro e tenham utilizado crédito exageradamente. Os recursos recebidos durante a IPO relaxam essas restrições, fazendo com que o ano da abertura exiba um crescimento expressivo no capital de giro (Ball e Shivakumar, 2008).

Sobre o controle relacionado à IPO, Aldrighi (2010) afirma que uma IPO envolve a decisão sobre a estrutura de controle, sendo que o executivo pode retê-lo, transferi-lo, ou optar pela dispersão da propriedade desse capital, além de ter a possibilidade de preservar o controle por algum tempo com o objetivo de transferi-lo posteriormente em condições mais favoráveis, após ganhos de visibilidade e liquidez. Algumas empresas tentam ampliar os benefícios de maior liquidez recorrendo à dupla listagem para explorar a ampla base de investidores de bolsas internacionais também. Isso leva positivamente à submissão a padrões mais exigentes de governança exigidos pelas autoridades regulatórias de países mais desenvolvidos.

Sobre a estrutura de poder resultante de uma abertura de capital, detalhadamente, Aldrighi e Neto (2007) definem o acionista controlador como o acionista que possui direta ou indiretamente pelo menos 50% dos direitos de voto de uma empresa. Por sua vez, o chamado maior acionista último de uma empresa é definido pelos autores como o acionista que possui, diretamente ou não, uma maior porcentagem dos direitos de voto quando comparado a qualquer outro acionista da empresa. Manter esse controle é uma consideração importante para os gerentes e donos de antes da IPO.

Quando é indicado que eles são sensíveis que haja diluição de controle, a empresa emite menos ações e as novas ações não são alocadas para novos grandes acionistas. Um controle maior de ações antes da IPO cria incentivo para os gerentes reduzirem o custo total da emissão (Alavi, 2008). Uma emissão pública de ações sempre dilui a propriedade dos donos originais em proporção igual através da emissão de novas (primárias) ações e a venda de ações existentes (secundárias), também conforme defendido por Alavi (2008).

De acordo com Khurshed (2003), uma mudança na estrutura de propriedade é uma das maiores mudanças que ocorrem quando uma empresa começa a negociar suas ações no mercado de capitais, que ressalta que uma consequência imediata de emitir ações é uma maior dispersão de controle destas ações. Semelhantemente, é apontado que a retenção de controle

após a listagem é a preocupação principal dos gestores na hora de decidir sobre a abertura do capital, por Brau e Fawcett (2006). De maneira posterior à abertura, Brennan e Franks (1997) argumentam que atrair e alocar ações para grandes acionistas pode ter como resultado uma perda de controle.

Quando uma empresa é a primeira de seu setor em seu país a realizar IPO, há uma revelação muito considerável de informações privadas aos investidores sobre fatores comuns ao setor, e esta divulgação de informações reduz a incerteza sobre esses fatores, assim diminuindo os custos das IPOs subsequentes de empresas do mesmo setor e, portanto, incentivando mais firmas semelhantes a realizarem suas IPOs (Aldrighi, 2010). A precificação da IPO depende de suas observações sobre seu valor e o nível do sentimento dos investidores.

As empresas que querem se tornar de capital aberto frequentemente enfrentam incertezas sobre a recepção do mercado de sua emissão de ações, sendo que esse fator tem uma importância ainda maior para empresas situadas em setores que não tiveram nenhuma empresa abrindo capital naquele mercado. Dessa maneira, as empresas podem preferir adiar suas IPOs para observar a recepção que o mercado dá às IPOs de seus concorrentes, e são observadas novas IPOs nos anos seguintes à primeira do setor. No entanto, atrasos prolongados também têm seu custo, pois podem resultar em perda de investimentos e de oportunidades de expansão durante esse período de espera.

Durante a espera pelo melhor momento para realizarem suas IPOs, há incentivos para os gestores para realizarem manipulação dos balanços, demonstrativos e prospectos para explorarem períodos de oportunidade em momentos de euforia no mercado de ações, conforme exposto por Aldrighi (2010). Conseqüentemente, quando o otimismo exagerado de investidores alimenta a valorização excessiva das ações, a qualidade média das firmas que abrem o capital tende a se reduzir, com aumento de firmas menores e mais novas realizando suas aberturas. Brau e Fawcett (2006) assinalam que a importância para os executivos do histórico de lucratividade como sinal da qualidade da empresa transmitido aos investidores pode reforçar o incentivo das empresas para a prática de manipulação de balanços.

Os proprietários podem afetar o nível de subvalorização das ações que negociarão no mercado de capitais através de escolhas que fazem promovendo a abertura, como qual subscritor contratar ou em que proporção listar suas ações. Os benefícios em reduzir a subvalorização dessa maneira dependem da participação dos proprietários na oferta e na magnitude da diluição que eles sofrem nas ações restantes (Habib e Lunqvist, 2001). Os motivos de algumas IPOs serem mais ou menos subvalorizados do que outras costumam ser por haver uma variada assimetria de informações, mais ou menos incerteza de valorização,

um risco de probabilidade maior ou menor de ocorrência de processos judiciais e diferentes intensidades de preocupação sobre a subvalorização (Habib e Ljunqvist, 2001).

Essa preocupação depende em quanto os donos venderão durante a IPO: se venderem poucas ações sofrem pouco com a subvalorização dessas ações; porém, de maneira contrária, se venderem muitas ações têm mais incentivos para diminuí-la. Habib e Ljunqvist (2001) afirmam que quando uma IPO é subvalorizada, todos os donos anteriores a sua finalização sofrem perdas em sua fortuna através dessa subvalorização, da diluição de sua propriedade e com as despesas de promoção. Sendo assim, a subvalorização e despesas de promoção são necessárias pois servem ao propósito de atrair mais investidores para comprarem as ações emitidas (Alavi, 2008).

Para determinar o preço inicial durante os procedimentos de abertura de capital, a empresa emissora e os subscritores contratados precisam realizar uma custosa aquisição de informações relativas à valorização da empresa (Benveniste et al., 2003; Hanley e Hoberg, 2010). Campbell (1979) assume que as empresas têm informações que seriam custosas de divulgar ao público, tanto por sua produção em si quanto ao uso que suas concorrentes poderão realizar com essas informações.

Emissores de ações podem contratar um banco de alta reputação, por um preço mais alto, e beneficiarem-se da certificação de qualidade que um banco desse nível pode proporcionar pois subscritores prestigiados usam sua reputação para reduzir a subvalorização ou, de maneira oposta, podem contratar o banco mais barato disponível e esperar o resultado contrário. Podem também escolher entre diferentes auditores e advogados baseando-se na reputação e considerações de certificação e diferentes tipos de divulgações. Isso mostra que os emissores podem fazer escolhas que levam a uma subvalorização maior ou menor.

Emissores decidem gastar mais na abertura da empresa quanto maior for o valor que planejam vender na IPO de acordo com o defendido por Habib e Ljunqvist (2001). Os custos de emissão envolvem pagamentos aos subscritores, auditores e advogados, custo de shows de estrada, taxa de listagem, tempo da gerência, conforme elencado novamente por Habib e Ljunqvist (2001). Adicionando, James (1992) argumenta que quanto maior a incerteza sobre o valor de uma empresa, maior será o risco suportado pelos subscritores numa oferta.

Dada a complexidade e os requisitos necessários a uma oferta pública inicial bem-sucedida demonstrada até aqui, Aghamolla (2022) afirma que as empresas devem pesar os custos e benefícios quando decidem se vão tornar-se empresas de capital aberto ou se devem manter-se como estão, e que as empresas costumam realizar essa operação quando seus benefícios superam seus custos. Tradicionalmente, os livros de finanças, como o dos autores

Brealey, Myers e Allen (2007) defendem que a abertura de capital é um passo do processo natural de crescimento das empresas, enfatizando-se novamente a importância de sua melhor compreensão por parte da sociedade. De forma contrária, Pagano et al (1998) mostram que essa é uma visão limitada da motivação para abertura de capital de empresas, defendendo que as empresas abrem seu capital por diversas razões e que esse não é um passo obrigatório no processo de crescimento da empresa.

Com referência às características de empresas após a realização da IPO, Aghamolla e Thakor (2019) aprofundam-se nas diferenças entre tomadas de decisões em empresas de capital aberto e empresas de capital fechado. Devido ao fato de apresentarem comumente uma propriedade dispersa, as empresas de capital aberto costumam ter menos monitoramento direto por parte de sua administração. Dessa maneira, segundo os autores, seus acionistas podem erroneamente atribuir resultados negativos após as decisões do projeto à uma baixa capacidade gerencial, e não ao acaso ou outros possíveis fatores.

Devido a preocupações com suas carreiras, os gerentes de empresas de capital aberto costumam ser menos inclinados a investirem de maneira arriscada, em vez disso tendendo a adotar projetos menos arriscados, a fim de minimizar a probabilidade de resultados negativos do projeto e possíveis prejuízos a si mesmos. Em geral, empresas mais lucrativas tornam-se de capital aberto antes de empresas que apresentam uma menor lucratividade (Aghamolla e Guttman, 2021).

### **2.3.2 Vantagens de IPOs observadas na literatura**

Nessa seção serão elencados os pontos positivos observados na literatura trazidos pela abertura de capital de uma empresa em uma bolsa de valores.

Como potenciais benefícios de uma IPO, a literatura aponta uma vasta quantidade de informações. A diminuição do custo médio do capital é frequentemente citada, assim como a redução da assimetria informacional pelas exigências de divulgação e transparência pode afetar a visão dos bancos sobre a organização e favorecê-las em condições de contratação de empréstimos futuros, conforme Pagano, Panetta e Zingales (1998). Também é apontada pelos autores a redução da necessidade de contração de empréstimos com instituições financeiras, devido à captação de recursos vinda dos investidores. Outra possível vantagem da abertura de capital é a avaliação da empresa pelo mercado, baseada no monitoramento descentralizado por analistas e investidores (Aldrighi, 2010).

A entrada e a permanência de uma empresa nos mercados de ações fornecem aos investidores liquidez e oportunidades de diversificação e, assim, reduzem o custo de capital das empresas (Pagano, Panetta e Zingales, 1998). Ademais, uma listagem no mercado de ações fornece acesso a capital abundante e mais barato do que outras opções, com base em Asker, Farre-Mensa e Ljungqvist (2011) e acesso a capital de investimento mais barato. Os autores também afirmam que as empresas investem mais e são mais sensíveis às oportunidades de investimento nos cinco anos antes de abrirem o capital do que depois de finalizada a abertura.

Sobre os benefícios observados nos períodos subsequentes à abertura de capital, Brown, Fazzari e Petersen (2009) vinculam IPOs a aumentos em pesquisa e desenvolvimento, sugerindo que o mercado de ações é uma importante fonte de financiamento para projetos de pesquisa e desenvolvimento para empresas que negociam suas ações. Além disso, a efeito de comparação as empresas que não abrem seu capital têm menos caixa e mais dívidas do que empresas abertas à compra de suas ações comparáveis (Asker, Farre-Mensa e Ljungqvist 2014). Também é citado como um benefício a empresas que abrem seu capital que a maioria das empresas age dessa maneira para financiar um aumento planejado em seus investimentos (Brau e Fawcett, 2006).

Como alguns benefícios de uma empresa em abrir seu capital ao mercado, Aldrighi (2010) enumera o acesso a uma fonte de financiamento alternativa ao crédito fornecido pelos bancos e um maior poder de barganha com estes, no que resulta em taxas menores de juros; a diversificação de seu portfólio; uma maior liquidez e sua consequente redução no custo de capital. De maneira semelhante, é citada a existência do benefício de obter uma expressiva quantidade de financiamento externo a uma taxa menor do que encontrada em outras opções por Bhattacharya e Ritter (1983).

O acesso aos mercados de ações por meio de uma IPO pode também, de acordo com Aghamolla e Thakor (2019) aliviar as restrições financeiras e permitir um maior investimento para empresas. Após a IPO e sua consequente injeção de dinheiro, as empresas podem usar esse capital para atingir um nível de inovação que não era possível antes (Aghamolla e Thakor, 2019).

Os mercados de ações podem fornecer vários benefícios a empresas ingressantes. Alguns desses benefícios citados por Rajan (2012) são a injeção de capital externo, a redução da informação assimétrica, a diminuição do custo de capital e a possibilidade de inovação nas empresas, sendo este último benefício também defendido por Amore et al (2013).

Os benefícios de um acesso mais fácil a um capital mais barato e abundante do que encontrado pela empresa em alternativas também permitem que as empresas tenham a liberdade de realizarem mais fusões e aquisições (Maksimovic et al. 2012), possam levantar mais capital próprio (Brav, 2009) e pagar mais dividendos a seus acionistas (Michaely e Roberts, 2012) do que companhias fechadas equivalentes. Além disso, as empresas de capital aberto podem aproveitar melhor as oportunidades de crescimento que encontrarem e são mais responsivas às mudanças nas oportunidades de investimento do que suas contrapartes fechadas (Mortal e Reisel, 2012).

A listagem em um mercado de ações ajuda, ainda, a reduzir os custos de empréstimos devido à consequente redução da assimetria de informações e ao aumento da concorrência do credor (Pagano et al. 1998). Ball e Shivakumar (2005) relatam que as finanças de empresas que não obtêm recursos no mercado de capitais são geralmente de qualidade inferior às de suas contrapartes listadas em bolsas de valores semelhantes.

As empresas cotadas em bolsa fornecem relatórios financeiros de maior qualidade do que as empresas fechadas (Ball e Shivakumar, 2005), em outro sinal positivo, pois dessa forma obtém-se uma informação mais próxima à realidade do que a partir dos relatórios de empresas não listadas em bolsas de valores. Outro benefício da abertura é que, emitindo uma grande quantidade de ações, os administradores anteriores à IPO podem diluir a habilidade de novos acionistas tomarem o controle da empresa de suas mãos, de acordo com Alavi (2008).

Uma das maiores razões que justificam a abertura de capital de empresas é o possível crescimento financeiro que poderá ser usado para superar dificuldades e o uso do valor arrecadado na operação para melhorar seus investimentos, podendo também ser visto como um meio de reequilibrar a sua estrutura de capital (Khurshed, 2003). De maneira complementar, foi constatado por Kalil e de Benedicto (2018) no período pós-IPO de empresas um aumento abrupto das receitas líquidas de vendas.

Alguns outros benefícios substanciais ao realizar uma oferta pública inicial, com base em Deeds et al (2016) são que a empresa aumenta sua legitimidade na comunidade empresarial, melhora o acesso ao financiamento da dívida e cria um meio de saída para seus principais acionistas. No entanto, a mais importante razão para ir a público é para infundir uma quantidade significativa de capital de investimento para a empresa.

Nos períodos subsequentes à abertura também são demonstrados benefícios consideráveis ao desempenho da agora aberta corporação. A análise realizada por Bossolani (2009) mostra que há uma aceleração do ritmo de crescimento de receitas em empresas que abrem capital, e que elas conseguem assim equilibrar seu custo de capital e seu desempenho

operacional durante diversos exercícios. Há evidências também de que empresas abertas exibem um alto crescimento em vendas e investimentos quando comparadas com empresas fechadas similares no período pós-IPO (Jain e Kini, 1994).

Damodaran (2004), Ehrhardt e Brigham (2014) e Pinheiro (2007) enumeram mais algumas vantagens que as empresas que decidem abrir seu capital colhem após a conclusão deste processo, como um maior acesso aos mercados financeiros e ao capital para os projetos, estruturação do departamento de acionistas e relação com investidores e desenvolvimento de imagem institucional junto ao mercado. Ainda segundo os autores, é observado em muitas empresas um estabelecimento de um maior valor, uma maior capacidade de negociação, maior flexibilidade nas decisões estratégicas da empresa e por fim um aumento nos mercados potenciais em que a empresa pode atuar.

Na visão de Pagano et al (1998), alguns benefícios da abertura de capital observados em empresas italianas são a superação de restrições de crédito, a possibilidade de acesso a um novo mercado de crédito, um maior poder de negociação junto aos bancos, o fim da dependência exclusiva de capital por recursos bancários, a redução no custo de crédito bancário, entre muitos outros.

