

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS  
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Fernanda Severo de Souza  
Maria Laura Pereira Velho

**INFLUÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E  
CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA NO DESALINHAMENTO ENTRE  
REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DESEMPENHO**

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Santa Maria, RS  
2023

Fernanda Severo de Souza  
Maria Laura Pereira Velho

**INFLUÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E CONCENTRAÇÃO  
ACIONÁRIA SOBRE O DESALINHAMENTO ENTRE REMUNERAÇÃO  
EXECUTIVA E DESEMPENHO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado  
ao Curso de Ciências Contábeis, da  
Universidade Federal de Santa Maria (UFSM,  
RS), como requisito parcial para obtenção do  
título de **Bacharel em Ciências Contábeis**.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Henrique Figueira Marquezan

Santa Maria, RS  
2023

**Fernanda Severo De Souza  
Maria Laura Pereira Velho**

**INFLUÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E CONCENTRAÇÃO  
ACIONÁRIA SOBRE O DESALINHAMENTO ENTRE REMUNERAÇÃO  
EXECUTIVA E DESEMPENHO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para obtenção do título de **Bacharel em Ciências Contábeis**.

**Aprovado em 16 de janeiro de 2023:**

---

**Luiz Henrique Figueira Marquezan, Dr. (UFSM)  
(Presidente/Orientador)**

---

**Larissa Degenhart, Dr<sup>a</sup>. (UFSM)  
(Membro)**

---

**Vinicius Costa da Silva Zonatto, Dr. (UFSM)  
(Membro)**

Santa Maria, RS  
2023

## **AGRADECIMENTOS DE FERNANDA**

Agradeço primeiramente à minha família, por serem a base de tudo que sou e me apoiarem e me encorajarem ao longo da graduação. Em especial ao meu pai, Ronaldo, que apesar de todas as dificuldades nunca mediu esforços para me apoiar na realização dos meus sonhos. E à minha mãe, Angélica (*in memoriam*) por ser a força e proteção que eu preciso.

À Maria Laura, minha amiga e dupla na autoria deste trabalho, que está ao meu lado desde o primeiro dia até esse momento tão importante e foi essencial para que eu chegasse até aqui.

Agradeço imensamente às minhas amigas Júlia, Juliana e Vitoria, que estiveram comigo nos melhores e piores dias ao longo desses anos, nunca permitindo que eu me sentisse sozinha.

Ao professor Luiz, pela orientação e dedicação conosco. Bem como a todos os professores e técnicos administrativos do departamento de Ciências Contábeis, que foram parte essencial da minha formação.

À Universidade Federal de Santa Maria, por ter me acolhido e me dado a oportunidade de receber um ensino de qualidade.

Por fim, agradeço a todos que fizeram parte direta ou indiretamente nessa jornada.

## **AGRADECIMENTOS DE MARIA**

Agradeço primeiramente aos meus pais, Eliomarcio e Sabrina, por todos os ensinamentos, amor e apoio durante meus 24 anos de existência. Igualmente, agradeço meu padrasto Leandro e a minha madrasta Naiane, que sempre me trataram como filha e nunca mediram esforços pelo meu bem-estar. Tem muito de cada um na pessoa que eu sou hoje e no caminho que tenho seguido.

À minha colega e amiga Fernanda, também autora deste trabalho, pela parceria desde os primeiros dias da graduação, minha dupla e peça fundamental na minha chegada até aqui.

Aos meus amigos, Gabriel, Roberta e Rafaela, por todos os incentivos, conselhos e por sempre se fazerem presentes.

À minha namorada, Tiéli, que ao longo desses anos viu mais potencial em mim do que eu mesma, além de ter sido âncora todas as vezes que me desestabilizei e achei que eu não era capaz, me incentivando sempre a buscar e dar o meu melhor.

Ainda, agradeço a todos os professores e técnicos administrativos do departamento de Ciências Contábeis, os quais foram essenciais durante a minha jornada acadêmica, principalmente ao nosso orientador, pelos incentivos e paciência, que tornaram mais leve e mais fácil o desenvolvimento deste trabalho.

Por último, mas não menos importante, agradeço a Universidade Federal de Santa Maria por proporcionar não só a mim, mas também à tantos outros, ensino público, inclusivo e de qualidade.

## RESUMO

### INFLUÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA NO DESALINHAMENTO ENTRE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DESEMPENHO

AUTORAS: Fernanda Severo de Souza e Maria Laura Pereira Velho  
ORIENTADOR: Luiz Henrique Figueira Marquezan

O presente estudo teve por objetivo analisar a influência do Conselho de Administração e Concentração Acionária no desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho. Para isso, foram utilizados dados secundários obtidos através de pesquisa documental em 198 empresas listadas na B3, sendo analisado o período de 2010 a 2021. A pesquisa é classificada como quantitativa e descritiva, pois as hipóteses foram testadas através de regressão de dados em painel com erro padrão robusto, utilizando método dos mínimos quadrados ordinários. Justifica-se pela escassez de estudos nacionais voltados à influência da composição do Conselho de Administração e Concentração Acionária sobre a remuneração executiva e avança ao tratar determinantes e investigar fatores que podem afetar a parcela da remuneração não explicada pelo desempenho. Os principais resultados indicam que conselhos maiores e com maior número de membros independentes tendem a piorar a relação principal-agente, elevando o desalinhamento entre remuneração e desempenho. Ainda, indicaram que um terceiro acionista com maior concentração acionária, tende a atuar pelo alinhamento de interesses, enquanto a proporção de membros eleitos pelos controladores agrava o desalinhamento, sinalizando para o enfraquecimento das atribuições do conselho no monitoramento da gestão e elaboração das políticas de remuneração. O estudo contribui com as discussões sobre mecanismos de Governança Corporativa e estrutura de propriedade, com estudos que buscam esclarecimento da dinâmica dos conflitos de agência em empresas brasileiras, identifica ganhos e falhas na atuação das organizações e colabora para decisões relativas a melhoria da estrutura e dos processos de governança. Identifica riscos para as companhias, vinculados à dificuldade de consenso em definir os pacotes de remuneração e a estrutura de propriedade, uma vez que o controlador, ao exercer influência sobre o nível de remuneração executiva, pode utilizar o Conselho tanto para expropriar minoritários, ao extrair benefícios privados de controle, quanto para substituí-lo na função de monitoramento da gestão, enfraquecendo suas atribuições, acentuando tanto os conflitos entre principal-principal, quanto entre agente-principal.

**Palavras-chave:** Teoria da Agência; Remuneração Executiva e Desempenho; Concentração Acionária; Conselho de Administração;

## ABSTRACT

### INFLUENCE OF THE BOARD OF DIRECTORS AND SHAREHOLDER CONCENTRATION ON THE MISALIGNMENT BETWEEN EXECUTIVE COMPENSATION AND PERFORMANCE

AUTHOR: Fernanda Severo de Souza e Maria Laura Pereira Velho

ADVISOR: Luiz Henrique Figueira Marquezan

This study aimed to analyze the influence of the Board of Directors and shareholding concentration on the misalignment between executive compensation and performance. For this, secondary data obtained through documentary research in 198 companies listed on B3 were analyzed, analyzing the period from 2010 to 2021. The research is classified as quantitative and descriptive, the hypotheses were tested using panel data regression with standard error robust, using the method of ordinary least squares. It is justified by the scarcity of national studies focused on the influence of the composition of the Board of Directors and shareholding concentration on executive compensation and advances by addressing determinants and investigating factors that may affect the portion of compensation not explained by performance. The main results indicate that larger boards and those with a greater number of independents tend to worsen the principal-agent relationship, increasing the misalignment between remuneration and performance. They also indicated that a third shareholder with greater concentration tends to act by aligning interests, while the proportion of members elected by controllers exacerbates the misalignment, signaling a weakening of the Board's attributions in monitoring management and drawing up remuneration policies. In this way, the study contributes to the discussions on Corporate Governance mechanisms and ownership structure, as well as those that seek to clarify the dynamics of agency conflicts in Brazilian companies, identifying gains and failures in the performance of organizations and collaborating in decisions related to improvement of governance structure and processes. In addition to identifying risks for companies, linked to the difficulty of reaching a consensus on the definition of compensation packages and the corporate structure, since the controlling shareholder, by exerting influence over the level of executive compensation, can use the Board both to expropriate minorities, extracting benefits from control and puts him back in the role of supervisor of management, weakening his attributions, accentuating conflicts both principal-principal and principal-agent.

**Keywords:** Agency Theory; Executive Compensation and Performance; Shareholding Concentration; Board of Directors;

## **LISTA DE QUADROS**

QUADRO 1 – Variáveis relativas à remuneração e desempenho.....	28
QUADRO 2 – Variáveis relativas ao Conselho de Administração e Concentração Acionária .	29
QUADRO 3 – Resumo das hipóteses e resultados.....	38



## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Estatística Descritiva.....	32
TABELA 2 – Correlação entre as variáveis independentes.....	34
TABELA 3 – Relação entre remuneração e desempenho.....	35
TABELA 4 – Influência do Conselho de Administração e Concentração Acionária no desalinhamento entre remuneração e desempenho.....	36
TABELA 5 – Análise complementar – Variações.....	39

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA.....	10
1.2	OBJETIVOS .....	14
<b>1.2.1</b>	<b>Objetivo Geral.....</b>	<b>14</b>
<b>1.2.2</b>	<b>Objetivos Específicos .....</b>	<b>14</b>
1.3	JUSTIFICATIVA .....	14
1.4	ESTRUTURA DO ESTUDO .....	15
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>17</b>
2.1	TEORIA DA AGÊNCIA .....	17
<b>2.1.1</b>	<b>Conflito agente-principal .....</b>	<b>18</b>
<b>2.1.2</b>	<b>Conflito principal-principal.....</b>	<b>18</b>
2.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	20
2.3	REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DESEMPENHO .....	21
2.4	CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO .....	23
2.5	CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA .....	26
<b>3</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....</b>	<b>28</b>
3.1	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA .....	28
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA .....	28
3.3	VARIÁVEIS DE PESQUISA E MODELOS ECONÔMICOS.....	29
3.4	COLETA, TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS.....	32
3.5	LIMITAÇÕES DA PESQUISA .....	32
<b>4</b>	<b>ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....</b>	<b>33</b>
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA .....	33
4.2	ANÁLISE DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS .....	35
4.3	ANÁLISE ECONÔMICA .....	35
<b>4.3.1</b>	<b>Análise Complementar .....</b>	<b>39</b>
<b>5</b>	<b>CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....</b>	<b>42</b>
5.1	CONCLUSÕES E CONTRIBUIÇÕES.....	42
5.2	LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES .....	44
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>46</b>

# 1 INTRODUÇÃO

Este capítulo tem como intuito apresentar a delimitação do tema, a contextualização do problema, o objetivo a ser alcançado, a justificativa da pesquisa e a estrutura do trabalho.

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA

A distinção entre a pessoa do proprietário e do gestor é uma tendência natural, pois o crescimento do mercado faz com que as empresas busquem os melhores profissionais para a função de tomada de decisão (ARAÚJO et al., 2014; BERLE; MEANS, 1932), que apliquem seus recursos em projetos rentáveis e atuem com base em seus interesses (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Logo, em grandes companhias, o responsável por tomar decisões, na maioria das vezes, não é o proprietário, mas sim, o gestor contratado, que supostamente age no melhor interesse de seu contratante (ERNEL; MONTE, 2018).

Nesta linha, a Teoria da Agência (TA) busca analisar os conflitos e custos decorrentes da separação entre propriedade e controle, denominados problemas e custos de agência (BEBCHUCK; FRIED, 2003; JENSEN; MACKLING, 1976). Em um ambiente de assimetria informacional e autointeresse, os gestores (agentes) podem não aplicar os recursos dos acionistas (principal) em projetos rentáveis, mas sim, apropriar-se deles para utilização em benefício próprio (EISENHARDT, 1989; JENSEN, 1993). Assim, cientes da possibilidade de expropriação por parte dos gestores, os acionistas buscam ferramentas capazes de alinhar os interesses entre ambos (ERNEL; MEDEIROS, 2020).

No sentido de minimizar os problemas de agência, surgiu a Governança Corporativa (GC), capaz de alinhar os interesses, resolvendo e mitigando conflitos (ANDRADE; ROSSETTI, 2007). O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), define GC como um sistema através do qual as empresas são incentivadas e controladas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselheiros, gestores e demais partes interessadas (IBGC, 2015). A GC abrange elementos e mecanismos como conselho de administração, sistemas legais de mercado para proteção de investidores, divulgação de informações, sistemas de remuneração e incentivo por recompensa, dentre outros. Uma de suas finalidades é a de estimular os gestores a tomarem decisões com o intuito de maximizar o capital investido, ao invés de serem baseadas em objetivos próprios (BUSHMAN; SMITH, 2003), visando garantir que os acionistas obterão

retorno sobre seu investimento (BARKEMA; GOMES-MEJIA, 1998; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

A remuneração dos executivos, um dos mecanismos de GC, é utilizada como incentivo para redução dos problemas de agência, alinhando interesses entre agente e principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Podem ser adotadas diversas modalidades de remuneração (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014), como remuneração fixa (salários e benefícios), remuneração por desempenho (variável e participação acionária) e, formas especiais de remuneração (utilizadas como recompensa pelo alcance de resultados) (WOOD; PICARELLI, 2004), com o intuito de recompensar e punir os agentes em decorrência de sua performance, motivando-os a agir no sentido da maior eficiência da empresa (JENSEN, 1998).