Demonstrando a variedade de possíveis benefícios de uma abertura de capital Hsu et al (2010) enumera que vantagens competitivas como a atração de investidores e consumidores, o fornecimento de capital para expansão ou desenvolvimento de novos projetos e a facilidade aumentada de aquisições podem ser características apresentadas em empresas após a formalização do processo de emissão de suas ações. Diante do exposto acima, a abertura de capital mostra-se uma decisão potencialmente bastante vantajosa às corporações que a realizarem, entretanto este trabalho busca responder se essa vantagem também alcança seus diretores durante e imediatamente após esse processo.

### **2.3.3 Desvantagens observadas na literatura**

Em contrapartida ao exposto na seção anterior, e com o objetivo de apresentar um panorama rico e o mais completo possível, nessa seção serão abordadas as principais desvantagens para empresas na realização de IPOs encontradas na literatura tanto brasileira quanto internacional.

Muitas empresas, embora tenham condições de realizar a abertura de seu capital, preferem não a fazer. Isso aponta que decididamente há desvantagens durante e após esse processo. Evidentemente a emissão de ações negociadas publicamente implica em gastos

como taxas pagas a subscritores e consultores jurídicos, despesas com a produção e a publicação de balanços, prospectos e anúncios de oferta, taxas de registro em bolsas e em órgãos reguladores, entre diversos outros custos apontados durante esse processo por Aldrighi (2010). Outra possível razão para os empresários manterem fechado o capital das empresas que administram está na preocupação em preservar a propriedade e o controle na tomada de decisões para si mesmos (Brau e Fawcett, 2006).

A perda de confidencialidade, advinda das exigências de divulgação de informações, pode representar também um incentivo para manter a empresa com seu capital fechado conforme Aldrighi (2010). Spiegel e Tookes (2008) descrevem em seu estudo a decisão de abrir o capital como uma compensação entre o fluxo de divulgação de informações confidenciais, e o benefício do aumento do financiamento por meio de capital público. Isso implica que na visão dos autores as empresas podem preferir permanecer fechadas caso os custos de divulgação da abertura de capital sejam excessivamente altos.

A literatura, tanto internacional quanto a brasileira, apresenta uma rica quantidade de gastos incorridos por empresas para abrirem seu capital. Entre diversos gastos observados, um possível custo de abertura de capital apontado por Khursed (2003) é o de que a performance operacional muitas vezes se deteriora após essa abertura. A maioria dos trabalhos pesquisados indica uma queda do desempenho operacional das empresas após a abertura de capital. É observado repetidamente que vários fatores e teorias explicam a queda de desempenho operacional das empresas, tais como ampliação dos conflitos de agência, assimetria de informações, *market timing*, *window dressing* dos números do balanço pré-IPO, dentre outros (Biral, 2010).

Observando todo o processo da oferta pública inicial, pode ser citado também como um ponto negativo que demanda esforços da organização a obrigatoriedade das empresas que realizaram IPO de manterem os acionistas informados sobre seus acontecimentos. Para cumprir com tal obrigação, muitos diretores financeiros dedicam tempo precioso mantendo contato com investidores e analistas (Ehrhardt e Brigham, 2014). Isso ocasiona uma extensa divulgação de informações de importância considerável da organização empresarial que, segundo Pinheiro (2007) podem ser utilizadas de maneiras desvantajosas aos interesses dela.

A abertura de capital muitas vezes faz com que as empresas invistam menos e respondam com uma frequência menor às mudanças nas oportunidades de investimento (Asker, Farre-Mensa e Ljungqvist, 2011). A preferência de gerentes em não assumirem riscos expressivos pode resultar em uma menor sensibilidade a investimentos em empresas listadas na bolsa cujos administradores são mal monitorados (Asker, Farre-Mensa e Ljungqvist,

2011). Dessa maneira, segundo os autores, resta evidente que as pressões de curto prazo distorcem decisões de investimento de empresas abertas. De maneira semelhante, Von Thadden (1995) argumenta que o foco nos lucros de curto prazo de uma empresa ou no preço atual de suas ações distorcerá as decisões de investimento se os investidores tiverem informações incompletas sobre o quanto a empresa deve investir para maximizar seu valor de longo prazo.

Recentemente, um número crescente de comentaristas culpa o desempenho lento da economia americana observado desde a crise financeira de 2008-2009 a decisões de gestores que consideram somente o curto prazo das empresas que dirigem (Asker, Farre-Mensa e Ljungqvist, 2014). Diante do exposto, mostra-se notável que as pressões de curto prazo são um custo potencialmente importante de uma listagem no mercado de ações, que deve ser levado em consideração no momento da tomada de decisão de abertura de capital, pois, ainda segundo os autores, leva os administradores a investirem de forma míope, perdendo oportunidades.

De maneira semelhante ao exposto no parágrafo anterior, Poterba e Summers (1995) constataram em seu estudo que os gerentes de empresas abertas preferem projetos de investimento com prazos mais curtos, acreditando que os investidores do mercado de ações são incapazes de avaliar adequadamente os projetos de longo prazo. Graham, Harvey e Rajgopal (2005) fortalecem essa noção, pois relatam em sua pesquisa que a maioria dos gerentes evitaria iniciar um projeto de valor presente líquido (VPL) positivo se isso significasse ficar aquém dos ganhos de consenso do trimestre atual.

Os autores Bertrand e Mullainathan (2003) adicionam à discussão ao afirmarem que, com base em evidências pesquisadas por eles, os gerentes de empresas de capital listado em bolsas de valores têm preferência por não decidirem aceitarem investimentos que apresentem riscos elevados. De maneira mais direta, sob a pressão de investidores, os gerentes têm incentivos para buscar desempenho de curto prazo (Stein, 1989), por receio de serem demitidos por possíveis falhas.

O problema abordado no parágrafo anterior acaba causando um outro problema em algumas empresas: a manipulação de demonstrações financeiras. Essa afirmação tem base nos achados de Acharya et al (2013), que sugerem que devido à presença da empresa no mercado de capitais, os gerentes têm incentivos para manipular a produção na tentativa de atender às expectativas do mercado. Vindo de encontro a essa afirmação, Healy e Wahlen (1999) constataam a existência de evidências substanciais de que os gerentes de empresas de capital negociado no mercado por vezes se envolvem em gerenciamento de resultados para atingir

metas de ganhos. Mais diretamente, Teoh et al. (1998) afirmam que ocorreram casos em que os gerentes inflaram os lucros de maneira oportunista para influenciar os preços das ações de empresas durante suas IPOs.

Demais desvantagens associadas à decisão de abrir o capital da empresa encontradas na literatura são a perda de controle acionário, o elevado custo de abertura de capital, a possibilidade de uma oferta pública de aquisição, custos legais e administrativos, contratação de auditoria externa e a criação de conselhos de administração (Damodaran, 2004; Ehrhardt e Brigham, 2014; Pinheiro, 2007). Um custo amplamente abordado na literatura que pode ser visto como uma desvantagem às empresas durante esse processo é o da subprecificação, que tem valor substancial, porém é necessária ao abrir capital, de acordo com Ljungqvist e Wilhelm (2003), que também comprovam em seu estudo que a falha em controlar esse custo pode ser na verdade um problema de agência. Por fim, Alavi (2008) ressalta que além dos custos elencados acima, também existem despesas relacionadas a promover a emissão de ações.

Posteriormente à abertura, a empresa ainda necessita continuar arcando com diversos custos para sua efetiva manutenção de listagem na bolsa. O autor Aldrighi (2010) aponta alguns desses custos, como os incorridos nas despesas com taxas administrativas, na elaboração, publicação e auditoria de relatórios, balanços e demonstrações financeiras, na operação de um departamento de relações com investidores, entre outros. Como grande parcela dessas despesas não tem forte relação ao tamanho da empresa, empresas de grande porte tendem a conseguir arcar mais facilmente com esses custos e manter suas operações. As empresas listadas em bolsa recebem a partir de sua entrada no mercado de capitais um escrutínio regulatório muito mais rigoroso do que suas contrapartes fechadas e são obrigadas a divulgar importantes informações de demonstrações financeiras, com base em Aghamolla e Thakor (2019).

Os autores supracitados partilham do raciocínio de Ball e Shivakumar (2005), que afirmam que as empresas listadas atendem a um padrão de divulgações mais alto devido à maior demanda de mercado e à regulação. Isso se deve pela razão de que como os investidores de empresas de capital aberto, credores e outros usuários de demonstrações financeiras estão mais distantes das tomadas de decisão do que um proprietário está das decisões em uma empresa fechada, conseqüentemente exigem relatórios de maior qualidade na tentativa de sanar a assimetria de informações entre eles e os administradores (Ball Shivakumar, 2008).

As empresas de capital fechado geralmente não têm que lidar com as pesadas demandas regulatórias ou do mercado de capitais para divulgações discutidas no parágrafo anterior, embora também possam ser pressionadas a revelar informações aos investidores, porém não publicamente. O custo de revelar informações confidenciais que poderão ser usadas por concorrentes, o que é um prejuízo considerável para a empresa (Guo et al., 2004), podendo até levar a empresas concorrentes adotarem inovações ou usarem informações para avançar em seus próprios projetos (Krieger (2017) deve ser considerado.

### 2.3.4 IPOs em diversos países

Primeiramente, o mercado americano merece destaque, tanto por seu tamanho quanto pela vasta quantidade de material disponível sobre o assunto. Sendo a maior economia do planeta, não é surpreendente que os Estados Unidos também possuam um mercado de capitais muito desenvolvido, com mais de 6000 empresas listadas, o que é um número bastante expressivo especialmente levando-se em conta, a título de comparação, que no Brasil esse número em 2023 encontra-se levemente acima de 400 (B3, 2023).

Quase todas as 5,7 milhões de empresas nos Estados Unidos não abriram seu capital a investidores, sendo que apenas 0,06% das empresas americanas estão listadas em bolsas de valores, segundo dados da principal bolsa de valores, a NYSE. Narayanan (1985) expressa a preocupação de que os administradores americanos tendem a tomar decisões que geram ganhos de curto prazo em detrimento dos interesses de longo prazo dos acionistas.

O fator crucial na decisão de empresas americanas em terem suas ações negociadas em bolsa são as condições do mercado de capital (Pagano, Panetta e Zingales, 1998). O já citado efeito de diminuição da performance nos períodos subsequentes à IPO é amplamente experimentado em empresas americanas e demonstrado por Jain e Kini (1994) e Mikkelsen, Partch e Shah (2017). Jain e Kini (1994) também analisaram a mudança do desempenho operacional de empresas antes e após a IPO.

Os resultados revelaram um declínio no desempenho operacional do retorno sobre ativos (ROA) das empresas americanas após a realização da IPO, afetado pela participação de propriedade. Vale a pena ressaltar também que nesse mercado, qualquer companhia que queira vender suas ações numa bolsa de valores deve preencher um registro com a *Securities and Exchange Commission* que contenha informações contábeis. Após a SEC confirmar o registro, as empresas americanas tipicamente começam a realizar *road shows* (shows de estrada) para promover a abertura a investidores em potencial.

Do outro lado do oceano atlântico, usando dados obtidos a partir de empresas britânicas, Saunders e Steffen (2011) mostram que as empresas que não negociam suas ações ao público enfrentam custos de empréstimos mais altos do que as empresas de capital aberto, pelo ganho em sua reputação ao serem obrigadas a divulgarem uma extensa quantidade de informações relevantes sobre sua situação publicamente. Conforme observado em muitos outros países, Khurshed (2003) demonstra evidências que empresas listadas na Bolsa de Valores de Londres (*London Stock Exchange*, ou LSE) têm um declínio substancial após esse processo. Similarmente, Khurshed, Paleari e Vismara (2003) também encontraram uma diminuição na performance das empresas inglesas após a abertura de capital ter sido concluída.

O efeito de redução de performance de empresas, na comparação entre seu período anterior e posterior à listagem de seu capital em bolsas de valores é ainda experimentado em diversos outros países. Comprovando essa afirmação, Kutsuna, Okamura e Cowling (2002), observam uma baixa performance em empresas japonesas após a realização de suas IPOs. De maneira similar aos autores citados, Pagano, Panetta e Zingalles (1998) demonstram que o mesmo efeito está presente em algumas empresas italianas, enquanto Wong (2012) obteve resultados similares em sua pesquisa em Hong Kong.

### **2.3.5 IPOs no Brasil**

As ofertas públicas iniciais desempenham, segundo Kim, Kitsabunnarat e Nofsinger (2004) um papel vital na alocação de recursos em mercados de capitais de países emergentes, como é o caso do brasileiro. Ainda segundo os autores, empresas desses países têm acessado esses recursos cada vez mais, podendo assim possivelmente obter um crescimento mais acelerado. Ter um mercado de capitais forte e transparente é um dos fatores elencados por Tavares e Moreno (2007) como determinantes para um elevado fluxo de capital a países emergentes como o Brasil, e, conseqüentemente, ao fortalecimento de sua economia.

Atualmente essas aberturas de capital no país ocorrem na bolsa brasileira, a Brasil, bolsa e balcão, mais conhecida como B3. Segundo a B3 (2023) a bolsa possui uma capitalização de mercado que ultrapassa 900 bilhões de dólares, sendo seu volume negociado calculado em aproximadamente 60 bilhões de dólares por mês, com cerca de 400 empresas listadas. Esses números, quando comparados aos números das bolsas das outras principais economias da América Latina demonstram a força da bolsa brasileira na região.

Mostra-se necessária uma breve contextualização do ambiente regulatório do mercado de capitais brasileiro. As empresas de capital aberto no Brasil são obrigadas a fornecer à

Comissão de Valores Mobiliários um informativo anual em que reportam a participação acionária dos maiores acionistas da empresa, a composição de seu conselho de administração e sua diretoria, a existência ou não de ações preferenciais e se estas têm ou não direito a voto, a existência ou não de acordo de acionistas e características gerais da empresa como sua atividade principal (Aldrighi e Neto, 2007).

A CVM em sua instrução de número 361/2002 define o conceito de acionista controlador como o indivíduo responsável por exercer efetivamente o poder de controle sobre uma companhia, devido ao fato de ter a propriedade da maioria das ações com poder de voto desta companhia. A lei das SAs (sociedades anônimas) de 1976 vai mais além das definições acima, determinando que esse acionista tem o poder efetivo sobre as decisões mais importantes da empresa, sendo titular de direitos que lhe assegurem a maioria dos votos nas decisões da empresa, além de poder eleger ao menos a maioria dos administradores, bem como o funcionamento dos diversos órgãos que compõem a organização.

A referida lei estabelece também que tal indivíduo tem o dever de usar esse poder com o objetivo de fazer a companhia cumprir sua função social, ressaltando também seus deveres e responsabilidades frente aos demais sócios da empresa. O mercado de capitais não se restringe a somente pessoas físicas, sendo possível que uma empresa tenha participação acionária em outras empresas (Aldrighi e Neto, 2007), assim como *holdings* e bancos.

A introdução do novo mercado também merece destaque, sendo uma espécie de “listagem premium” na bolsa, conforme Silveira (2007). Esta listagem requer das empresas práticas específicas de divulgação e governança corporativa, indo além do requisitado pela lei das corporações. A Bovespa criou três níveis de listagem premium, sendo eles o nível um, o nível dois e o novo mercado. Para alcançar a listagem de nível um, uma companhia interessada deve ceder divulgações adicionais, além do requisitado por lei. Já para ser listada na categoria de nível dois a empresa deve, além de preencher os requerimentos presentes no nível anterior, exercer uma seleção de práticas de governança corporativa. Por fim, as empresas no nível mais alto, o novo mercado, além das disposições presentes no nível dois, não devem possuir ações sem direito a voto, chamadas de ações preferenciais.

Sobre as características de empresas e suas motivações em realizarem abertura de seu capital, há uma maior probabilidade em empresas maiores, mais lucrativas, que tenham gastos de investimentos elevados e alto crescimento em lançarem uma IPO, segundo Aldrighi (2010). Ainda segundo o autor, a reestruturação financeira e a diversificação da riqueza dos empresários não parecem ser motivações para IPOs no Brasil. Referente às suspeitas de motivações de empresas para realizarem IPO, a diversificação de portfólio não foi uma

motivação relevante para as IPOs nas empresas brasileiras para Aldrighi (2010), conforme observações de seu estudo. Além disso, a reestruturação financeira não foi determinante nas decisões de abertura de capital segundo o autor.