Os estudos sobre essa temática vêm crescendo na última década, e buscam entender como o fenômeno da remuneração e o retorno dos acionistas se comportam no mercado brasileiro (ARAUJO; RIBEIRO, 2017), especialmente no que diz respeito às relações entre remuneração de executivos e desempenho financeiro e de mercado (AGUIAR; PIMENTEL, 2017) sob a ótica da Teoria da Agência (BARKEMA; GOMES-MEJIA, 1998). Em geral, os resultados demonstram que existe relação entre remuneração de executivos e desempenho financeiro e de mercado das empresas (AGUIAR; PIMENTEL, 2017; BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014; CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007; DEGENHART; MARTINS; HEIN, 2017; ERNEL; MEDEIROS, 2020; FIRTH; FUNG; RUI, 2007; LEITE; HEIN, 2019; MÉNDEZ; GARCÍA; RODRIGUEZ, 2011; SILVA et al., 2018;).

Todavia, os resultados encontrados tanto em pesquisas nacionais quanto internacionais, não são conclusivos (ARAUJO; RIBEIRO, 2017). Essen, Otten e Carberry (2015), através de uma meta-análise de 219 estudos norte-americanos, encontraram diferenças nos resultados da relação entre remuneração executiva e desempenho, com predominância de relações fracas entre esses elementos. Sob essa perspectiva, em empresas listadas no Brasil, mesmo em estudos que encontraram relações entre remuneração e desempenho e apesar de diferentes formas de medir o desempenho e da inclusão de variáveis de controle, os níveis de explicação ficaram entre 13,3% (ERNEL; MEDEIROS, 2020), 15,1% (SANTOS; SILVA, 2019), 31,9% (DEGENHART; MARTINS; HEIN, 2017). Tais resultados mostram que, em geral, grande parte da remuneração não é explicada pelo desempenho organizacional, demonstrando desalinhamento entre a remuneração paga e o desempenho organizacional entregue pelos executivos, denominada remuneração desalinhada ou não explicada pelo desempenho. Sua operacionalização, como variável, se dá a partir do erro do cálculo de regressão entre

desempenho organizacional e remuneração executiva e, pode refletir um custo de agência sem evidências de uma contribuição direta aos acionistas (MARQUEZAN; VELHO; ZONATTO, 2021), sendo essa a parcela de remuneração investigada nesse estudo.

Correia, Amaral e Louvet (2014) afirmam que, para que as políticas de remuneração sejam efetivas para alinhar os interesses entre agentes e principais, são necessários outros mecanismos de GC. Um dos principais mecanismos para esse fim, é o Conselho de Administração (CA). Principal órgão da estrutura de governança (DAILY; DALTON; CANNELLA, 2003; JOHNSON; DAILY; ELLSTRAND, 1996), pois visa monitorar e supervisionar as decisões, contratar, demitir e, definir a política de remuneração e sistemas de incentivo dos executivos (IBGC, 2015). Elementos relacionados à sua estrutura são determinantes da qualidade de GC (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999), tais como, o nível de independência, número de membros, prazos de mandatos, existência de outras relações com a empresa (partes relacionadas), duplicidade de cargos de diretor-presidente (CEO) e presidente do conselho (*Chairman*), entre outras características (BEBCHUK; WEISBACH, 2010; BRANDÃO et al., 2019; COSTA; MARTINS, 2019; DANI et al., 2017; IHLENFELDT; COLAUTO; BARROS, 2019; MASCENA et al., 2020; MOURA et al., 2017; SANTOS et al., 2018; SILVEIRA, 2010).

Estudos que investigaram o monitoramento dos executivos pelo CA através do pressuposto de que conselhos com uma estrutura ideal seriam capazes de contribuir com o desempenho da empresa e alinhar os interesses, vêm apresentado resultados controversos (PARENTE; MACHADO FILHO, 2020; VAN EES; GABRIELSSON; HUSE, 2009). Evidências indicam que conselhos mais independentes estão presentes em situações onde há oportunidade de expropriação por parte do agente, restringindo a influência da diretoria sobre o CA e a dualidade de cargos (FRAILE; FRADEJAS, 2013; LINCK; NETTER; YANG, 2008). Por outro lado, Freitas et al. (2020), mostraram que o percentual de membros independentes do CA aumenta o nível remuneratório e, Alves e Leal (2016) identificaram que conselhos mais homogêneos e passivos tendem a conceder maior remuneração aos executivos.

Nesse sentido, o CA é responsável pela realização de contratos ótimos, capazes de garantir o alinhamento de interesses e maximizar o retorno dos acionistas (JENSEN, 1993). Apesar disso, os executivos ainda podem ser capazes de exercer influência sobre os pacotes de remuneração, visto que a separação entre propriedade e controle proporciona maior discricionariedade à gestão (BERLE; MEANS, 1932). Isso é discutido pela perspectiva da *Managerial Power Approach* (Abordagem do Poder Gerencial), a qual afirma que os acionistas

não conseguem monitorar diretamente os gestores, os quais, por melhor conhecerem sobre a empresa, são propensos ao comportamento oportunista sobre a própria remuneração (ABASCAL; GONZÁLES, 2019; BEBCHUK; FRIED, 2004). Assim, em casos em que o CA é relativamente fraco ou ineficaz, os pacotes de remuneração tendem a ser favoráveis aos gestores (FREITAS et al., 2020), incorrendo no surgimento de um custo de agência adicional: a própria remuneração executiva (BEBCHUK; FRIED, 2005).

Em contrapartida, em ambientes de maior concentração acionária, os próprios controladores podem exercer maior monitoramento sobre os gestores, substituindo a tarefa que seria do CA (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Jensen e Meckling (1976) sinalizaram que uma alta concentração acionária por um único acionista reduziria os custos, principalmente quanto à capacidade de o gestor influenciar sua própria remuneração, visto que esse não conseguiria utilizar sua influência (BEBCHUK; FRIED, 2005), o que pode afetar a parcela de remuneração não explicada ao desempenho.

Entretanto, sob essa ótica, além do conflito de agência entre principal-agente, é relevante estudá-lo pela perspectiva do conflito principal-principal (SHLEIFER; VISHNY, 1997), o qual também é predominante no mercado brasileiro conforme exposto por La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999) e La Porta et al. (2000). Visto que o controlador tem poder para atrelar a remuneração executiva apenas ao que for de seu interesse, pode expropriar os demais acionistas (BEBCHUK; FRIED, 2005; MORCK YEUNG, 2003), o que igualmente pode ocorrer ao utilizar-se de outras estratégias para desviar recursos da organização com o intuito de obter benefício próprio (JOHSON et al., 2000). Consequentemente, em ambientes com alta concentração acionária e conflitos entre principal-principal, o desempenho empresarial pode não influenciar o montante pago aos gestores (WANG; XIAO, 2011), não existindo consenso na literatura sobre os benefícios da alta concentração acionária (ERNEL; MONTE, 2018).

Diante do contexto supracitado, esta pesquisa difere-se de outras já desenvolvidas sobre o tema (citar alguns estudos alinhados), ao analisar os efeitos da composição do conselho e da concentração acionária no desalinhamento entre remuneração e desempenho. Além disso, tendo em vista que o CA, juntamente com a estrutura de propriedade e incentivos para a gestão, compõem um conjunto importante de mecanismos de GC (AGUILERA et al., 2015), sendo uma de suas finalidades mitigar os problemas de agência, e, que ainda permanecem dúvidas a respeito da melhor maneira de combiná-los (IGLESIAS et al., 2022), propõe-se o seguinte problema de pesquisa: Qual a influência do conselho de administração e concentração acionária no desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional?