Como a oferta pública inicial de ações é intrinsecamente ligada à noção do controle sobre a companhia, essa relação é abordada aqui, sob o prisma do contexto do mercado de capitais brasileiro. O acionista ou grupo de acionistas que possuir metade mais uma ou mais ações ordinárias mantém o controle da empresa (Procianoy e Schnorrenberger, 2004). No Brasil as ações ordinárias dão ao portador o direito a votar nas decisões tomadas pela empresa, enquanto as ações preferenciais não disponibilizam esse direito, somente dando preferência à restituição de valor investido desse acionista sobre acionistas ordinários.

O mercado brasileiro apresenta uma excessiva preocupação de acionistas controladores em manter o controle acionário (Procianoy e Schnorrenberger, 2004) em comparação com o que é observado em outros países. Os autores Procianoy e Schnorrenberger (2004) afirmam que a concentração acionária em um único indivíduo tem aumentado com o passar do tempo nas empresas listadas na B3. Ainda analisando essas empresas, foi observado pelos autores que quanto mais centralizado é o controle acionário, menor é o nível de endividamento, assim como conforme maior seja o lucro da empresa, também será menor seu endividamento. Outra relação encontrada nas empresas abertas brasileiras é que quanto maior o tamanho da empresa, maior será seu endividamento.

A explicação para o fenômeno citado poderia ser o fato de o capital próprio investido ter aumentado proporcionalmente mais que o retorno da empresa. Já Kalil e de Benedicto (2018) apontam que a rentabilidade média se reduziu no período pós-IPO nas empresas analisadas em seu estudo. O motivo desse declínio estaria ancorado em três hipóteses: janelas de oportunidade (os gerentes aproveitam um período em que a empresa ou o mercado estejam indo bem) (Loughran e Ritter, 1994), disfarce de lucros (gerenciamento de lucros antes da IPO) (Fama e Jensen, 1998) (Teoh et al., 1998) e mudança de propriedade (problemas de agência) (Khurshed 2003).

De maneira geral, nas duas primeiras décadas a partir do ano de 2000, desde o início do novo milênio, 2007 foi o ano com a maior quantidade de empresas que realizaram abertura de capital no Brasil, chegando a 64 aberturas que, conjuntamente, captaram cerca de R\$ 55 bilhões. A crise do subprime no final dos anos 2000 influenciou mercados financeiros de todo o planeta, além de acarretar efeitos negativos para as economias de diversas nações, conforme observação de Tristão e Sonza (2019), e o mercado brasileiro também foi duramente afetado. Ferreira e Mattos (2012) defendem que nesse período, devido à crise, ocorreu no mercado de

capitais brasileiro um aumento de aversão ao risco e uma acentuada preferência por ativos de maior liquidez por parte dos investidores.

Esse cenário levou a uma queda generalizada do valor de ativos brasileiros. Era inevitável que essa crise reduzisse drasticamente o incentivo para empresas brasileiras abrirem o capital, da mesma maneira que ocorreu com empresas de outros países (Aldrighi, 2010). Em meio a este contexto turbulento, apenas quatro IPOs ocorreram no Brasil em 2008, apesar de 42 registros de oferta terem sido concedidos pela CVM naquele ano. O aumento dos atritos financeiros durante a crise financeira tornou as IPOs mais difíceis de serem realizados e menos vantajosos para as empresas nos anos subsequentes (Aghamolla e Thakor, 2019).

Trazendo a discussão para o momento atual do mercado houve outro momento de baixa nas novas ofertas públicas nos anos de 2014, 2015 e 2016, ocorrendo somente uma IPO a cada ano, o que, por analogia ao raciocínio utilizado para explicar a queda observada durante a crise do subprime, deve ser paralelo à recessão sofrida em 2015 e 2016. O número só foi novamente superior a 11 aberturas na bolsa no ano de 2020, quando foram registradas 28 novas aberturas de empresas a capital, o que pode ser considerado um dado surpreendente, pois desde março daquele ano a pandemia de Covid-19 já era encarada como um problema grave e global.

Durante os meses de fevereiro e março do ano de 2020, início da pandemia segundo a Organização Mundial da Saúde (OMS) o *ibovespa*, indicador que agrega os valores de ações das principais empresas brasileiras, despencou 45%, uma das maiores quedas já registrada em bolsas de valores brasileiras, de acordo com Vieira et. al (2021). Mesmo tendo recuperado seu patamar anterior ao início da pandemia durante o ano de 2020, essa perturbação abalou seriamente o mercado de capitais brasileiro, e esperam-se menos IPOs do que ocorreriam nos próximos anos se não tivesse ocorrido a pandemia de Covid-19.

## 2.4 HIPÓTESE

Diante do exposto nas seções anteriores, a hipótese a ser provada no presente estudo é:

H1: As empresas, em média, ampliam a remuneração de seus executivos nos dois anos posteriores à realização da IPO comparativamente aos dois anos anteriores à IPO além do crescimento de receita, despesa, lucro líquido e total do ativo.

---

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 APRESENTAÇÃO E DELINEAMENTO**

O procedimento utilizado foi o de pesquisa explicativa. De acordo com Gil (2008), esse tipo de pesquisa tem como principal preocupação identificar fatores que desencadeiam a ocorrência de fenômenos. Ainda segundo o autor, essa modalidade de pesquisa proporciona um aprofundamento sobre o objeto de estudo, ao passo que explica o porquê das coisas. Dentro da pesquisa explicativa, o método observacional foi utilizado, pois, segundo Díaz (2011), esse método está associado à observação, que nada mais é do que a aquisição ativa de informações sobre um fenômeno. Ainda segundo o autor, o ato de observar é perceber cuidadosamente um objeto, uma ação na qual o pesquisador sabe o que quer analisar e por que quer analisá-lo.

Já em relação à abordagem do problema, a presente pesquisa pode ser descrita como de natureza quantitativa. Sobre tal natureza, Richardson (1999) afirma que o método quantitativo se caracteriza pela utilização de instrumentos estatísticos e garante exatidão aos resultados, além de remover possíveis deficiências concernentes à análise e interpretação de informações. Já Mascarenhas (2012) sustenta que a pesquisa quantitativa torna o estudo imparcial e não influenciado pelo pesquisador graças ao uso de técnicas estatísticas.

#### **3.2 COLETA DE EVIDÊNCIAS**

Após abrangente pesquisa sobre a bibliografia relacionada aos assuntos tratados, foi desenvolvida uma extensa pesquisa documental sobre as demonstrações contábeis publicadas por essas mesmas empresas, além de seus formulários de referência, observando suas variações nos dois períodos anteriores e subsequentes à abertura de seu capital a investimentos na bolsa de valores brasileira. Além disso, o site da Comissão de Valores Mobiliários foi amplamente pesquisado, assim como o site fundamentus, o qual agrega de maneira padronizada os formulários de referência das empresas da amostra. Segundo Richardson (1999) a análise documental, realizada neste ponto do trabalho, consiste no estabelecimento de relações sociais e econômicas a partir de diversos documentos a serem utilizados para a pesquisa.

Sendo assim, a maneira utilizada para responder à pergunta levantada foi analisar utilizando como base de dados as demonstrações financeiras e os formulários de referência das empresas que abriram IPO no Brasil entre os anos de 2010 e 2020. Foram analisadas as

demonstrações e formulários dos dois anos anteriores à abertura e dos dois anos seguintes a esse evento. Finalmente, esses números registrados no Microsoft excel foram comparados manualmente para ser verificado o quanto em média variou a remuneração de seus executivos nesse período e contas relacionadas a esse valor, detalhadamente as contas de remuneração executiva (constante nos formulários de referência), receita, despesa administrativa, lucro líquido e total do ativo. É importante ressaltar que esses valores foram analisados tanto pela quantia à época quanto inflacionada até o ano de 2022 pelo IPCA.

### 3.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A amostra selecionada para esse estudo foi composta inicialmente por 78 empresas que abriram seu capital na B3 no período entre primeiro de janeiro de 2010 a trinta e um de dezembro de 2020. Dessas 78 empresas, somente 68 disponibilizaram publicamente suas demonstrações contábeis e seus formulários de referência com todos os dados necessários à realização da pesquisa, inclusive de anos anteriores à IPO. Dessas 68, cinco divulgaram que seus executivos receberam zero reais em algum dos anos analisados, sendo então removidas da amostra, pelo impacto desproporcional e provavelmente irrealista que a contabilização desses valores causaria no resultado, o que resultou em 63 empresas ao final.

Mantendo-se uma alta quantidade de empresas a serem analisadas da população inicial, acredita-se que não houve um comprometimento dos resultados pelo tamanho da amostra. Foram analisadas empresas atuantes em todos os ramos de atividade econômica, controladas tanto pelo Estado quanto pela iniciativa privada, com concentração acionária concentrada ou pulverizada.

Buscando-se um entendimento mais aprofundado sobre a relação entre a remuneração dos executivos antes e depois da IPO, subsequentemente à análise dessa variação com todas as empresas da amostra, essas empresas foram segregadas em três subgrupos repetidas vezes e de diversas maneiras. Em primeiro lugar, com base em suas receitas referentes ao ano da IPO, onde foram demonstradas as diferenças em média nessa variação entre o terço de empresas de menor receita, o terço intermediário e o terço que obteve maior receita quando comparado aos demais.

Em seguida, esta mesma divisão foi realizada e analisada com base em receitas auferidas, ao que se seguiram as despesas administrativas divulgadas. A variável seguinte que separou as empresas em três subgrupos foi o lucro líquido auferido no período. A última conta constante em demonstrações contábeis levada em consideração para comparações é a do ativo

total. Estas variáveis foram especificamente escolhidas por serem contas de maior expressão dentre as demais contas divulgadas pelas empresas, e por poderem ter relação com o aumento ou diminuição de remuneração dos executivos. Outras diferenciações realizadas foram pelo setor de atuação das companhias, ano de realização de abertura, concentração de propriedade de ações no principal acionista, concentração de propriedade de ações nos três principais acionistas e quantidade de membros executivos.

### **3.4 TRATAMENTO E ANÁLISE DE EVIDÊNCIAS**

Os dados adquiridos foram registrados em planilhas do programa microsoft excel para serem analisados e comparados. Após o uso do teste Kolmogorov-Smirnov atestar que as amostras têm distribuição normal, foi utilizado o teste Mann-Whitney de cauda dupla para testar a diferença de médias nas amostras de distribuição anormal. Dentre as alternativas disponíveis, esse teste foi escolhido devido ao fato deste, conforme defendido por Mcknight e Najab (2010), testar a diferença entre dois grupos, no caso a média das remunerações dos dois anos anteriores à IPO e essa média nos dois anos seguintes, numa única variável sem distribuição específica.

Após testada a diferença de média de dados foi aplicado o teste de médias anova com fator duplo sem repetição, para determinar a significância estatística destes dados. Esse teste, segundo Oliveira (2008), é muito usado por pesquisadores de diferentes campos do conhecimento para comparar médias, o que foi realizado neste estudo ao comparar a média da remuneração de executivos de empresas nos dois anos anteriores à realização de IPO com sua média de remuneração nos dois anos seguintes à realização da IPO. Desta maneira, este teste foi considerado a opção mais apropriada frente a outras alternativas como o teste de qui quadrado, teste T de Student ou outro tipo de teste anova.

No tipo de teste escolhido, duas médias obtidas dos grupos “remuneração executiva antes da IPO” e “remuneração executiva após o IPO” podem ser comparadas por relação (Sampaio, 2002). Quanto às variáveis, como variável X foram utilizados os períodos anteriores e posteriores à IPO. Como variável Y foi utilizada a remuneração de executivos.

### **3.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO / METODOLOGIA**

As limitações do método empregado são, primeiramente, a quantidade de informações relevantes disponibilizadas tanto nas demonstrações das empresas quanto nos seus formulários de referência e nos sites da CVM e B3. Além disso, outra limitação é a

quantidade de empresas que efetivamente se encaixam nos parâmetros escolhidos para a amostra. A antiguidade de alguns dados, remontando a até 13 anos antes da realização dessa análise também é um fator a ser considerado, sendo mitigado pelo uso do indicador IPCA para inflacionar os dados, trazendo-os a um valor presente da melhor maneira possível dentre as alternativas.

## 4 DESENVOLVIMENTO

### 4.1 REMUNERAÇÕES DOS EXECUTIVOS

#### 4.1.1 Remunerações dos executivos não inflacionadas

A média da remuneração recebida pelos executivos nas empresas analisadas no penúltimo ano antes da realização da abertura de capital foi de R\$ 6.643.044,72. Vale destacar a amplitude entre a menor e a maior remuneração de executivos observada no período, variando de R\$ 152.994,00 até R\$ 38.184.323,00. Essa variação representa que a remuneração paga de menor valor equivale a 0,4% da remuneração paga aos executivos mais bem pagos entre as corporações da amostra.

No ano imediatamente anterior à abertura de capital, a média da remuneração recebida pelos executivos nas empresas componentes da amostra foi de R\$ 8.044.083,00. Novamente foi observada uma grande amplitude entre os valores divulgados pelas empresas, sendo o menor de R\$ 151.089,00 e o maior R\$ 46.510.085,00. Desta maneira, a remuneração recebida pelos executivos da primeira corresponde a 0,32% da remuneração recebida por suas contrapartes da segunda. Com relação ao valor médio recebido no penúltimo ano anterior à efetivação da abertura de capital em comparação a esse valor médio recebido no ano imediatamente anterior à referida abertura, observou-se um aumento de R\$ 1.401.038,28 ou 21,09%.

A remuneração média recebida pelos executivos das empresas da amostra no ano da abertura de capital foi de R\$ 21.153.460,68. A amplitude observada foi bastante considerável, uma vez que a empresa que remunerou menos seus executivos o fez em R\$ 172.344,00, enquanto, na outra ponta, a empresa que mais remunerou seus executivos o fez em R\$ 511.949.062,00. Desta maneira, o valor médio recebido pelos executivos da empresa que realizou os menores pagamentos da amostra equivaleu a 0,03% do valor recebido pelos executivos da empresa que realizou os maiores pagamentos. Comparando a remuneração média recebida pelos executivos das empresas analisadas durante o ano da IPO com a remuneração destes mesmos executivos no ano anterior houve um aumento de R\$ 13.109.377,69, o que equivale percentualmente a 158,97% de acréscimo.

No ano subsequente à abertura de capital a remuneração média recebida pelos executivos das 63 empresas da amostra foi de R\$ 18.565.650,84. Novamente é observada uma variação substancial quando comparados o menor e o maior valor recebidos, sendo estes de R\$ 206.585,00 e de R\$ 87.068.097,00, respectivamente. O menor valor corresponde a

aproximadamente 0,24% da quantia do maior valor auferido. Em comparação com o ano da realização da IPO, no ano seguinte a média da remuneração dos executivos diminuiu em R\$ 2.587.809,84, o que equivale percentualmente a uma redução na ordem de 12,23%.

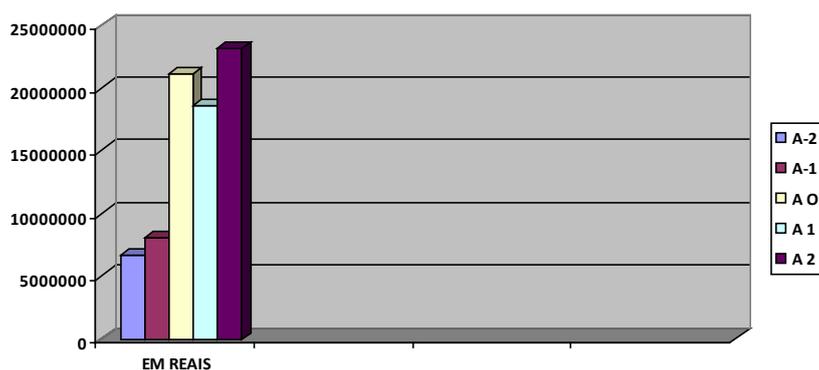
No último ano analisado, o segundo após a abertura de capital, a remuneração média recebida pelos executivos das empresas foi de R\$ 23.095.871,81. A variação observada entre as remunerações é bastante substancial, já que a empresa que apresentou a menor remuneração pagou a seus executivos R\$ 1.802.038,00, enquanto a empresa que cedeu mais dinheiro a seus executivos o fez em R\$ 183.461.922,00. Este primeiro valor é equivalente a aproximadamente 0,98% do segundo valor, o que demonstra a amplitude das quantias analisadas. Em comparação ao ano anterior, houve um aumento em média de R\$ 4.530.130,97, o que em termos percentuais equivale a aproximadamente 24,40%

Merece destaque a informação de que nos 5 anos avaliados das empresas da amostra, o segundo ano após a abertura de capital foi o que apresentou a maior média de remuneração dos executivos. Essa afirmação pode servir como base para uma previsão de que, caso os anos seguintes ao segundo ano após a abertura de capital fossem analisados também, seriam observados subseqüentes aumentos médios na remuneração percebida pelos executivos das empresas. Isso pode ser devido a duas razões: à inflação acumulada durante o período ou ao fato de que realmente após a IPO os executivos passam a receber valores mais altos de suas empresas, uma vez que há uma maior quantidade de dinheiro circulando na organização devido aos investimentos de acionistas.

A possibilidade de explicação do fenômeno pela inflação será abordada em uma das seções seguintes. Além disso, ressalta-se que só houve uma redução média cronologicamente entre o ano anterior à IPO e o ano da IPO. Isso pode ser facilmente explicado pela substancial injeção de dinheiro na empresa por parte de investidores ao adquirirem ações da mesma, o que não se repetiu no ano seguinte.

Recapitulando o exposto nos parágrafos anteriores dessa seção, são exibidos no gráfico 1 e na tabela 1 a seguir os dados apresentados:

Gráfico 1: Remuneração média dos executivos entre A-2 e A 2:



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados coletados.

Tabela 1: Ano e remuneração de executivos

<b>Ano:</b>	<b>Remuneração dos executivos, em reais:</b>
A-2:	6.643.044,72
A-1:	8.044.083,00
A0:	21.153.460,68
A1:	18.565.650,84
A2:	23.095.871,81

Das 63 empresas analisadas, somente 4 (6,34%) apresentaram uma redução na remuneração dos executivos comparando-se a média da remuneração recebida nos dois exercícios anteriores à IPO com a média da remuneração recebida nos dois exercícios subsequentes à IPO. Analogamente, 59 das 63 empresas da amostra (ou 93,66%) apresentaram aumento na remuneração recebida por seus executivos nos dois anos após a abertura de capital em comparação aos dois anos anteriores a essa abertura. Sendo que essa porcentagem representa a grande maioria dessas empresas, comprova-se a hipótese principal deste estudo de uma maneira abrangente, considerando-se um amplo número de empresas de diversos setores e tamanhos.

Detalhadamente, a média das remunerações dos dois anos anteriores à IPO foi de R\$ 7.343.563,86, enquanto esta mesma média calculada sobre os dois anos seguintes à essa

abertura foi de R\$ 20.830.716,32. Essa diferença de R\$ 13.487.152,46 corresponde a um aumento de 183,66% na remuneração dos executivos na média dos dois anos seguintes à abertura de capital de empresas que administram quando comparada à média dos dois anos anteriores da abertura.

Sobre os dados relacionados foi aplicado o teste de Mann-Whitney de cauda dupla, que apontou uma distribuição aparentemente normal, assim como um z-score de -3,29558 e um P valor de 0,00096. Assumida a distribuição normal, também se realizou o teste anova de fator duplo sem repetição, a uma significância estatística de 5%, do qual foi observado o valor de 5,5561. O p valor indica que há diferença estatística entre os anos analisados.

#### **4.1.2 Remunerações dos executivos inflacionadas**

Os dados apresentados na seção anterior não estão ajustados pela inflação, o que, devido à diferença de anos entre os recebimentos de remunerações pode causar distorções no valor real recebido e suas diferenças antes e depois da IPO. Dessa maneira, nessa seção os mesmos dados serão expostos, porém, para evitar a distorção já citada, foi aplicado o IPCA sobre os mesmos dados, trazendo os valores de cada exercício a um patamar ajustado aos valores observados até dezembro de 2022. Esse índice foi escolhido dentre as alternativas por ser uma estimativa confiável da inflação, e pelo seu uso por parte do governo federal.

Utilizando os dados inflacionados, a média da remuneração recebida pelos executivos nas corporações avaliadas no penúltimo ano anterior à realização da abertura de capital foi de R\$ 9.153.457,55. Destaca-se a amplitude entre a menor e a maior remuneração de executivos observada no período, variando desde R\$ 273.675,67 até R\$ 19.663.342,65. Essa diferença de valores representa que as menores remunerações pagas são equivalentes a 1,39% da remuneração dos executivos mais bem pagos entre as corporações deste subgrupo.

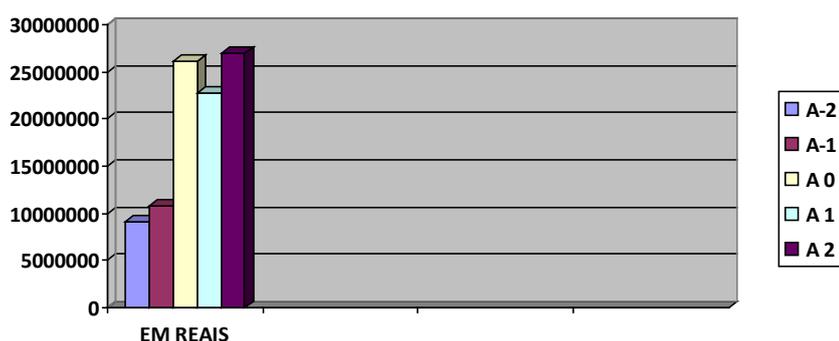
Foi observado que no ano imediatamente anterior à abertura de capital a média da remuneração entregue aos executivos nas empresas componentes da amostra foi de R\$ 10.762.714,76. Novamente foi observada uma grande amplitude entre os valores divulgados pelas empresas, sendo o menor de R\$ 261.338,64 e o maior de R\$ 55.984.189,31. Desta maneira, a remuneração recebida pelos executivos da primeira corresponde a somente 0,47% da remuneração recebida por suas contrapartes da segunda. Com relação ao valor médio recebido no penúltimo ano anterior à efetivação da abertura de capital em comparação a esse valor recebido no ano imediatamente anterior à referida abertura, houve um aumento de R\$ 1.609.257,22, ou 17,58 em termos percentuais.

A remuneração média recebida pelos executivos no ano da abertura de capital foi de R\$ 26.139.348,03. A amplitude de valores é bastante considerável, uma vez que a empresa que menos remunerou seus executivos o fez em R\$ 286.901,06, ao passo que a empresa que mais remunerou seus executivos o fez em R\$ 593.092.988,30. Desta maneira, o valor médio que foi recebido pelos executivos da empresa que realizou os menores pagamentos equivaleu a 0,04% do valor recebido pelos executivos da empresa que fez os maiores pagamentos. Comparando a remuneração média recebida pelos executivos das empresas analisadas durante o exercício anterior à IPO com a remuneração destes mesmos executivos no ano em que foi realizada essa abertura houve um acréscimo de R\$ 15.376.633,27, o que equivale percentualmente a 142,87%, aproximadamente.

No ano seguinte à abertura de capital a remuneração média recebida pelos executivos das 63 empresas da amostra foi de R\$ 22.814.616,43. Novamente é observada uma variação substancial quando comparados o menor e o maior valor recebidos, sendo estes de R\$ 331.837,49 e de R\$ 139.857.484,20, respectivamente. O menor valor corresponde a aproximadamente 0,24% da quantia do maior valor auferido. Em comparação com o ano da realização da IPO, no ano seguinte a essa operação a média da remuneração dos executivos diminuiu em R\$ 3.324.731,60, o que equivale percentualmente a uma redução na ordem de 12,72%.

No último ano estudado, ou seja, o segundo após a abertura de capital, a remuneração média recebida pelos executivos das corporações foi de R\$ 27.016.525,35. A variação observada entre os valores é bastante substancial, já que a empresa que apresentou a menor quantia pagou a seus executivos R\$ 2.672.502,56, enquanto a empresa que cedeu mais dinheiro a seus executivos os remunerou em R\$ 183.461.922,00. Esta primeira quantia é equivalente a aproximadamente 1,46% da segunda, o que demonstra a amplitude de valores analisada. Comparando-se o primeiro ano depois da IPO com o segundo ano, observa-se um crescimento da remuneração média dos executivos de R\$ 4.201.908,92, o que representa aproximadamente 18,42% de acréscimo.

Gráfico 2: Remuneração inflacionada média dos executivos entre A-2 e A 2:



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados coletados.

Tabela 2: Ano e remuneração de executivos inflacionada:

Ano:	Remuneração de executivos, em reais:
A-2:	9.153.457,55
A-1:	10.762.714,76
AO:	26.139.348,03
A1:	22.814.616,43
A2:	27.016.525,35

Das 63 empresas analisadas, desta vez somente 7 (11,11%) apresentaram uma diminuição na remuneração de seus executivos comparando-se a média da remuneração recebida nos dois exercícios anteriores à IPO com a recebida nos dois exercícios subsequentes à abertura. Por conseguinte, 56 das 63 empresas da amostra (ou 89,89%) apresentaram crescimento na remuneração recebida por seus executivos nos dois anos depois da abertura de capital em comparação aos dois exercícios anteriores a essa abertura. Sendo que essa porcentagem, embora menor, ainda representa a grande maioria dessas empresas, a hipótese principal deste trabalho é comprovada mesmo utilizando-se dados inflacionados.

De maneira detalhada, a média dos dois anos anteriores à IPO chegou ao montante de R\$ 9.958.086,15, enquanto esta mesma média calculada sobre os dois anos seguintes à essa abertura foi de R\$ 24.915.570,89. Assim, essa diferença de R\$ 14.957.484,73 corresponde a um crescimento de 150,20% na remuneração dos executivos na média dos dois anos seguintes

à abertura de capital de empresas que administram quando comparada à média dos dois anos anteriores à abertura. Da mesma maneira que ocorreu com os dados nominais, também foi realizado o teste Mann-Whitney de cauda dupla nos dados inflacionados utilizados para subsidiar esta comparação. Conforme o referido teste, os dados têm uma distribuição aparentemente normal, um z-score de 0,86398 e 0,38987 de P-valor.

Após ser identificada a distribuição normal, foi realizado com os dados relacionados o teste anova com fator duplo sem repetição, também a uma significância estatística de 5%, que resultou em um valor de 8,2244.

#### **4.1.3 Comparação entre as remunerações dos executivos não inflacionadas e inflacionadas**

De uma maneira geral, os resultados obtidos com os valores não inflacionados são semelhantes aos resultados obtidos a partir destes mesmos valores após ser aplicada a inflação sofrida desde o ano de referência até o fim do ano de 2022. Em ambos os casos houve um aumento da remuneração dos executivos entre o penúltimo ano antes da IPO e o ano anterior à efetivação da abertura, bem como um aumento muito relevante entre o ano anterior e o ano da abertura.

Em ambas as sequências houve uma redução da remuneração dos executivos no ano seguinte à IPO em comparação ao ano anterior, assim como um subsequente acréscimo no ano seguinte. Reforçando essas similaridades, em ambas as situações o ano de maior remuneração foi o último ano analisado, embora com os dados inflacionados essa diferença tenha diminuído. Por fim, embora tenha havido uma diminuição ao serem analisados os valores com dados inflacionados, a hipótese principal deste estudo manteve-se comprovada.

#### **4.2 COMPARAÇÕES ENTRE REMUNERAÇÃO E OUTRAS VARIÁVEIS**

Uma possível explicação para o substancial aumento da remuneração dos executivos nos anos subsequentes à IPO pode ser a relação dessa remuneração com alguma outra variável. Dessa maneira foram selecionadas quatro contas das demonstrações contábeis que têm acentuada importância na situação geral das empresas, e estas contas foram avaliadas quanto à existência ou à inexistência de alguma relação com a remuneração nas subseções a seguir. As contas escolhidas para comparação são as de receita total, despesas administrativas, lucro líquido e total do ativo. Em todas as quatro contas foram utilizados valores ajustados pela inflação. Em seguida esta seção é encerrada por uma comparação entre as remunerações recebidas em três períodos de abertura de capital da amostra.

#### 4.2.1 Comparação com a receita total

Nos anos analisados as empresas apresentaram uma receita média nos dois períodos anteriores à abertura de capital de R\$ 2.137.032.752,00. Já nos dois períodos subsequentes essa média subiu para R\$ 4.177.575.888,00, uma diferença de R\$ 2.040.543.136,00, ou 95,48%. Sobre esses dados que formaram a base para essa comparação foi realizado o teste de Mann-Whitney de cauda dupla. Esse teste mostrou uma aparente normalidade na distribuição dos valores das receitas, além de um z-score de -3,1019 e um P valor que chegou a 0,00194. Após a realização do teste de Mann-Whitney foi realizado o teste anova de fator duplo sem repetição, a uma significância estatística de 5%, que resultou em um valor de 7,1467.

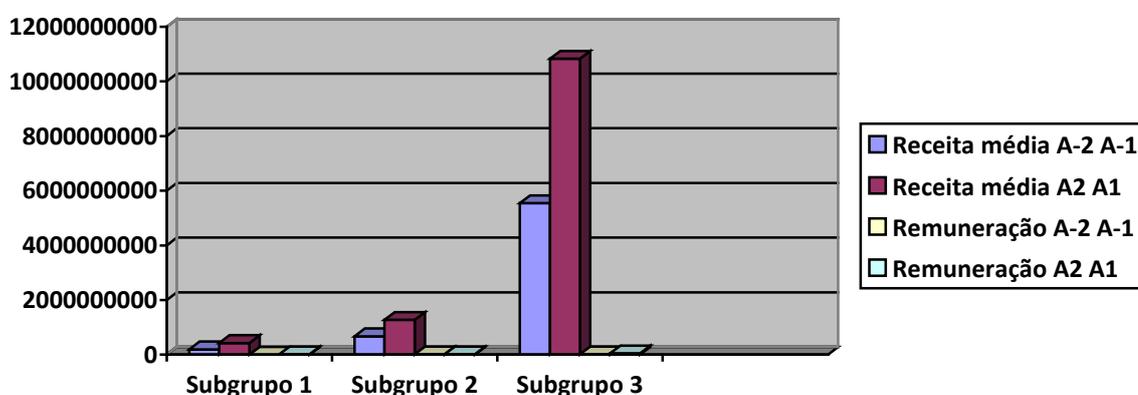
No primeiro subgrupo, que apresentou uma receita média de R\$ 305.997.808,90 (variando desde R\$ 42.018.400,00 a R\$ 540.039.200,00) foi observada uma média da receita obtida por essas empresas nos dois anos anteriores de R\$ 194.661.215,40, ao passo que este valor subiu para R\$ 429.040.806,80 na média dos dois anos seguintes. Essa diferença de R\$ 234.379.591,50 representa 120,40%. Paralelamente, a remuneração média aos executivos nos dois anos anteriores à abertura de capital chegou ao montante de R\$ 4.382.214,46. Já entre a média recebida por estes indivíduos nos dois anos seguintes à IPO o valor foi de R\$ 12.276.458,40, sendo R\$ 7.894.243,94 maior que o valor anterior, ou 180,14%. Comparativamente, neste subgrupo o aumento médio da remuneração dos executivos superou o aumento médio da receita obtida pelas empresas nos períodos analisados.