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Objetivo Geral

Diante do problema proposto, o objetivo geral do estudo é analisar a influência do conselho de administração e concentração acionária no desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos servirão como alicerce para o alcance do objetivo geral do estudo, sendo:

- 1) Analisar a influência da composição do conselho de administração no desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional;
- 2) Analisar a influência da concentração acionária no desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional;

## 1.3 JUSTIFICATIVA

O estudo se justifica, pois, ainda são incipientes na literatura nacional investigações sobre a influência da concentração acionária (FREITAS et al., 2020) e da composição do CA (BRANDÃO et al., 2019) no nível de remuneração executiva. Em geral, os estudos avaliam a existência da relação entre o nível de remuneração e o desempenho (AGUIAR; PIMENTEL, 2017; DEGENHART; MARTINS; HEIN, 2017; ERNEL; MEDEIROS, 2020; LEITE; HEIN, 2019; SILVA et al., 2018), bem como, a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho (BRANDÃO et al., 2019).

Desse modo, o estudo avança ao tratar determinantes e investigar fatores capazes de afetar a parcela de remuneração que não é explicada pelo desempenho organizacional das empresas, a qual pode estar desconectada de uma contribuição direta aos acionistas, entendida como um custo de agência (MARQUEZAN; VELHO; ZONATTO, 2021). Somado a isso, os controladores podem se favorecer de benefícios privados de controle, levando-os a desconsiderar o custo com níveis mais elevados de remuneração executiva (CAO; PAN; TIAN,

2011), além de participar ou até mesmo indicar membros familiares para compor o CA – prática conhecida como *tunneling* (CHEUNG; STOURAITIS; WONG, 2005) –, facilitando ainda mais a extração direta de benefícios privados de controle por meio de níveis remuneratórios elevados, o que reforça que em ambientes de alta concentração acionária, a qualidade do CA é mais baixa (FREITAS et al., 2020).

Assim, diante dos conflitos principal-principal, quando há um ou poucos acionistas com grande poder (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008), com menor atenção aos interesses de acionistas minoritários (MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005), o desempenho empresarial pode não influenciar o montante pago aos gestores (WANG; XIAO, 2011), sendo relevante investigar a influência do conselho de administração e concentração acionária no desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho.

Desse modo, o estudo ajuda a identificar riscos para as companhias, vinculados à política de remuneração e à estrutura de propriedade, uma vez que o controlador, ao exercer influência sobre o nível de remuneração executiva, pode utilizar o CA tanto para expropriar minoritários e extrair benefícios privados de controle, quanto para substituí-lo na função de monitoramento da gestão, enfraquecendo suas atribuições, acentuando tanto os conflitos entre principal-principal, quanto entre agente-principal.

Contribui com a literatura, ao avançar nas investigações sobre a relação entre remuneração, conselho de administração e concentração acionária, contribuindo tanto com as discussões sobre estruturas de GC, quanto com as que buscam esclarecer a dinâmica dos conflitos de agência presentes nas empresas brasileiras, além de ajudar a identificar ganhos e falhas na atuação das organizações, colaborando para as decisões de melhoria da estrutura e dos processos de governança.

#### 1.4 ESTRUTURA DO ESTUDO

O presente estudo está constituído por mais quatro capítulos, além desta Introdução, que aborda a delimitação do tema, a contextualização do problema, o objetivo a ser alcançado, a justificativa da pesquisa e a estrutura do trabalho. No segundo capítulo, é exposto o referencial teórico que deu suporte às hipóteses e interpretação dos resultados. No terceiro, são demonstrados os procedimentos metodológicos que foram utilizados para atingir o objetivo proposto, composto pela classificação da pesquisa, amostra, fontes de dados, variáveis e modelos econométricos e limitações da pesquisa. No quarto, é apresentada a análise e discussão



dos resultados obtidos, seguido pelo quinto e último capítulo, com as conclusões e recomendações. Ainda, ao final, é apresentada a listagem de referências utilizadas.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo são abordados os pressupostos teóricos que deram suporte para a realização da pesquisa. Diante do objetivo da pesquisa, a revisão de literatura realizada está dividida em cinco tópicos: Teoria da Agência com foco nos conflitos entre principal-agente e principal-principal, Governança Corporativa, Remuneração Executiva e Desempenho, Conselho de Administração e Concentração acionária.

### 2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

A Teoria da Agência advém das investigações a respeito da separação entre propriedade e gestão das organizações. Berle e Means (1932) analisaram empresas de grande porte norte-americanas nos anos 1930 constatando que empresas tradicionais do século XIX eram pertencentes a um proprietário ou a um grupo restrito, tendo sua gestão restrita a estes indivíduos e dessa forma limitando sua abrangência ao patrimônio pessoal dos proprietários. Desde então, a expansão das organizações trouxe consigo a necessidade de separação entre a propriedade da empresa e sua administração, sendo assim a responsabilidade de tomar decisões relativas aos resultados da empresa é transferida do proprietário (principal) para gestores profissionais (agentes) mais capacitados e com maior experiência, trazendo maior eficiência bem como permitindo que os investidores se dediquem a outras atividades (SILVA; YI, 2013).

Jensen e Meckling (1976) definem o relacionamento de agência como um contrato entre um ou mais indivíduos (proprietários) que contratam um ou mais indivíduos (gerentes) para que desempenhem trabalhos em seu favor, envolvendo a transferência da autoridade para tomada de decisão. Os autores propõem esta teoria como uma forma de análise dos conflitos e custos gerados a partir dessa relação, que resulta nas assimetrias de informações e diversos impasses na relação agente e principal.

Devido a separação entre propriedade e controle ocorrem mudanças expressivas na forma de gerenciar uma empresa, tendo em vista que os agentes tendem a tomar decisões visando seus interesses próprios e não apenas o do proprietário, bem como a ocorrência de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos controladores, resultando então nos denominados conflitos de agência (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976), discutidos a seguir.

### **2.1.1 Conflito agente-principal**

Tendo em vista que ambas as partes do relacionamento de agência visam a maximização de suas utilidades, a TA afirma que existem fatos que demonstram que o agente não agirá sempre em busca do melhor retorno ao principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Segundo Eisenhardt (1989), a TA visa a resolução de dois problemas oriundos do conflito principal-agente; sendo o primeiro relacionado aos diferentes objetivos das partes, que torna onerosa e complexa a fiscalização das atividades do agente pelo principal; o segundo trata dos comportamentos divergentes entre principal e agente na preferência de risco, levando a diferentes preferências por ações.

Rossetti e Andrade (2014) destacam que esses conflitos não são facilmente eliminados por dois fatores, sendo eles a inexistência de contrato completo bem como a de agente perfeito. A impossibilidade de contratos completos é baseada em três razões: a imprevisibilidade do mundo negócios, as diversas reações possíveis a essa imprevisibilidade e o aumento da frequência na ocorrência das imprevisibilidades. Já a inexistência do agente perfeito advém da sobreposição dos próprios interesses aos de terceiros.