O segundo subgrupo foi constituído pelas empresas da amostra com um nível médio de receitas auferidas, com uma média de R\$ 949.354.171,40. A companhia com menor receita média neste subgrupo obteve R\$ 544.112.800,00, ao passo que sua contraparte de maior receita adquiriu uma receita de R\$ 1.535.590.400,01. A receita média obtida nos dois anos anteriores à IPO neste subgrupo chegou a R\$ 674.403.404,80, enquanto este valor alcançou R\$ 1.274.847.976,00 na média anual dos dois exercícios subsequentes a essa abertura de capital. Esse acréscimo de R\$ 600.444.571,40 representa aproximadamente 89,03%. Houve uma remuneração de R\$ 9.988.907,63 dos executivos dessas empresas na média dos dois anos anteriores à IPO, enquanto nos dois anos seguintes à sua concretização esse valor aumentou para R\$ 16.439.505,60. Esse aumento (de R\$ 6.450.597,97) representa percentualmente 64,58%. Sendo assim, neste subgrupo houve um aumento percentual maior na receita total do que na remuneração dos executivos, contrariando a hipótese formulada.

Por fim, no terceiro subgrupo a média de receitas totais chegou a R\$ 8.186.500.169,00, partindo de R\$ 1.624.566.600,00 e chegando até o valor de R\$ 49.757.000.000,00 na empresa

de maior receita. Neste subgrupo foi observada uma receita média de R\$ 5.542.033.636,00 nos dois períodos anteriores ao da IPO, e de R\$ 10.828.838.881,00 nos dois períodos posteriores. Esse aumento de R\$ 5.286.805.245,00 representa em termos percentuais 95,39%. Com relação à remuneração dos executivos dessas empresas, nos dois anos antes da abertura de capital sua média foi de R\$ 15.503.136,38, porém, nos dois anos seguintes à efetivação dessa abertura essa média passou a ser de R\$ 46.030.748,67, o que representa um aumento de R\$ 30.527.612,29 (196,91%). Neste subgrupo observa-se um acréscimo mais significativo na remuneração de seus executivos do que na obtenção de receitas.

Gráfico 3: Comparação entre a receita média e a remuneração executiva nos subgrupos:



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados coletados.

Por conseguinte, afirma-se que de uma maneira geral a remuneração dos executivos apresenta um aumento maior do que o das receitas, dados os períodos utilizados nestas comparações.

#### 4.2.2 Comparação com as despesas administrativas

As despesas administrativas das corporações da amostra nos dois períodos anteriores à IPO chegaram à quantia de R\$ 223.816.829,90, o que é um valor R\$ 188.792.721,80 menor do que os R\$ 412.609.551,70 referentes à média dos dois períodos após a abertura de capital. Percentualmente essa diferença representa aproximadamente 84,35%. Foi apontada uma distribuição aparentemente normal dos dados pelo teste Mann-Whitney de cauda dupla, que também possibilitou o cálculo do z-score em -3,38616, assim como o P-valor de 0,0007. De maneira semelhante ao realizado nas seções anteriores, após o teste de Mann-Whitney foi

executado o teste anova de fator duplo sem repetição a uma significância estatística de 5%, onde foi encontrado o valor de 9,4893.

Conforme estabelecido nas seções anteriores, as empresas da amostra serão divididas em três subgrupos com 21 integrantes cada. No primeiro subgrupo estão elencadas as empresas com menor despesa administrativa; o segundo subgrupo abrange as empresas com despesa administrativa intermediária; o subgrupo final, conseqüentemente, é formado pelas empresas com uma maior despesa administrativa.

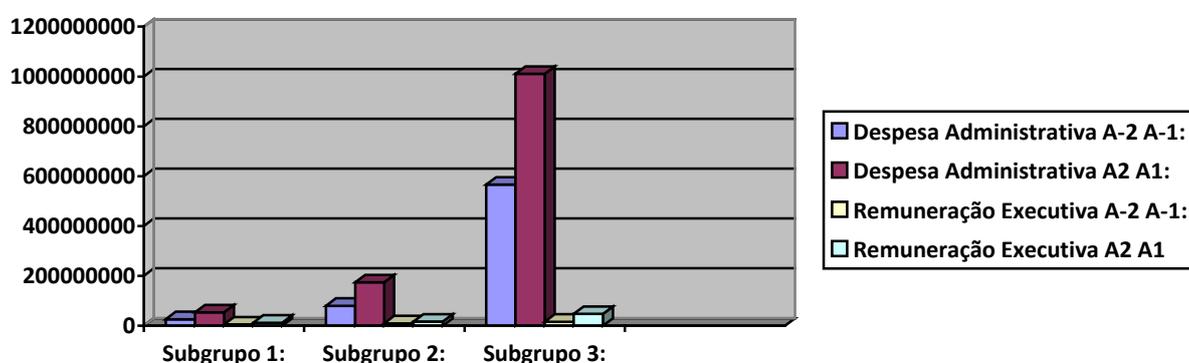
O primeiro subgrupo apresentou uma despesa administrativa média de R\$ 38.363.600,61, que variou desde R\$ 12.865.600,00 a R\$ 67.535.400,00. Comparativamente, a despesa administrativa dos dois períodos anteriores à IPO teve uma média de R\$ 25.829.298,95, enquanto esse valor passou a ser de R\$ 53.862.250,19 nos dois exercícios seguintes à abertura. Essa diferença, de R\$ 28.032.951,24, representa 108,53%, aproximadamente. Entre essas empresas, a remuneração dos executivos nos dois anos anteriores à abertura de capital equivaleu a R\$ 4.661.933,83, em contraposição ao patamar de R\$ 11.743.414,39 alcançado nos dois exercícios seguintes à abertura de capital. Essa diferença de R\$ 7.081.480,56 representa aproximadamente 151,90%. Conclui-se que houve um aumento mais significativo percentualmente da remuneração dos executivos do que do valor da despesa administrativa neste subgrupo.

No subgrupo intermediário foi observada uma despesa administrativa média de R\$ 124.256.514,30, cuja amplitude começou em R\$ 70.680.200,00 e chegou a R\$ 186.529.000,00. Já a despesa administrativa nos dois anos anteriores à abertura de capital nesse subgrupo somou R\$ 79.690.523,81, ao passo que essa média passou a ser de R\$ 173.657.214,30 nos dois anos seguintes à abertura. Esse acréscimo de R\$ 93.966.690,48 representa percentualmente 117,91%. A remuneração destes executivos foi de R\$ 9.467.312,22 nos dois exercícios anteriores à IPO, o que é R\$ 6.656.294,28 menor do que os R\$ 16.123.606,51, alcançados por esses indivíduos nos dois anos após a concretização da abertura de capital. Esse aumento, percentualmente, equivale a 70,31%. Desta maneira, ao contrário do observado no parágrafo anterior, neste subgrupo houve um aumento percentual maior das despesas administrativas incorridas por estas empresas do que o aumento sofrido sobre a remuneração de seus executivos.

O grupo final, composto pelas empresas com maior despesa administrativa, apresentou uma média de R\$ 783.804.619,10, que foi desde R\$ 186.718.000,00 a R\$ 6.683.400.000,00. Já a despesa administrativa destas empresas nos dois exercícios que antecederam a IPO foi de R\$ 565.930.666,90, menor do que os R\$ 1.010.309.190,00 contabilizados na média dos dois

períodos seguintes à IPO. Sobre a remuneração de executivos dessas companhias, nos dois anos anteriores à abertura de capital a média foi de R\$ 15.745.012,41. Ao comparar essa remuneração com a obtida na média dos dois anos seguintes à IPO (R\$ 46.879.691,77) é percebido um aumento de R\$ 31.134.679,35, ou 197,74%. Essa diferença, que chega a R\$ 444.378.523,60, equivale a 78,52% percentualmente. Consequentemente, é observada uma variação percentual maior nas remunerações dos executivos do que nas despesas administrativas em média entre as empresas listadas nesta segmentação.

Gráfico 4: Comparação entre a despesa e a remuneração executiva nos subgrupos



Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados pelo autor.

#### 4.2.3 Comparação com o lucro líquido

Com relação ao lucro líquido, as empresas analisadas apresentaram uma média nos dois anos imediatamente anteriores à IPO de R\$ 74.535.670,57. Esse valor, considerando-se a inflação do período, quando comparado aos R\$ 224.711.539,70 obtidos de lucro líquido nos dois anos seguintes à abertura de capital é R\$ 150.175.869,10 menor, o que atinge uma diferença percentual de aproximadamente 201,48%. Sobre esses valores foi realizado o teste de Mann-Whitney de cauda dupla, resultante em uma distribuição aparentemente normal, um z-score de -2,3152 e um P-valor em -0,02034. Após ser assumida uma distribuição normal, o teste anova de fator duplo sem repetição foi realizado, utilizando-se uma significância estatística de 5%. Extraiu-se deste teste o valor de 3,0956.

Nos parágrafos seguintes as corporações da amostra foram divididas novamente em três subgrupos com 21 componentes cada: o subgrupo das 21 empresas com menor lucro líquido; as 21 empresas com um lucro líquido intermediário; finalmente, as 21 empresas com maior lucro líquido.

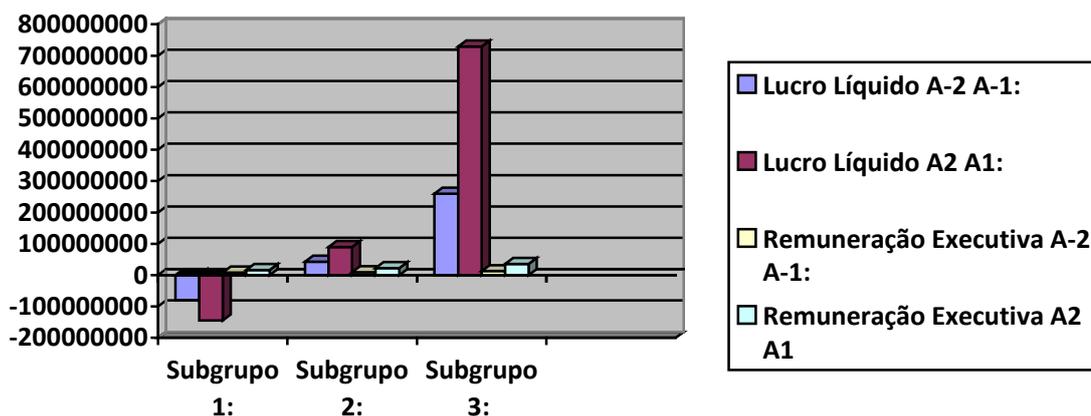
Primeiramente, o subgrupo com menor lucro líquido apresentou uma média de R\$ - 88.548.889,24, que variou desde R\$ -763.104.600,00 a R\$ 18.980.000,00. Importante ressaltar que das 21 empresas deste grupo, 10 apresentaram uma média negativa de seus resultados. A média do lucro (prejuízo) líquido destas 21 empresas é de R\$ -79.393.984,93 em seus dois exercícios anteriores à abertura de capital, enquanto esse valor torna-se R\$ -144.750.785,80 nos dois anos seguintes a sua realização. Essa diferença de R\$ 65.356.800,87 corresponde a 82,32%. Comparativamente, a remuneração dos executivos destas 21 empresas chegou a R\$ 8.079.126,07 na média entre os dois anos anteriores à IPO, menor do que os R\$ 16.556.330,59 alcançados pelos executivos das mesmas empresas na média dos dois anos posteriores à IPO, o que chega a uma diferença de R\$ 8.477.204,52 (104,93%). Diante dessas informações, observa-se uma relação inversamente proporcional nos períodos estudados entre a remuneração dos executivos e o lucro líquido: enquanto o primeiro mais do que dobrou de valor, o segundo tornou-se ainda mais negativo.

O segundo subgrupo apresentou um lucro líquido médio de R\$ 67.375.457,14, onde a empresa com menor lucro líquido teve R\$ 19.710.200,00, enquanto a empresa com maior lucro líquido auferiu R\$ 117.406.800,00. Neste subgrupo o lucro líquido médio nos dois anos anteriores à IPO e nos dois anos seguintes foi de R\$ 42.838.000,00 e R\$ 89.342.547,62, respectivamente. Essa diferença (R\$ 46.504.547,62) chega a um percentual de 108,56%. Dentre as companhias abertas deste subgrupo a remuneração média de seus executivos chegou a R\$ 8.976.653,67 nos dois anos anteriores à abertura de capital, em média, enquanto essa média subiu para R\$ 22.168.044,80 nos dois anos seguintes a essa abertura, o que representa um aumento de R\$ 13.191.391,13, ou, percentualmente, 146,95%. Comparando-se as duas variações de diferença de médias, observa-se que na média entre os dois anos anteriores à abertura de capital e os dois anos seguintes a essa abertura, o aumento da remuneração paga aos executivos superou o aumento observado no lucro líquido destas empresas.

O último subgrupo teve um lucro líquido de R\$ 517.153.855,80 em média, desde R\$ 119.714.800,00 a R\$ 1.856.397.572,00, demonstrando a amplitude de valores auferidos. Conforme os dados coletados, o lucro líquido destas empresas teve uma média de R\$ 260.162.996,60 nos dois anos anteriores à IPO, e de R\$ 729.542.857,10 nos dois anos seguintes à concretização desse fato. Esses R\$ 469.379.860,50 de diferença compõem um percentual de 180,42% de variação. As empresas deste subgrupo remuneraram seus executivos nos dois anos anteriores à abertura, em média, em R\$ 12.818.478,73. Já nos dois anos seguintes essa média subiu para R\$ 36.022.337,28, o que equivale a um aumento de R\$

23.203.858,55, ou 181,02% percentualmente. Diante do exposto, a remuneração dos executivos teve um aumento percentual maior do que o lucro líquido nas médias dos períodos analisados, embora essa diferença seja muito pequena.

Gráfico 5: Comparação entre o lucro líquido e a remuneração executiva nos subgrupos:



Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados pelo autor.

Conforme observado nos parágrafos anteriores e no gráfico acima, é notável que nesta seção os três subgrupos apresentaram resultados muito diferentes entre si, o que impossibilita a elaboração de uma conclusão clara entre comparações entre a remuneração de executivos e o lucro líquido alcançado por suas empresas.

#### 4.2.4 Comparação com o total do ativo

A última conta das demonstrações contábeis analisadas, o total do ativo, apresentou uma média nos dois anos anteriores à abertura de capital de R\$ 3.802.309.924,00. Comparando esse valor com os R\$ 10.282.819.841,00, houve um acréscimo de R\$ 6.480.509.917,00, ou 170,44%. A partir desses dados foi realizado o teste Mann-Whitney de cauda dupla, que comprovou mais uma vez uma distribuição aparentemente normal dos dados selecionados, assim como um z-score de -3,87203 e um P-valor de 0,0001. Em sequência a esse teste, foi realizado o teste anova de fator duplo sem repetição, usando-se para estes dados uma significância estatística de 5%. A partir deste teste obteve-se um resultado de 3,2418.

Nos próximos parágrafos será realizada uma divisão entre essas empresas em três subgrupos, sendo o primeiro com menor ativo, o segundo grupo com um valor de ativo

intermediário e o terceiro e último grupo com o maior valor de ativo entre as empresas analisadas.

O primeiro grupo apresentou uma média de ativos calculada em R\$ 665.598.563,50, que variou desde R\$ 64.300.033,60, até R\$ 1.254.147.400,00. A média dos ativos destas empresas em seus dois anos anteriores à abertura de capital foi de R\$ 334.682.885,00, valor que foi aumentado em R\$ 662.633.377,00 na média dos dois anos seguintes a sua realização, chegando ao montante de R\$ 997.316.261,00, o que equivale percentualmente a 197,99%. Estas corporações pagaram a seus executivos nos dois anos anteriores a abrirem seu capital na B3 em média R\$ 4.853.380,17, o que é um valor R\$ 6.363.220,79 menor do que a remuneração paga a esses indivíduos na média dos dois anos seguintes à abertura, que alcançou R\$ 11.216.600,97. Essa diferença representa um aumento percentual de 131,11%. Comparando-se as duas variações de médias, é notável que o valor do ativo destas companhias avançou mais do que o valor pago a seus executivos.

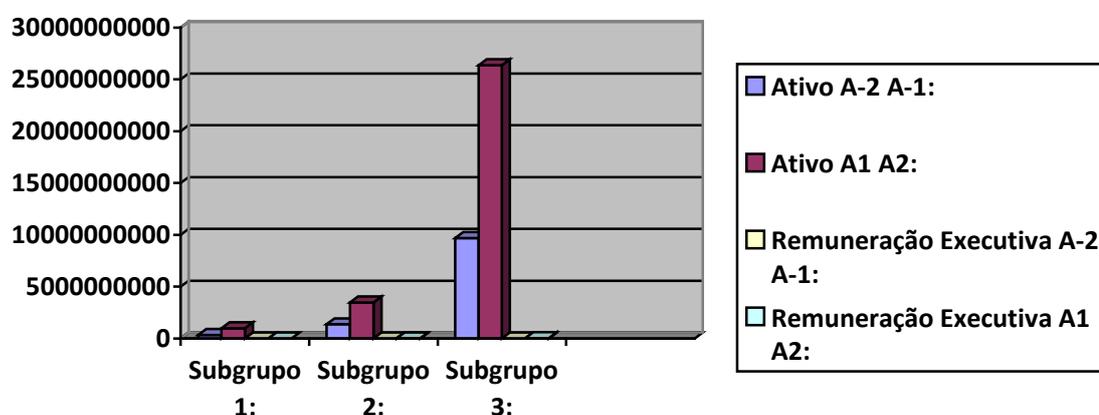
O subgrupo das empresas que divulgaram a existência de um valor médio de ativos teve uma média de R\$ 2.373.159.238,00. A empresa com menor valor de seus ativos divulgou que este contabilizou R\$ 1.301.348.200,00, ao passo que a empresa com o maior valor de ativo entre estas 21 teve R\$ 3.493.671.000,00, em ativos totais. Estas corporações atingiram uma média de valor de ativos nos dois anos anteriores à abertura de capital de R\$ 1.372.985.405,00, média que subiu para R\$ 3.479.428.262,00 levando-se em consideração os dois anos seguintes à sua efetivação. Essa variação de R\$ 2.106.442.857,00 corresponde percentualmente a 153,42%. Sobre a remuneração de executivos deste segmento, foi observada uma média de R\$ 10.099.094,96 nos dois anos anteriores à IPO, número que é R\$ 7.590.011,44 menor do que os R\$ 17.689.106,40 alcançados pelos mesmos executivos na média dos dois anos seguintes. Percentualmente, essa diferença representa aproximadamente 75,15%. Por conseguinte, comparativamente a média dos ativos das corporações que compõem este subgrupo foi maior do que da remuneração de seus executivos considerando-se os dois pares de anos analisados.

O terceiro e último grupo, que abrange as 21 empresas com maior ativo entre as analisadas, teve uma média de ativos divulgada de R\$ 17.860.484.193,00. Entre essas empresas, esse valor variou desde R\$ 3.777.520.000,00 para a empresa com menor ativo divulgado até R\$ 84.663.040.000,00, sendo essa a corporação que apresentou o maior valor de ativos da amostra. Este subgrupo apresentou uma média de ativos totais de R\$ 9.699.261.482,00 em seus dois anos anteriores à efetivação da abertura de capital na bolsa de valores. Esse valor aumentou para R\$ 26.371.715.000,00 nos dois períodos seguintes à essa

abertura de capital. Desta maneira, houve um aumento de R\$ 16.672.453.518,00 (ou 171,89%) entre estes dois valores. De acordo com os dados coletados, este subgrupo apresentou uma média de remuneração de seus executivos nos dois anos anteriores à abertura de capital de R\$ 14.921.783,33. Esse valor, quando comparado à média dos dois anos posteriores a essa operação, de R\$ 45.841.005,30, apresenta uma diferença de R\$ 30.919.221,97, ou 207,21% aproximadamente. Importante frisar que, conforme os valores expostos, nota-se que a remuneração dos executivos recebeu um acréscimo maior do que o valor dos ativos das empresas na média entre os dois anos anteriores e os dois anos seguintes à IPO.

Diante do exposto nesta subseção, aponta-se que nos dois primeiros subgrupos houve um acréscimo maior do valor do ativo das empresas do que da remuneração cedida a seus executivos, conforme comparações realizadas entre as médias dos dois anos anteriores e dos dois anos seguintes à abertura de capital. No terceiro e último subgrupo essa relação se inverteu, o que remete a uma fraca relação entre as duas variáveis. Essa comparação é claramente observável no gráfico:

Gráfico 6: Comparação entre o ativo total e a remuneração executiva por subgrupo:



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados.

#### 4.2.5 Comparação entre os anos da IPO

Nessa seção a amostra é novamente dividida em três subgrupos: o primeiro conta com as 21 empresas que abriram seu capital na B3 entre os anos de 2010 até 2016; o subgrupo intermediário é composto pelas 17 corporações que realizaram tal operação nos anos de 2017, 2018 e 2019; assim restando à composição do último as 25 organizações empresariais que

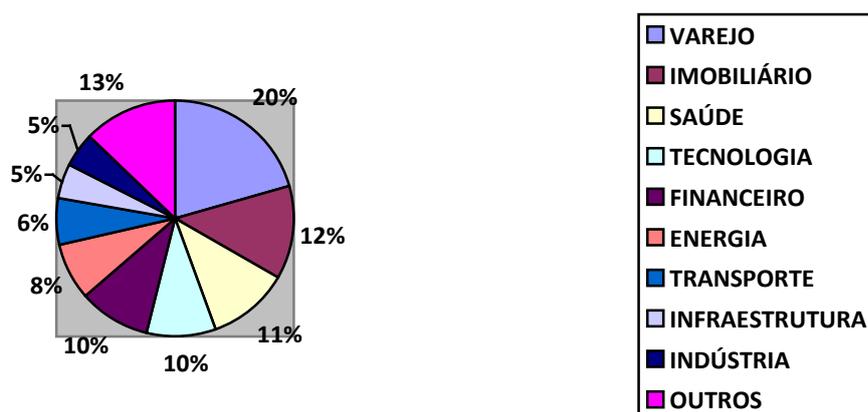
abriram seu capital durante o ano de 2020. Desejava-se uma segregação mais simétrica das empresas por ano de abertura de capital, porém o notável ano de 2020, que sozinho representa 39,67% das aberturas de capital nos onze anos componentes da amostra, desequilibrou significativamente essa proporção.

As empresas do primeiro subgrupo apresentaram uma remuneração média de seus executivos R\$ 17.118.199,09 (207,42%) maior nos dois anos seguintes à IPO em comparação aos dois anos anteriores. O conjunto no grupo intermediário também apresentou uma remuneração média posterior à IPO maior que a observada antes da abertura, embora em menor intensidade: R\$ 12.455.942,94, ou 91,52%, aproximadamente. Estes mesmos dados quando comparados ao terceiro e último subgrupo apontam uma diferença de R\$ 14.843.533,10, o que equivale a aproximadamente 166,64%. Diante do exposto, o fenômeno comprovado por este estudo é observado nos três períodos de abertura de capital escolhido, embora com significativas diferenças de intensidade, levando-se em consideração a inflação sofrida pelos valores.

#### 4.3 SEGREGAÇÃO DOS DADOS POR SETOR DE ATUAÇÃO

As empresas da amostra foram segregadas por setores de atuação, conforme a classificação atribuída pela B3. O setor com maior representação na amostra foi o de varejo, com 13 empresas ou 20,63%. Em segundo lugar 8 corporações foram classificadas como pertencentes ao setor imobiliário, o que corresponde a 12,70% do total, sendo seguido pelo setor de saúde, com 7 organizações empresariais ou aproximadamente 11,11% da amostra. A seguir os setores de tecnologia e o financeiro contaram com 6 representantes, tendo 9,52% cada um do total das empresas da amostra. O setor de energia compõe aproximadamente 7,94% do total, ou 5 empresas, ao que o setor de transporte com 4 corporações compreende 6,35% do total da amostra, uma a mais que infraestrutura e indústria, cujos setores formam 4,76% do total cada. Duas integrantes da amostra (3,17%) são classificadas no setor da educação, e entretenimento, viagens, alimentos, combustíveis, construção e serviços são os setores de atuação de uma das empresas da amostra, ou 1,59% de representação sobre o total cada. No gráfico 3 estão listadas estas participações de cada setor de atividade econômica sobre a amostra total:

Gráfico 7 – Percentual de empresas por setor de atividade



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados coletados.

Após essa segregação das empresas conforme seus ramos de atuação, foram calculadas as médias das remunerações pagas a seus executivos nos dois anos anteriores à abertura de capital. Em seguida estes valores foram comparados com essas médias calculadas sobre estas remunerações nos dois anos seguintes a essa abertura de capital. Os resultados destas variações estão expostos na tabela 1 abaixo:

Tabela 1 – Variação Percentual da Remuneração Executiva Conforme Setor

SETOR DE ATIVIDADE	VARIAÇÃO PERCENTUAL DOS DOIS ANOS SEGUINTE COMPARADA AOS DOIS ANOS ANTERIORES
VAREJO	540,29
IMOBILIÁRIO	503,21
SAÚDE	290,88
TECNOLOGIA	537,26
FINANCEIRO	890,67
ENERGIA	177,15
TRANSPORTE	42,46
INFRAESTRUTURA	939,38

INDÚSTRIA	-10,32
EDUCAÇÃO	265,43
ENTRETENIMENTO	7,69
VIAGENS	37,44
ALIMENTAÇÃO	-39,54
COMBUSTÍVEL	1593,97
CONSTRUÇÃO	45,21
SERVIÇOS	-29,87

Fonte: Elaborado pelo autor conforme dados coletados.

Conforme exibido nos gráficos, somente em três setores da atividade econômica houve uma média de queda da remuneração dos executivos nos dois anos posteriores à abertura de capital. Desta maneira, comprova-se que na maioria dos casos analisados, a hipótese de existir um aumento de remuneração de executivos nos dois anos após a abertura de capital em comparação aos dois anos anteriores a essa operação comprova-se entre diferentes setores de atividade econômicas das companhias brasileiras de capital aberto.

#### 4.4 CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA DAS EMPRESAS

Entre as empresas analisadas, o maior acionista representou, um ano após a realização da IPO, em média, 35,54% das ações dessas empresas. Durante o mesmo período, a soma dos três maiores acionistas representou 57,92% do total de ações emitidas pelas empresas. Foi escolhido como referência o período de um ano após a IPO devido à dificuldade em observar a ampla distribuição de ações nos primeiros meses pós-IPO em várias corporações da amostra. Devido ao fato de que na maioria das empresas a propriedade de ações do quarto maior acionista em diante ser menor do que 5%, não foi analisada a propriedade acionária destes indivíduos. Nos parágrafos seguintes as empresas foram separadas em três subgrupos onde foram realizadas comparações sobre a variação da remuneração executiva e a concentração acionária. De maneira similar, as empresas também foram classificadas conforme a concentração de ações em posse de seus três maiores acionistas, para fornecer um

amplo panorama sobre a relação da concentração acionária e remuneração cedida a executivos.

No primeiro subgrupo foram colocadas as 21 empresas que apresentaram a menor concentração acionária em seu principal acionista. A concentração média de ações foi de 14,99% sobre o total de ações. Essa concentração variou de 6,41% a 23,51% de propriedade sobre o total de ações emitidas pelas corporações deste conjunto. Nesse subgrupo, a diferença da remuneração média recebida pelos seus executivos nos dois anos antes da IPO, R\$ 7.199.159,76 com os dois anos posteriores, R\$ 17.851.709,76, foi de R\$ 10.652.550,00, ou 147,97%. Este resultado encontra-se um pouco abaixo da média calculada nas 63 empresas da amostra total.

O segundo subgrupo é composto por desde a vigésima segunda empresa com maior concentração acionária em somente um acionista até a quadragésima segunda. Foi observada uma concentração média de 34,49% das ações em controle do principal acionista neste grupo intermediário. A concentração neste subgrupo variou de 25,59% sobre o total de ações até 43,08%. Quando utilizadas estas empresas para a observação da variação de remuneração dos executivos na média dos dois anos anteriores à abertura de capital (R\$ 12.875.133,18) em comparação com a remuneração recebidas por estes mesmos indivíduos nos dois anos após essa abertura (R\$ 27.563.528,49), percebe-se um aumento de R\$ 14.688.395,30, ou 114,08%. Este é o único subgrupo que apresentou um patamar de diferença de médias significativamente inferior ao observado na amostra de uma maneira geral.

O último subgrupo foi formado pelas 21 empresas que apresentaram a maior concentração de propriedade de ações de seu principal acionista na amostra, com uma média de 57,14% aproximadamente. Essa propriedade variou de 44,25% a 82,16% de concentração acionária. Observou-se que a remuneração recebida pelos executivos deste subgrupo nos dois anos anteriores à abertura de capital chegou ao montante de R\$ 10.181.277,99, ao passo que esses valores chegaram a R\$ 29.331.474,42 na média dos dois anos seguintes à abertura de capital. Essa diferença foi de R\$ 19.150.196,43 (ou 188,09%) maior quando comparada com os dois anos anteriores à realização desta operação. Desta maneira, este foi o único subgrupo que apresentou uma elevação significativa quando comparado aos dados fornecidos pelas empresas da amostra quando analisadas em sua totalidade,

Iniciando a separação entre subgrupos conforme a concentração de ações nas mãos dos três maiores acionistas dessas empresas, de maneira similar ao proposto com as empresas classificadas pela concentração de ações com o maior acionista também haverá uma divisão entre as 21 empresas com menor concentração, as 21 seguintes com uma concentração

intermediária e por fim as 21 empresas com uma maior concentração. Essa nova separação tem o intuito de avaliar se as mesmas proporções obtidas entre a variação da remuneração de executivos e a variação de concentração acionária se repete levando-se em consideração os outros dois maiores acionistas, que costumam possuir uma parcela bastante considerável do total de ações das empresas da amostra.

Entre as 21 empresas com menor concentração acionária em seus três maiores acionistas, observou-se uma amplitude de concentração que vai de 14,95 % a 51,64% do total, com uma média de 34,82%. Comparando-se a remuneração dos executivos destas empresas nos dois anos anteriores à IPO (R\$ 8.496.886,18) com esses valores nos dois anos seguintes (R\$ 20.435.177,27), nota-se um aumento de R\$ 11.938.291,09 ou 140,5%, levemente abaixo do apresentado levando-se em consideração todas as corporações componentes da amostra.

No grupo intermediário, os três maiores acionistas representam uma concentração média de 59,55%, variando de 53,49% a 67,96% do total de ações. Ao verificar-se a diferença entre a remuneração percebida pelos executivos destas empresas nos dois anos seguintes à remuneração obtida nos dois anos seguintes, respectivamente R\$ 9.224.395,73 e R\$ 24.712.528,46 é encontrada uma diferença de R\$ 15.488.132,73, ou 167,9%. Entre os três grupos desta seção este é o que se destaca devido a apresentar a maior diferença entre as médias.

Finalmente, no grupo com maior controle de ações sob os três maiores acionistas, a média dessa concentração foi de 79,39%, variando entre 69,41% e 100% do total observado nas empresas. Nesse grupo a diferença da remuneração média dos executivos nos dois anos anteriores à IPO, R\$ 12.140.238,12, com os dois anos seguintes, R\$ 29.476.275,03 foi de R\$ 17.336.036,91, o que representa uma variação de 142,80%. Essa porcentagem é bem semelhante à encontrada pelo grupo das empresas com menor concentração acionária em seus três maiores acionistas, o que demonstra que ter uma quantidade maior ou menor de ações nas mãos de poucos indivíduos não é um fator que influencia a variação na remuneração dos executivos nos períodos pré e pós IPO.

#### 4.5 QUANTIDADE DE MEMBROS EXECUTIVOS DAS EMPRESAS

De maneira similar ao realizado na seção anterior, nesta seção as empresas da amostra estão segregadas em três subgrupos conforme a quantidade de membros que recebem a remuneração divulgada nos formulários de referência das corporações analisadas. No primeiro conjunto encontram-se as 19 empresas com o menor número de executivos; no segundo, as 25

empresas seguintes; no terceiro e último, as 19 empresas com uma menor quantidade de executivos. Importante ressaltar que essa quantidade de membros foi obtida nos formulários de referência das empresas, e refere-se à quantidade de seus executivos divulgada durante o ano de sua abertura de capital ao mercado. Vale destacar que entre as 63 empresas da amostra há uma média de 12 membros considerados executivos.