Em virtude das diferentes preferências e assimetrias de informação incorrem os custos de agência, sendo eles os recursos despendidos pelo principal para monitorar e acompanhar as decisões do agente, bem como visando a garantia de que este não tenha a intenção de prejudicá-lo nas suas tomadas de decisão, e caso ocorra, que o principal seja compensado; também estão entre esses custos as perdas residuais resultadas pela divergência entre as decisões tomadas pelo agente e a decisão que acresceria o patrimônio do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Esses custos estão relacionados com a ineficiência no relacionamento principal-agente e representam um custo de transação com grande importância na análise estrutural de organizações (BIANCHI; NASCIMENTO, 2005).

Murphy (1999) propõe mecanismos que objetivam a redução dos custos de agência, alinhando os interesses dos dois grupos. Entre eles é possível citar o atrelamento de bônus por indicadores de performance, remuneração por desempenho e planos de opção de ações.

### **2.1.2 Conflito principal-principal**

A alta concentração da propriedade contribui para o alinhamento de interesses com a gestão, pois o poder de controle dos acionistas sobre os executivos leva a redução de conflitos

entre principal e agente (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2008), entretanto em organizações onde o poder se concentra nas mãos de um único acionista e não há um ambiente institucional e um sistema de governança desenvolvidos, o conflito se dá entre os principais (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

Sendo assim, a concentração acionária é apontada como a principal causa de conflito entre acionistas, principalmente entre controladores e não controladores, já que está relacionada com o controle e propriedade das organizações (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008). Quando a concentração é baixa, os majoritários tendem a aumentar valor para os acionistas optando por estratégias que maximizem o lucro (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Em contrapartida, Morck, Wolfenzon e Yeung (2005) afirmam que quando a concentração é alta os controladores podem buscar suprir seus próprios interesses sem considerar benefícios aos acionistas minoritários, corroborando com o exposto por Jensen e Meckling (1976), onde afirmam que tal conflito de agência pode ocorrer devido a possibilidade de que os controladores expropriem os acionistas minoritários ao por exemplo, remunerar a si próprios com valores altos, ocupar cargos de destaque, bem como priorizar parentesco desconsiderando competências, entre outros.

A emissão de ações preferenciais é apontada como a principal forma de separar a propriedade e o controle das companhias (LEAL, et al. 2002). A existência de duas classes de ações é vista como um grande causador de conflitos entre acionistas, dado o fato que acionistas possuem direito de votos, que são suas ações ordinárias e direitos de propriedade, representados pela quantidade total de ações que possuem (BRANCO; BALASSIANO, 2013). La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999) destacam o uso de mecanismos econômicos, como estruturas piramidais de propriedade, que são utilizadas para alcançar um maior controle societário através de participações cruzadas.

Peng e Sauerwald (2012 apud PINHEIRO et al., 2019) consideram três hipóteses para o surgimento de conflito entre principais, sendo elas: a) presença de acionista ou blocos controladores; b) baixa proteção legal aos acionistas minoritários; e c) direitos de voto e propriedade do controlador divergentes. Os autores destacam ainda que os conflitos podem trazer consequências graves para as organizações, como por exemplo, uma gestão fraca devido ao emprego de membros desqualificados, diluição de participação acionária, remuneração excessiva aos executivos, e ainda condutas como o *tunneling* (transferir recursos entre empresa com valores abaixo do mercado) e *self-dealing* (transações suspeitas entre partes relacionadas).

Da tentativa de mitigar os conflitos de agência tanto entre principal-principal, quanto entre agente-principal, surgiu a GC, a qual busca garantir maior grau de proteção aos acionistas (PINHEIRO et al., 2019), assunto abordado a seguir.

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Para evitar atitudes oportunistas da gerência, a delegação de responsabilidades por parte dos proprietários exige a presença de mecanismos para alinhar os interesses dos diretores e agentes, com vistas a garantir a maximização da riqueza dos acionistas (AMARAL-BAPTISTA; KLOTZLE; MELO, 2011). A Governança Corporativa objetiva, através de um conjunto de mecanismos, reduzir os conflitos entre as partes interessadas de uma empresa, diminuindo a assimetria das informações entre agente e principal e protegendo acionistas minoritários da expropriação dos controladores (LA PORTA et al., 2000).

Segundo o IBGC (2015), GC é um sistema que dirige, monitora e incentiva as organizações, alinhando as relações entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e demais partes. Para Rossetti e Andrade (2014), é possível elencar as definições a respeito da GC em quatro grupos. Segundo os autores, no primeiro a GC tem o papel de guardião dos direitos das partes interessadas; no segundo, é o sistema de relações que dirige e monitora as organizações; no terceiro é a estrutura de poder observada internamente; já no quarto, é o sistema de normas que regula as relações internas e externa das sociedades.

O IBGC (2015) estabelece princípios básicos para a adequação da GC dentro das empresas, trazendo a transparência com a finalidade de disponibilizar as informações para as partes interessadas, não se restringindo ao desempenho econômico-financeiro, levando em consideração as demais fontes que guiam o gerenciamento da organização e promovem seu cuidado e otimização de valor. A equidade objetiva que sócios e demais *stakeholders* recebam tratamento justo considerando seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas. A prestação de contas deve ser realizada pelos agentes de governança de forma clara, concisa, compreensível e tempestiva, assumindo as consequências de suas atitudes e agindo de forma responsável e cuidadosa. Ademais, a responsabilidade corporativa dá aos agentes o dever de proteger a viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzindo efeitos externos negativos e aumentando os positivos, levando em conta os diversos capitais (financeiro, humano, reputacional, social, etc.) a curto, médio e longo prazos.

Além dos princípios, a GC engloba mecanismos que colaboram com as tomadas de decisão, reduzem os conflitos de interesses entre as partes, garantem relações corporativas equilibradas e alinham as limitações técnicas e cognitivas com a maximização dos resultados (FERREIRA et al., 2019). Sendo assim, práticas de governança eficientes garantem que as decisões tomadas estejam de acordo com os objetivos traçados pela empresa (LIMA Jr. et al., 2017). Ainda, ao auxiliarem na proteção aos acionistas e no alinhamento de interesses entre as partes interessadas na organização, os mecanismos de GC contribuem para a melhora no desempenho da empresa (DEGENHART et al., 2021), proporcionando maior proteção aos investidores, os aproximando do mercado e fornecendo condições para que gerem maior liquidez, podendo resultar em benefícios para si mesmos (ANDRADE; ROSSETI, 2014).

No entendimento da teoria da agência destacam-se alguns mecanismos de governança, sendo eles: estrutura de propriedade/controle, composição do conselho de administração, compensação dos gestores, entre outros (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011), discutidos a seguir.