No primeiro subgrupo, que abrange empresas que tem de 5 executivos até 9, foi observada uma diferença de remuneração destes executivos de R\$ 7.339.517,59, ou 122,63%, entre a remuneração que receberam em média nos dois anos anteriores à IPO em contraposição a esses valores recebidos nos dois anos seguintes à sua efetivação. O segundo subgrupo é composto por empresas que têm de 10 a 13 executivos, apresentando uma variação entre a remuneração nos dois anos anteriores aos dois anos seguintes em média de R\$ 21.531.769,12, ou 232,44%. O último subgrupo é formado pelas empresas da amostra que divulgaram possuir entre 14 e 25 executivos, com uma variação dessa remuneração na média dos dois anos antes da IPO comparados aos dois anos seguintes dessa abertura de R\$ 13.633.158,67, ou 96,84%. Dessa maneira, comprova-se que a hipótese de que a remuneração média dos executivos nos dois anos seguintes à IPO aumenta tanto em empresas com poucos executivos, quanto com um número médio e com um grande número de executivos quando comparada à remuneração recebida em média nos dois anos anteriores à abertura de capital aos investidores.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesse capítulo serão apresentadas as conclusões alcançadas pelo estudo, assim como as recomendações para futuras pesquisas que poderão ser realizadas com foco em temas relacionados.

### 5.1 CONCLUSÃO

O objetivo principal a ser atingido por este trabalho, demonstrar quais os impactos na remuneração dos executivos de empresas nos dois anos seguintes à realização do capital, foi buscado utilizando-se como fonte de dados os formulários de referência disponibilizados pelas companhias de capital aberto da amostra escolhida, formada por 63 empresas. Este objetivo foi alcançado e exposto durante o desenvolvimento deste trabalho, conforme será ressaltado também nos parágrafos seguintes.

A hipótese inicial, a recapitular, de que as empresas, em média, ampliam a remuneração de seus executivos nos dois anos posteriores à realização da IPO comparativamente aos dois anos anteriores à IPO além do crescimento de receita, despesa, lucro líquido e total do ativo, foi testada a um nível de significância de 5%, com seus resultados listados a seguir.

Com relação às empresas aumentarem a remuneração média de seus executivos nos dois anos posteriores à abertura de capital em comparação aos dois anos anteriores, foi demonstrada a existência de uma diferença expressiva de 183,66%, sendo a remuneração média dos dois anos seguintes superior neste percentual sobre a observada nos dois anos anteriores, considerando-se dados nominais. Reforçando esta análise, foi demonstrada uma diferença percentual de 150,20% quando levados em consideração os dados inflacionados. Diante do exposto, a hipótese levantada foi confirmada totalmente, consequentemente cumprindo-se o objetivo estipulado.

Sobre comparações de crescimento de remuneração de executivos com o crescimento registrado na receita das corporações, considerando-se a inflação em ambos os casos, foi apresentada uma elevação de 150,20% e 95,48%, respectivamente. Sendo assim, a hipótese de que o crescimento da remuneração de executivos foi superior ao crescimento da receita auferida mostrou-se verdadeira.

Passando às comparações entre o aumento da remuneração dos executivos e o aumento das despesas incorridas pelas empresas estudadas, com a inflação sofrida durante os anos até 2022, notou-se um aumento de 150,20% e 84,35%, respectivamente. Por conseguinte, a

hipótese de que o aumento dessa remuneração foi maior em média do que o aumento das despesas provou-se verdadeira.

Quando levada em consideração a comparação inflacionada entre o aumento médio da remuneração dos executivos (150,20%) e o aumento do lucro líquido (201,48%) das corporações componentes da amostra, mostrou-se que a hipótese levantada, de que essa média da remuneração tenha sido superior à média alcançada pelo lucro líquido não foi confirmada. Considera-se que, indiretamente, o aumento no lucro líquido não é distribuído somente para os executivos das empresas, sendo canalizado também para outros indivíduos, como acionistas e colaboradores.

Considerando a última conta comparada com a variação da remuneração dos executivos, o total de ativos das empresas, é notável que, enquanto a remuneração aumentou em 150,20%, o valor total dos ativos destas empresas chegou a 170,44%. Conclui-se, assim, que a hipótese de o aumento da remuneração média dos executivos ter superado o aumento do total do ativo nos períodos analisados mostrou-se também falsa. Hipoteticamente, não havia uma relação de proporcionalidade entre essas duas variáveis, pois, por exemplo, o aumento de valores a receber num exercício futuro, embora impacte o valor do ativo total, é irrelevante para o pagamento de remuneração a executivos.

De maneira complementar, para expandir o entendimento sobre o tema, foi auferida a variação da diferença de remuneração de executivos dividindo-se o período da amostra em três períodos de IPOs: de 2010 a 2016; de 2017 a 2019; em 2020. Uma vez que os aumentos são de, respectivamente, 207,42%, 91,52% e 166,64%, os dados obtidos e comparados após análise também revelam que o fenômeno comprovado por este estudo é observado nos três períodos de abertura de capital escolhido, embora com significativas diferenças de intensidade, levando-se em consideração a inflação sofrida pelos valores.

A amostra foi dividida por setores de atividade, para observar em quantos setores a remuneração dos executivos aumenta nos dois anos seguintes à abertura de capital quando comparada aos dois anos anteriores, levando-se em consideração a inflação acumulada do período. Os resultados demonstraram que a hipótese principal se comprova em 13 dos 16 setores das empresas analisadas, sendo descartada, conseqüentemente, em somente 3 dos ramos de atuação das corporações analisadas.

Ampliando o escopo de entendimento sobre a matéria, as empresas foram segregadas em três grupos conforme a concentração de poder nas mãos de seu principal acionista. Sendo que a variação da remuneração analisada foi de 147,97% no subgrupo com concentração mais dispersa, 114,08% no subgrupo intermediário e de 188,09% entre as empresas com maior

concentração, é demonstrado que a concentração de ações em um único indivíduo, embora apresente percentuais com uma significativa diferença, não é um fator que impeça o aumento de remuneração observado na amostra como um todo.

Aprofundando a análise sobre a possível relação entre a concentração acionária e a remuneração de executivos, foi analisada também a variação da remuneração de executivos nas empresas segregando-as em três subgrupos conforme a concentração de poder nos três maiores acionistas. Essa divisão entre corporações com concentração mais leve, média e intensa ensejou um aumento de remuneração nos dois anos seguintes à IPO em comparação aos dois anos anteriores à abertura de 140,5%, 167,9% e 142,80%, respectivamente. Devido à pequena variação de percentuais de aumento de remuneração observada entre os três grupos, sendo todas próximas à porcentagem encontrada levando-se em consideração a amostra de uma maneira geral, determina-se a partir do exposto não haver uma relação entre a variação de remuneração de executivos e a concentração de propriedade de ações nos três maiores acionistas das corporações estudadas.

Para analisar se o motivo da remuneração dos executivos apresentar, em média, um aumento nos dois anos seguintes à abertura de capital tem relação com a quantidade de executivos, os valores obtidos a partir dos dados das empresas foram novamente segregados de acordo com o número de executivos existentes apontados no formulário de referência do ano da realização da IPO. Conforme os resultados dos subgrupos de menor quantidade de executivos (122,63%), quantidade intermediária de executivos (232,44%) e das empresas com uma maior quantidade de executivos (96,84%), infere-se que a existência de um número intermediário de executivos (no caso, de 10 a 13) pode ser um fator que aumente a disparidade entre a remuneração observada nos dois períodos seguintes à IPO quando comparada aos dois períodos anteriores à abertura de capital.

## 5.2 RECOMENDAÇÕES PARA FUTUROS ESTUDOS

Conforme foi observada uma lacuna de conhecimento sobre a relação entre a abertura de capital e a remuneração dos executivos nos anos seguintes a essa abertura, este estudo pode ser aproveitado para novas pesquisas relacionadas ao tema, uma vez que não exaure possíveis achados a serem descobertos sobre o assunto abordado. Novos estudos podem considerar outros motivos para a existência do fenômeno demonstrado aqui, assim como aprofundar as descobertas deste estudo. A replicação da metodologia adotada para analisar os dados utilizada neste trabalho pode ser replicada sob objetivos diferentes, assim como sob o mesmo

objetivo mas levando-se em consideração as aberturas de capitais de empresas em períodos posteriores ao abrangido ou em outro país, para a comprovação ou negação destes achados.

## REFERÊNCIAS

- ACERO, Isabel; ALCALDE, Nuria. **Directors' compensation: what really matters?** Journal of Business Economics and Management. 2020.
- ACHARYA, Viral; RAMIN Baghai; KRISHNAMURTHY Subramanian. **Wrongful discharge laws and innovation.** Review of Financial Studies forthcoming. 2013.
- ACHARYA, Viral; XU, Z. **Financial dependence and innovation: The case of public versus private firms,** Journal of Financial Economics. 2017.
- ADAMS, J. Stacy. **Towards an understanding of inequity.** Journal of Abnormal and Social Psychology, Washington. 1963.
- AGHAMOLLA, Cyrus; THAKOR, Richard T. **IPO peer effects.** Journal of Financial Economics, 2022.
- AGHAMOLLA, C.; GUTTMAN, I (2021): **Strategic Timing of IPOs and Disclosure: A Dynamic Model of Multiple Firms,** The Accounting Review. 2021.
- AGHAMOLLA, C; THAKOR, R.T. **Do mandatory disclosure requirements for private firms increase the propensity of going public?** Working paper. 2019.
- ALAVI, Arash; PHAM, Peter Kien; PHAM, Toan My. **Pre-IPO ownership structure and its impact on the IPO process.** Journal of Banking & Finance. 2008.
- ALDRIGHI, D. M; AFONSO, L. E.; CAPPARELLI, G; SANTOS, A. (2010). **As ofertas públicas iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho.** XXXVIII Encontro Nacional de Economia-ANPEC, Salvador. 2010.
- ALDRIGHI, Dante Mendes; NETO, Roberto Mazzer. **Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil,** *Revista Brasileira de Economia* 61: 129 - 152. 2007.
- AMORE, Mario Daniele; SCHNEIDER, Cedric; ZALDOKAS, Alminas. **Credit supply and corporate innovations,** Journal of Financial Economics. 2013.

ASKER, J.; FARRE-MENSA, j; LJUNGQVIST, A. **Corporate investment and stock market listing: A puzzle?** The Review of Financial Studies. 2014.

ASKER, John; FARRE-MENSA, J; Ljungqvist, A. **Does the stock market distort investment incentives?** Working paper. 2011.

ASLAM, Ejaz; HARON, Razali; TAHIR, Muhammad Naveed. **How director remuneration impacts firm performance: An empirical analysis of executive director remuneration in Pakistan.** Borsa Istanbul Review, v. 19, n. 2, p. 186-196, 2019.

**B3.** [www.b3.com.br](http://www.b3.com.br). Acesso em 06/05/2023.

BALL, Ray; SHIVAKUMAR, Lakshmanan. **Earnings quality at initial public offerings.** Journal of accounting and economics, v. 45, n. 2-3, p. 324-349, 2008.

BALL, R.; SHIVAKUMAR, L; **Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness.** Journal of Accounting and Economics. 2005.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian. **Corporate governance and firm performance: The sequel.** Journal of Corporate Finance, v. 58, p. 142-168, 2019.

BEBCHUK, L. A.; KRAAKMAN, R.; TRIANTIS, G. G. **Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights.** University of Chicago Press. 2000.

BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse. **Executive Compensation as an Agency Problem.** Journal of Economic Perspectives. 2003.

BENVENISTE, L. M.; BUSABA, W.Y; WILHELM, W.J. Jr. **Information externalities and the role of underwriters in primary equity markets.** Journal of Financial Intermediation. 2003.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property.** New York: Macmillan, 1932.

BERNDT, M. **Global differences in corporate governance systems: theory and implications for reforms.** Harvard Law School Cambridge, 2000.

BERNSTEIN, S. **Does going public affect innovation?** The Journal of Finance, 2012.

BERTRAND, M.; MULLAINATHAN, S. **Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences.** Journal of Political Economy. 2003.

BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z. da; MAZZIONI, S. **Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas.** Revista de Administração Faces. 2014.

BHATTACHARYA, S.; RITTER, J. R. (1983): **Innovation and communication:** Signalling with partial disclosure, The Review of Economic Studies. 1983.

BHIDE, A. **The hidden cost of stock market liquidity.** Journal of Financial Economics. 1993.

BIRAL, R. A. F. **A abertura de capital afeta o desempenho operacional das empresas? Uma evidência da onda de IPOS 2004-2008.** Dissertação. Fundação Getúlio Vargas, 2010.

BOSSOLANI, T. **IPO e o desempenho das empresas.** Dissertação. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2009.

BRANDÃO, Isac de Freitas et al. **Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado.** Revista Contabilidade & Finanças. 2019.

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. **Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira.** Revista Brasileira de Finanças. 2015.

BRATTON, W. W.; MCCAHERY, J. A. **Comparative corporate governance and the theory of the firm:** the case against global cross reference. Columbia Journal of Transnational Law. 1999.

BRAU, J.C.; FAWCETT, S.E. **Initial Public Offerings:** An Analysis of Theory and Practice, Journal of Finance. 2006.

BRAV, O. **Access to capital, capital structure, and the funding of the firm.** Journal of Finance. 2009.

BRAZIL JOURNAL. **Diretores do nubank têm a maior remuneração do Brasil.** <https://braziljournal.com/diretores-do-nubank-tem-a-maior-remuneracao-do-brasil/> . 2022.

- BRENNAN, M.; FRANKS, J. **Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K.** Journal of Financial Economics. 1997.
- BROWN, J.; Fazzari, S. Petersen, B. **Financing innovation and growth: Cash flow, external equity, and the 1990s R&D boom.** Journal of Finance. 2009.
- BUSSIN, M.; MODAU, M. F. **The relationship between Chief Executive Officer remuneration and financial performance in South Africa between 2006 and 2012.** SA Journal of Human Resource Management. 2015.
- CAI, J.; WEI, K. C. J. **The investment and operating performance of Japanese initial public offerings.** Pacific-Basin Finance Journal, Oxford. 1997.
- CALLAN, S. J.; THOMAS, J. M. **Relating CEO compensation to social performance and financial performance: Does the measure of compensation matter?** Corporate Social Responsibility and Environmental Management. 2014.
- CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. **Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro.** REGE Revista de Gestão. 2010.
- CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H; BOAS, A. P. **Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras.** Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Foz do Iguaçu, PR, Brasil, 27. 2007.
- CAMPBELL, T.S. **Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality,** Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1979.
- CAPAVERDE, Clarissa Trevisan; COSTA, Cristiano Machado. **Impacto da disparidade salarial entre ceo e funcionários no desempenho de empresas brasileiras.** 2022.
- CHEN, Jing; EZZAMEL, Mahmoud; CAI, Ziming. **Managerial power theory, tournament theory, and executive pay in China.** Journal of corporate finance. 2011.
- CONYON, M. J.; HE, L. **Executive compensation and corporate governance in China.** Journal of Corporate Finance, vol. 17, n. 4, 2011.

CONYON, Martin J.; SADLER, Graham V. **Executive pay, tournaments and corporate performance in UK firms**. International Journal of Management Reviews, 2001.

CVM, COMISSAO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 20/05/2023.

DEEDS, D. L et al. **The impact of firmspecific capabilities on the amount of capital raised in an initial public offering: evidence from the biotechnology industry**. Journal of Business Venturing, New York. 2016.

DIAMOND, D. W.; **Financial Intermediation and Delegated Monitoring**. Review of Economic Studies. 1984.

DONALDSON, G. **Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Polic' and the Determination of Corporate Debt Capacity**, Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.

DO NASCIMENTO, João Luís; DE MENESES, Ana Elisa Linhares; ANDRADE, Rama Lucas. **O ativismo dos acionistas, a teoria da agência e governança corporativa no mercado de ações**. Brazilian Journal of Business, v. 3, n. 3, p. 2333-2348, 2021.