### 2.3 REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DESEMPENHO

Os sistemas de compensação e incentivo são uma ferramenta de GC utilizada para atenuar os conflitos de agência, visando que os agentes tomem decisões que maximizem o capital para o principal (SILVA et al., 2018), constituindo a melhor solução para alinhar os interesses entre ambos (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Tirole (2006) identifica 3 formas principais: remuneração (fixa, variável e bônus), ações e opções. Esses incentivos podem ser atrelados ao desempenho da empresa de diversas formas, sendo a mais comum através de bônus baseados no crescimento dos lucros, capazes de incentivar os executivos a obterem ganhos de curto prazo (BERK; DEMARZO, 2010), enquanto as remunerações baseadas em ações e opções de ações possuem efeitos de longo prazo (TAYLOR, 1994).

Diversos estudos empíricos vêm sendo realizados no mercado brasileiro com o intuito de investigar a relação entre remuneração executiva e desempenho financeiro e de mercado, apresentando resultados contraditórios (AGUIAR; PIMENTEL, 2017). Souza, Cardoso e Vieira (2017) investigaram a relação entre remuneração e desempenho de 228 companhias de capital aberto entre os anos de 2011 e 2013 utilizando indicadores financeiros e não financeiros. Os resultados indicaram a existência de relação significativa e positiva entre o desempenho financeiro (ROA e ROE) e remuneração, porém, referente ao desempenho de mercado e

remuneração, não foram identificadas relações relevantes, constatando que as políticas de remuneração tendem a não serem efetivas para alinhar os interesses, contribuindo com os conflitos de agência. Alinhado a isso, Degenhart, Martins e Hein (2017) identificaram em seu estudo que apenas as variáveis ROA e tamanho da empresa foram estatisticamente significativas para explicar as variações da remuneração executiva (segregada em fixa, variável e total).

Por outro lado, Silva et al. (2018), examinaram a relação entre remuneração executiva de 48 empresas listadas no Ibovespa e seus indicadores de desempenho, com informações de 2014 a 2017. Os achados evidenciaram que os indicadores financeiros (Lucro por ação e ROE) não foram estatisticamente significativos para explicar as variações da remuneração dos gestores das empresas analisadas, enquanto os indicadores de mercado (variação do valor de mercado e Q de Tobin) explicaram parte da remuneração. Já Aguiar e Pimentel (2017), ao analisarem a relação entre remuneração e desempenho financeiro e de mercado de 333 empresas entre os anos de 2011 e 2015, identificaram que existe relação positiva e significativa entre o nível de remuneração executiva e desempenho financeiro e de mercado das empresas brasileiras.

Relativo à remuneração por ações, Kaveski et al. (2015) analisaram fatores que determinaram a remuneração baseada em ações de empresas listadas na B3, com dados de 2010 a 2012, compreendendo um total de 27 empresas. Os achados mostraram que o ROA, *market-to-book* e receita total foram estatisticamente significativos para explicar a remuneração por ações, sendo que apenas o *market-to-book* apresentou relação positiva. Em estudo posterior, Ernel e Medeiros (2020) também analisaram determinantes da utilização da remuneração por ações e as variáveis que influenciaram o montante pago de 287 empresas listadas na B3 com dados de 2010 a 2016. Os resultados demonstraram que apenas o Q de Tobin e *Book Leverage* foram estatisticamente significativos de forma positiva e negativa respectivamente, em relação a remuneração por ações

Ainda, em estudo mais recente, Iglesias et al. (2022), analisaram se as características de governança corporativa (compensação dos executivos, composição do CA e estrutura de propriedade/controle) influenciam a sensibilidade da remuneração ao desempenho (ROE), utilizando dados de 2014 a 2018 de empresas listadas na B3. Os resultados evidenciaram que a composição do CA, aumenta a sensibilidade da remuneração ao desempenho, ao passo que a concentração acionária a reduz. Ainda, a maior presença de membros independentes no CA, reduz a variação da remuneração executiva.

Nesse sentido, as evidências empíricas indicam que as políticas de remuneração buscam atrelar a remuneração dos gestores ao desempenho da empresa (FRYDMAN; JENTER, 2010). O conjunto de remuneração fixa, variável e por ações é uma forma de compensação e incentivo que visa alinhar os interesses entre executivos, conselheiros e acionistas, do mesmo modo que busca direcionar esforços para o curto ou longo prazo, sendo um dos assuntos mais discutidos com base na Teoria da Agência (BEBCHUK; WEISBACH, 2010; SILVEIRA, 2010).

No entanto, considerando as evidências de desalinhamento entre remuneração e desempenho pelo baixo nível de explicação dos modelos utilizados em pesquisas anteriores (MARQUEZAN; VELHO; ZONATTO, 2021) (ex.: DEGENHART; MARTINS; HEIN, 2017; ERNEL; MEDEIROS, 2020; LEITE; HEIN, 2019; SANTOS; SILVA, 2019; SILVA et al., 2018; SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017), é necessário que outros mecanismos sejam utilizados para alinhar os interesses entre agentes e principais (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014). As "boas práticas" de governança, abordam que o CA é o responsável pela definição da política de remuneração e monitoramento dos gestores (IBGC, 2015), assunto discutido a seguir.

#### 2.4 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Principal órgão de GC (JENSEN, 1993), responsável por elaborar e negociar os pacotes de remuneração (ANDRADE et al., 2009; BEBCHUCK; FRIED, 2003; FRAILE; FRADEJAS, 2013). Diversos estudos sobre CA vêm sendo realizados (PARENTE; MACHADO FILHO, 2020) abordando temas como relações com o valor da companhia (ALMEIDA; KLOTZLE; PINTO, 2013; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003) dualidade dos cargos entre presidente do CA (*Chairman*) e diretor presidente (BRANDÃO et al., 2019; CORREIA, AMARAL; LOUVET, 2014; COSTA; MARTINS, 2019; DANI et al., 2017; FREITAS et al., 2020), membros independentes (BRANDÃO et al., 2019; CHHAOCHHARIA; GRINSTEIN, 2009; FREITAS et al., 2020; MOURA et al., 2017; SANTOS et al., 2018) entre outros.

Relativo ao tamanho do CA, Andrade et al. (2009), investigaram a relação entre o tamanho do CA, valor de mercado e desempenho de empresas brasileiras. Os resultados mostraram que a quantidade de conselheiros foi estatisticamente positiva e significativa em relação ao valor de mercado e desempenho das empresas estudadas. Alinhado a isso, Gondrige, Clemente e Espejo (2012) encontraram que o tamanho do CA é estatisticamente positivo e correlacionado com o tamanho e o valor da companhia. Por outro lado, no estudo de Cheng



(2008), conselhos com mais integrantes estavam associados negativamente ao retorno sobre o capital investido, valor da empresa e taxas mais elevadas de valorização das ações.

Em relação a independência do CA, Gondrige, Clemente e Espejo (2012) não encontraram relação estatisticamente significativa com o tamanho e valor da companhia, ao contrário do estudo de Silveira, Barros e Famá (2003) onde a relação foi positiva e, do estudo de Black, Carvalho e Gorga (2012), que constataram que a maior independência prediz um Q de Tobin baixo, enquanto em estudos mais recentes, não houveram relações estatisticamente significativas (ex.: ALMEIDA; KLOTZLE; PINTO, 2013; DANI et al., 2017; SANTOS et al., 2018).