DUFFHUES, P.; KABIR, R. **Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands**. Journal of Multinational Financial Management. 2008.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. **Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras**. Revista de Administração Contemporânea, v. 6, p. 9-27, 2002.

DUTRA, Vanessa Rabelo; CERETTA, Paulo Sergio. **Remuneração De Executivos Em Empresas Brasileiras Listadas: O Impacto Do Prestígio, Do Desempenho, Da Governança Corporativa e Da Experiência do CEO**. Boletim de Conjuntura (BOCA), v. 13, n. 39, p. 157-179, 2023.

FAMA, Eugene F. **Efficient capital markets: a review of theory and empirical work**. The Journal of Finance, v. 25, n. 2, p. 383-417, Cambridge, May, 1970.

- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. **Separation of ownership and control**. The Journal of Law & Economics. 1998.
- FAROOQUE, A.O.; BUACHOOM, W.; HOANG, N. **Interactive effects of executive compensation, firm performance and corporate governance**: Evidence from an Asian market. Asia Pacific Journal of Management, 36(4), 1111-1164. 2019.
- FERNANDES, F. C.; Mazzioni, S. **A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro**. Contabilidade Vista & Revista. 2015.
- FERNANDES, Nuno. **Board compensation and firm performance**: The role of “independent” board members. Journal of multinational financial management. 2008.
- FERREIRA, D. M.; MATTOS, L. B. **O efeito contágio da crise do subprime no mercado acionário brasileiro**. Encontro Nacional de Economia, Porto de Galinhas, PE, Brasil. 2012.
- FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.
- FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; DE PAULO, Wagner. **Hipótese da eficiência de mercado**: um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. Gestão & Regionalidade, v. 25, n. 75, 2009.
- FUNCHAL, J. A. **Determinantes da Remuneração de Executivos em Empresas de Capital Aberto Latino-Americanas** (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis). São Leopoldo: UNISINOS, 2005.
- FREITAS, M. R. D. O., PEREIRA, G., VASCONCELOS, A. C. D., e LUCA, M. **Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos**. Revista de Administração de Empresas, 60, 322-335. 2020.
- FRYDMAN, C.; JENTER, D. **CEO compensation**. Annual Review of Financial Economics. 2010.
- FRYDMAN, C.; SAKS, R. E. **Executive compensation**: A new view from a long-term perspective, 1936–2005. The Review of Financial Studies. 2010.

GAO, X.; RITTER, J. R. ZHU, Z. **Where have all the IPOs gone?** Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2013.

GAO, H.; LI, K. **Large shareholders and CEO performance-based pay:** New evidence from privately-held firms. Working paper, University of British Columbia. 2014.

GEORGEN, M.; RENNEBOOG, L. **Managerial compensation.** Journal of Corporate Finance, 2011.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GÓMEZ-MEJIA, L. R.; WELBOURNE, T. M. **Compensation strategy:** an overview and future steps. HR Human Resource Planning, 11(3), 173-189. 1988.

GRAHAM, J.; HARVEY, C.; RAJGOPAL, S. **The economic implications of corporate financial reporting.** Journal of Accounting and Economics. 2005.

HABIB, M.A.; LJUNGQVIST, A.P. **Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs:** Theory and Evidence, The Review of Financial Studies. 2001.

HANLEY, K. W.; HOBERG, G. **The information content of IPO prospectuses,** Review of Financial Studies. 2010.

HART, O.; HOLMSTRÖM, B. **The Nobel Prize:** Contract Theory. Sweden. The Royal Swedish Academy of Sciences. 2016.

HEALY, Paul; WAHLEN, James. **A review of the earnings management literature and its implications for standard setting,** Accounting Horizons.1999.

HERMALIN, B.; WIESBACH, M. **The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance.** Financial Management. 1991.

HSU, H. C.; REED, A.V.; ROCHOLL, J. **The new game in town:** Competitive effects of IPOs, Journal of Finance. 2010.

HARON, Razali. **Do Muslim directors influence firm performance?** Empirical evidence from Malaysia. Al-Shajarah: Journal of the International Institute of Islamic Thought and Civilization (ISTAC). 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo, 1999.

JAIN, B. A.; KINI, O. **The post-issue operating performance of IPO firms**. *The journal of finance*, v. 49, i. 5, p. 1699-1726, 1994.

JAMES, C. **Relationship-Specific Assets and the Pricing of Underwriting Services**. *Journal of Finance*, 1992.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure**. *Journal of Financial Economics*. 1976.

KALIL, João Paulo Albuquerque; DE BENEDICTO, Gideon Carvalho. **Impactos da oferta pública inicial de ações no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras na b3**. *Race: revista de administração, contabilidade e economia*, v. 17, n. 1, p. 197-224, 2018.

KHURSHED, A.; PALEARI, S.; VISMARA, S. **The operating performance of initial public offerings: the UK experience**. *Australasian Banking And Finance Conference*. Sydney. 2003.

KIM, K. A.; KITSABUNNARAT, P.; NOFSINGER, J. R. **Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms**. *Journal of Corporate Finance*, Amsterdam, v. 10, i. 3, p. 355-381, 2004.

KRAUTER, E. **Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras**. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*. 2013.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. **Law and finance**. *Journal of Political Economy*. 1998.

LARRATE, M. **Governança corporativa e remuneração dos gestores**. São Paulo: Atlas. 2013.

LAZEAR, Edward P.; ROSEN, Sherwin. **Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts**. *Journal of Political Economy*, [s. l.], v. 89, n. 5, p. 841–864, 1981.

LIANG, Y.; MORONEY, R.; RANKIN, M. **Say-on-pay judgements: The two-strikes rule and the payperformance link**. *Accounting & Finance*. 2018.

LOPES, Débora; DALEASTE, Juliano Correa; BIANCHET, Tais Daiane Soarez Assumpção. **Análise de investimentos**: um estudo aplicado as empresas do município de Chapecó/SC. Anais Centro de Ciências Sociais Aplicadas. 2018.

LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay R.; RYDQVIST, Kristian. **Initial public offerings**: International insights. Pacific-Basin Finance Journal, v. 2, n. 2-3, p. 165-199, 1994.

LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay. **Why Has IPO Underpricing Increased Over Time?** Financial Management. 2004.

LOWRY, M.; SCHWERT, William. **IPO market cycles: Bubbles or sequential learning?** The Journal of Finance. 2002.

MACHADO, Débora Gomes; BEUREN, Ilse Maria. **Política de remuneração de executivos**: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. Gestão & Regionalidade, v. 31, n. 92, 2015.

MAKSIMOVIC, Vojislav; PHILIPS, Gordon; YANG, Liu. **Private and public merger waves**, Journal of Finance forthcoming. 2012.

MCKNIGHT, Patrick E.; NAJAB, Julius. Mann-Whitney U Test. **The Corsini encyclopedia of psychology**. 2010.

MELLO, A.S.; PARSONS, J.E. **Going Public and the Ownership Structure of the Firm**, Journal of Financial Economics. 1998.

MICHAELY, Roni; ROBERTS, Michael. **Corporate dividend policies**: Lessons from private firms, Review of Financial Studies. 2012.

MIKKELSON, W. H.; PARTCH, M. M.; SHAH, K. **Ownership and operating performance of companies that go public**. Journal of Financial Economics, Lausanne, v. 44, i. 3, p. 281-307, 1997. 2017.

MORTAL, Sandra; REISEL, Natalia. **Capital allocation by public and private firms**, Journal of Financial and Quantitative Analysis forthcoming. 2012.

MUELLER, Holger M.; OUIMET, Paige P.; SIMINTZI, Elena. **Within-Firm Pay Inequality**. Review of Financial Studies. 2017.

- MURPHY, K. J. **Executive compensation**. Handbook of Labor Economics, 1998.
- MURPHY, K. J. **The politics of pay: A legislative history of executive compensation**. Research handbook on executive pay. 2012.
- MYERS, S.C. **The capital structure puzzle**, Journal of Finance. 1984.
- MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. **Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have**. Journal of financial economics, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- NARAYANAN, M. **Managerial incentives for short-term results**. Journal of Finance. 1985.
- NENOVA, T. **The value of corporate votes and control benefits: a crosscountry analysis**. Boston, Harvard University, 2000.
- NEW YORK STOCK EXCHANGE. Disponível em: <https://www.nyse.com/index>. Acesso em 23/05/2023.
- NTIM, Collins G. et al. **Executive compensation, corporate governance and corporate performance: A simultaneous equation approach**. Managerial and Decision Economics, v. 36, n. 2, p. 67-96, 2015.
- OLIVEIRA, Andréia Fróes Galuci. **Testes estatísticos para comparação de médias**. Revista Eletrônica Nutritime, v. 5, n. 6, p. 777-788, 2008.
- OZERTURK, S. **Board independence and CEO pay**. Economics Letters. 2005.
- OZKAN, N. **Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies**. Journal of Multinational Financial Management, vol. 17, n. 5, 2007.
- PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. **Why do companies go public? An empirical analysis**. The Journal of Finance, New York, v. 53, i. 1, p. 27-64, 1998.
- PAIVA, Raiane Thainá et al. **O perfil do investidor individual no mercado financeiro**. Revista Vianna Sapiens, v. 11, n. 2, p. 30-30, 2020.

PEPPER, A.; GORE, J. **The economic psychology of incentives: An international study of top managers.** Journal of World Business. 2014.

PERRY, Tod; ZENNER, Marc. **Pay for performance? Government regulation and the structure of compensation contracts.** Journal of Financial Economics, v. 62, n. 3, p. 453-488, 2001.

PIMENTEL-GOMES, Frederico. **Curso de estatística experimental.** Digitaliza Conteúdo, 2023.

PIPELINE NEGÓCIOS. **R\$ 700 milhões: a remuneração dos executivos da Americanas em 10 anos.** <https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/r-700-milhoes-a-remuneracao-dos-executivos-da-americanas-em-10-anos.ghtml> . 2023.

POTERBA, J.; Summers, L. **A CEO survey of U.S. companies' time horizons and hurdle rates.** Sloan Management Review. 1995.

PROCIANOY, Jairo Laser; SCHNORRENBERGER, Adalberto. **A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras.** Revista Brasileira de Economia, v. 58, p. 122-146, 2004.

RAITHATHA, Mehul; KOMERA, Surenderrao. **Executive compensation and firm performance: Evidence from Indian firms.** IIMB Management Review, v. 28, n. 3, p. 160-169, 2016.

RAJAN, Raghuram G. **Presidential address: The corporation in finance,** Journal of Finance. 2012.

RAMOS, Gizele Martins; MARTINEZ, Antonio Lopo. **Governança corporativa.** Revista Contemporânea de Contabilidade, v. 3, n. 6, p. 143-164, 2006.

RAMOS, B. de F.; MORAES JUNIOR, A. dos S. **Educação financeira e mercado de capitais: um estudo sobre a importância da desmitificação do mercado de capitais e educação financeira na sociedade brasileira.** Revista Eletrônica de Debates em Economia, São Paulo, v. 1, n. 1, 2012.

RASOAVA, Rijamampianina. **Executive compensation and firm performance: a non-linear relationship.** Problems and Perspectives in Management, v. 17, n. 2, p. 1, 2019.

**Remuneração anual dos 90 CEOs de empresas do ibovespa supera R\$ 1,1 bilhão.**

Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/remuneracao-anual-dos-90-ceos-de-empresas-do-ibovespa-supera-r-11-bilhao/>. Acesso em 20/05/2023.

RITTER, Jay R.; WELCH, Ivo. **A review of IPO activity, pricing, and allocations.** The Journal of Finance, v. 57, n. 4, p. 1795-1828, 2002.

ROUEN, Ethan. **Rethinking measurement of pay disparity and its relation to firm performance.** Accounting Review. 2020.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade.** Revista de administração de empresas, v. 48, p. 79-86, 2008.

SAMPAIO, I. B. M. **Estatística aplicada à experimentação animal.** 2ª.ed. Belo Horizonte: Fundação de Estudo e Pesquisa em Medicina Veterinária e Zootecnia, 2002.

SANTOS, Thaisa Renata; SILVA, Júlio Orestes. **A influência da família tem algum efeito? Análise da remuneração dos executivos das empresas familiares e não familiares.** Revista de Contabilidade e Organizações, [s. l.], v. 12, p. e148149, 2018.

SANTOS, T. R.; SILVA, J. O. **Remuneração de Executivos: Uma Análise dos Artigos Nacionais e Internacionais na Última Década.** Gestão, Finanças e Contabilidade. 2017.

SAUNDERS, A.; STEFFEN, S. **The costs of being private: Evidence from the loan market.** Review of Financial Studies. 2011.

SHIN, Jae Yong et al. **Determinants and performance effects of executive pay multiples: Evidence from Korea.** Industrial and Labor Relations Review, [s. l.], v. 68, n. 1, p. 53–78, 2015.

SILVA, A. L. C.; CHIEN, A. C. Y. **Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas.** Revista Brasileira de Finanças. 2013.

SIGLER, K. J. **CEO compensation and company performance.** Business and Economics Journal. 2011.

SOUZA, P. V. S.; CARDOSO, R. L.; VIEIRA, S. S. **Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias.** Revista Eletrônica de Administração, vol. 23, 2017.

SHEIKH, M.F.; SHAH, S.Z.A.; AKBAR, S. **Firm performance, corporate governance and executive compensation in Pakistan.** Applied Economics. 2018.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. **A governança corporativa influencia a eficiência das empresas brasileiras?** Revista Contabilidade & Finanças. 2014.

SPIEGEL, M. I.; TOOKES, H. **Dynamic competition, innovation and strategic financing.** Working paper. 2008.

STEIN, Jeremy C. **Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior,** Quarterly Journal of Economics. 1989.

STOUGHTON, N. M.; WONG, K. P.; Zechner, J. **IPOs and product quality,** The Journal of Business. 2001.

STRAKOVA, L. **Identification of Earnings Management Existence Using Discretionary Accrual of Modified Jones Model.** Proceedings of the 15th International Conference, Liberec Economic Forum. 2021.

SUBEKTI, I.; SUMARGO, D. K. **Family management, executive compensation and financial performance of Indonesian listed companies.** Procedia Social and Behavioral Sciences. 2015.

TAVARES, Rafael M. S.; MORENO, Roberto. **Alterações de ratings de países emergentes e efeitos no IBX.** XXXI ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓSGRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD. Anais... Rio de Janeiro: Anpad, 2007.

TEOH, S.; WELCH, I.; WONG, T. **Earnings management and the long run underperformance of seasoned equity offerings.** Journal of Financial Economics. 1998.

TITMAN, Sheridan; WESSELS, Roberto. **The determinants of capital structure choice.** The Journal of finance, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.

VALADARES, S.; LEAL, R. **Ownership and control structure of brazilian companies.** Revista Abante. 2000.

VIEIRA, Guilherme Araujo et al. **Análise prospectiva do mercado de capitais brasileiro pós-covid19: uma visão macroeconômica.** Revista SIMEP, v. 1, n. 1, 2021.

VON THADDEN, E. L. **Long-term contracts, short-term investment, and monitoring.** Review of Economic Studies. 1995.

WARDIL, F. S. **Análise do impacto das ofertas públicas iniciais sobre as empresas brasileiras:** utilizando indicadores contábeis calculados a partir de evidências empíricas no Brasil. 2009. 57 p. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia)– Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2009.

WET, J. H de. **Executive compensation and the EVA and MVA performance of South African listed companies.** Southern African Business Review. 2012.

WIRUNRAT, Sirinya; WIROONRATCH, Banpot. **The Effects of Firm Performance and Earnings Management on Executive Compensation of Thailand Listed Company.** Indian Journal of Economics and Business, v. 20, n. 4, 2021.

WONG, J. **Operating performance of initial public offering companies in Hong Kong.** Journal of Modern Accounting and Auditing, New York, v. 8, i. 1, p. 48- 67, 2012.

WONG, S. C. Y. **Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform** [Northwestern Law & Econ Research Paper No. 10- 32] Northwestern University School of Law, Illinois, US. 2009.

---

---