Com relação a influência de características do CA sobre a remuneração de executivos, interesse desse estudo, Freitas et al. (2020) analisaram a influência da estrutura do CA e concentração acionária sobre a remuneração total dos executivos. A amostra compreendeu 232 empresas listadas na B3, com informações de 2014 a 2016. Os resultados mostraram que a proporção de diretores atuantes no CA e a dualidade do CEO reduzem a remuneração, enquanto o percentual de membros independentes do CA, aumenta a remuneração. Em estudo anterior, Brandão et al. (2019) investigaram a composição do conselho e a sensibilidade da remuneração ao desempenho de mercado (*pay-performance sensitivity* – PPS) de 92 empresas listadas na B3 entre 2013 a 2015. Os resultados indicaram que a proporção de membros independentes e executivos no CA reduz a PPS, enquanto a dualidade de cargos não apresentou relação significativa, a qual foi identificada por Ataay (2018) para redução da PPS.

Ainda, Grazotto e Sonza (2019) buscaram identificar a eficiência dos mecanismos de GC relativos à compensação de executivos, através de incentivos explícitos e implícitos e o monitoramento (conselho de administração), na resolução dos conflitos de agência. Com dados de 42 empresas listadas na B3 entre 1999 e 2016 em um painel não balanceado, identificaram que o monitoramento dos executivos é mais eficiente para mitigar os conflitos da agência, onde os conselheiros verificam as ações dos executivos de forma ativa, afetando positivamente o desempenho. Uma das condições para que o CA seja um mecanismo eficaz de GC é sua relação com o monitoramento dos executivos (BRANDÃO et al., 2019). Nessa perspectiva, CAs que possuem em seu quadro uma maioria de membros independentes, tornam a participação do conselho mais efetiva (WEISBACH, 1988), podendo influenciar a parcela de remuneração não explicada pelo desempenho. Isto posto, incorre na seguinte hipótese:

**H1:** A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está negativamente relacionada ao nível de independência do CA.

Estudos sobre a relação entre remuneração e desempenho também abordam problemas de limitação na elaboração dos contratos, que podem estar relacionado a abordagem do poder gerencial – *Managerial Power Approach* – (BEBCHUCK; FRIED, 2003), sobre a qual há indícios de distorções nas políticas de recompensa, favorecendo o nível de remuneração executiva (AKRAM; ABRAR UL HAQ; UMRANI, 2019) em detrimento ao objetivo dos acionistas de maximização do retorno de investimentos (BERLE; MEANS, 1932).

Bebchuk, Fried e Walker (2002), constataram que executivos “entrancheirados” na empresa em decorrência da dificuldade de articulação dos acionistas, têm poder de influenciar as próprias remunerações. Nessa linha, em cenários de baixa concentração acionária, o entrancheiramento possibilita que os executivos reduzam a fração da remuneração oriunda dos resultados obtidos (SHLEIFER; VISHNY, 1989), extraindo remunerações excessivas, através do vínculo estabelecido entre poder gerencial e as políticas de pagamento (ABASCAL; GONZÁLES, 2019; BEBCHUK; FRIED, 2004).

Ainda, evidências sinalizam que a presença de diretores no CA pode aumentar (BRANDÃO et al., 2018) ou diminuir (FREITAS et al., 2020) o montante de remuneração. Em ambos os estudos, os resultados demonstram que a influência dos diretores reduz a sensibilidade da remuneração com o desempenho. Core, Holthausen e Larcker (1999), mostraram que a composição do CA, mecanismo indicativo de qualidade da governança, é capaz influenciar o nível de remuneração executiva e, à medida que a diretoria exerce poder sobre o CA, consegue utilizar sua influência na elaboração dos contratos, impondo cláusulas que aumentem seus benefícios (BEBCHUCK; FRIED, 2003), o agrava os problemas de agência.

Entretanto, sendo o tamanho do CA capaz de afetar positivamente o desempenho da empresa (JENSEN, 1993), conselhos com maior número de membros poderiam ser capazes de analisar os contratos de compensação por diferentes aspectos, reforçando achados sobre a melhoria da sensibilidade da remuneração ao desempenho (ATAAY, 2018; SARHAN; NTIM; AL-NAJAIR, 2019), alinhando os interesses e reduzindo a parcela de remuneração não explicada pelo desempenho. Em vista disso, propõe-se:

**H2:** A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está negativamente relacionada ao tamanho do CA.

**H3:** A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está negativamente relacionada ao maior número de executivos por conselheiros.

Quando a propriedade é pulverizada, os acionistas não conseguem arcar sozinhos com o custo do monitoramento, elegendo um CA e atribuindo a seus membros a responsabilidade de monitorar os executivos (BERK; DEMARZO, 2010). Todavia, quando há concentração acionária, os próprios controladores são capazes de monitorar os gestores, substituindo a tarefa que seria do CA (SHLEIFER; VISHNY, 1997), conforme discutido a seguir.

## 2.5 CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA

O papel da estrutura de controle já era abordado por Jensen e Meckling (1976), que afirmavam que a dispersão do controle proporcionava menor estímulo para o monitoramento nas decisões, conferindo maior poder discricionário aos gestores em mercados com baixa concentração (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Visto que, a maior concentração leva a maior capacidade dos acionistas em proteger seus interesses (CONYON; HE, 2011), o monitoramento também pode ser feito por acionistas e investidores institucionais (TIROLE, 2006). Nessa linha, estudos vêm evidenciando que mecanismos de GC relativos a estrutura de controle e o CA podem influenciar a remuneração executiva, refletindo no valor das empresas (IGLESIAS et al., 2022), pois o controlador assume o monitoramento sobre a gestão que caberia ao CA (DYCK; ZINGALES, 2004), sendo capaz de influenciar os pacotes de remuneração (JIANG; HABIB; SMALLMAN, 2009).

Como reflexo sobre a remuneração, Haye (1997) afirmou que a presença de acionistas com um grande bloco de ações (*blockholders*) afeta de forma negativa no montante pago ao CEO, o que mais tarde também foi evidenciado pelos achados de Firth et al. (2007). Alinhado a isso, Conyon e He (2011) observaram em empresas chinesas que aquelas com estrutura de controle mais concentrada concediam salários e incentivos menores a seus executivos. Em geral, as evidências da literatura internacional confirmam que a remuneração executiva tende a níveis menos elevados em mercados de maior concentração acionária (CROCI; GONENC; OZKAN, 2012; HARTZELL; STARKS, 2003; LUO, 2015). Como resultado, se as companhias elevam o desempenho para o acionista sem a respectiva relação com a remuneração, o desalinhamento entre ambos é elevado, com potencial conflito de agência.

Sob essa ótica, em empresas da Turquia, Ataay (2018) identificou que há sensibilidade entre remuneração e desempenho, no entanto, quando a concentração acionária é maior, a sensibilidade diminui, achados alinhados às evidências de que a concentração acionária pode vir a ser prejudicial tanto a qualidade da governança, quanto a estrutura e composição do CA (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LOPÉZ-ITURRIAGA, 2020; LA-PORTA et al., 2000). No cenário brasileiro, os resultados dos estudos também convergem para a constatação de associação negativa entre concentração acionária e remuneração executiva (FREITAS et al., 2020; IGLESIAS et al., 2022; THEISS; BEUREN, 2017).

Ainda, em mercados com maior concentração acionária, é comum o CA ser composto por membros indicados pelo acionista controlador (DUTRA; SAITO, 2002), os quais tendem a participar ou até mesmo eleger familiares para compor o CA (CHEUNG; STOURAITIS; WONG, 2005; SCHIEHLL; SANTOS, 2004), podendo diminuir a influência dos executivos sobre sua remuneração, haja vista o controle e monitoramento do controlador e dos membros por ele indicados (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013), sendo estes preponderantes nas decisões relativas à remuneração executiva (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006). Assim, é possível verificar que a estrutura de controle, representada pela concentração acionária é um dos determinantes da remuneração (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014), e, conseqüentemente, pode influenciar a parcela de remuneração não explicada pelo desempenho. Nessa perspectiva, propõe-se:

**H4:** A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está positivamente relacionada ao nível concentração acionária.

**H5:** A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está positivamente relacionada à proporção de conselheiros eleitos pelo acionista controlador.

**H6:** A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está positivamente relacionada ao percentual de remuneração de partes relacionadas do CA com o acionista controlador.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Cervo e Bervian (2007) afirmam que método é a ordem que se deve impor aos diferentes processos necessários para alcançar certo fim ou resultado desejado. Nesse sentido, este capítulo aborda os procedimentos metodológicos que serão aplicados para atingir o objetivo proposto e está dividido em quatro tópicos. O primeiro aborda a classificação da pesquisa, sob o ponto de vista da abordagem do problema e objetivo proposto. O segundo apresenta a população e a amostra, seguido pelo terceiro que descreve as variáveis e modelos econométricos utilizados para testar as hipóteses. Por fim, o quarto tópico trata dos procedimentos de coleta, técnicas de tratamento estatístico e testes utilizados para análise dos dados.

#### 3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

O método da pesquisa baseou-se em dados secundários, obtidos a partir de pesquisa documental nas demonstrações contábeis das empresas através do banco de dados Economática e nos formulários de referência divulgados na B3.

Quanto à abordagem do problema, a pesquisa é classificada como quantitativa, pois testará as hipóteses propostas utilizando regressão de dados em painel e método dos mínimos quadrados ordinários, modelo mais utilizado nas pesquisas sobre determinantes da remuneração executiva (ERNEL; MONTE, 2016; FREITAS et al., 2020; THEISS; BEUREN, 2017). A pesquisa quantitativa utiliza a quantificação na coleta e tratamento das informações, através de técnicas estatísticas, possibilitando resultados com uma maior margem de segurança quanto a possíveis distorções de análise e interpretações (DIEHL, 2004).

Por fim, a pesquisa também é caracterizada como descritiva, pois buscou descrever características de uma população ou descobrir e classificar a relação entre variáveis (GIL, 2008), uma vez que o objetivo do estudo é analisar a influência da composição do conselho de administração e concentração acionária no desalinhamento entre remuneração e desempenho.

#### 3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população compreendeu empresas de diferentes setores e níveis de governança da B3. Para o período selecionado, de 2010 a 2021, a amostra foi composta pelas empresas que divulgaram as informações necessárias para a pesquisa, totalizando 198 empresas. As empresas

do setor Financeiro não foram consideradas no estudo por terem características específicas diferentes dos demais setores, procedimento também adotado por Beuren et al. (2014), Freitas et al. (2020) e Silva et al. (2018).

### 3.3 VARIÁVEIS DE PESQUISA E MODELOS ECONÔMICOS

Para testar as hipóteses apresentadas foram elaborados três modelos econométricos. Primeiramente, foi necessário analisar a relação entre remuneração e desempenho, a fim de obter os resíduos para testar as hipóteses **H1** a **H6**. As variáveis utilizadas estão descritas no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis relativas à remuneração e desempenho

Variável		Descrição	Fonte	Referência	RE
D	REMTT	Remuneração total dos executivos em milhares de reais	FRE	Beuren et al. (2014); Chhaochharia e Grinstein (2009); Degenhart, Martins e Hein. (2017); Firth, Fung e Rui (2007).	
D	REMV	Remuneração variável dos executivos, composta por bônus e participação nos lucros em milhares de reais	FRE	Cadman, Carter e Hillegeist (2010); Degenhart, Martins e Hein (2017) Marquezan, Velho e Zonatto (2021).	
I	ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido, medido pela razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido.	Economática	Aguiar e Pimental (2017), Beuren et al. (2014), Brandão et al. (2019), Silva et al. (2018).	+
I	ROA	Retorno sobre o ativo, medido pela razão entre o lucro líquido e o ativo total.	Economática	Firth et al. (2007), Ernel e Medeiros (2020), Freitas et al. (2020).	+
I	Qtobin	Desempenho de mercado da empresa, medido por: (valor de mercado + dívida bruta)/Ativo	Economática	Aguiar e Pimental (2017); Granzotto e Souza (2019), Silva et al. (2018).	+
I	MKTB	Market-to-book da empresa, medido pela razão entre o valor de mercado e o PL	Economática	Core, Holthausen e Larcker (1999); Degenhart, Martins e Hein (2017); Leite e Hein (2019).	+

Legenda: D: variável dependente; I: variável independente; FRE: formulário de referência; RE: Relação Esperada.

Fonte: Autores.

A partir das variáveis, foram desenvolvidos dois modelos econométricos, sendo um para cada tipo de remuneração. Diante do objetivo do estudo, não foram utilizadas variáveis de controle, a fim de obter a parcela de remuneração que não é explicada exclusivamente pelo desempenho e, baseada na abordagem de Campbell et al. (2007) foi determinada a remuneração variável, exceto por ações (bônus pagos, participações nos lucros) dentre outras formas de remuneração vinculadas ao desempenho de curto prazo (Anthony & Govindarajan, 2002; Atkinson et al., 2008) alinhada ao desempenho medido pelo Retorno sobre o Patrimônio

Líquido (ROE) e Retorno do Ativo (ROA), enquanto a remuneração total foi vinculada a todas as medidas de desempenho. Os modelos são descritos a seguir:

$$REMT_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 QTOBIN_{it} + \beta_4 MKTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

$$REMV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

Sendo:

$REMT_{it}$ : remuneração total dos executivos da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;

$REMV_{it}$ : remuneração variável dos executivos da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;

$\beta_0$ : constante do modelo;

$\beta_1 \dots \beta_4$ : parâmetros das variáveis explicativas do modelo;

$MKTB$ : *Market-to-book* da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;

$QTOBIN$ : desempenho de mercado da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;

$ROE$ : desempenho da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;

$ROA$ : desempenho da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;

$\varepsilon_{it}$ : termos de erro do modelo.

Para testar as hipóteses **H1** a **H6**, as variáveis utilizadas são descritas no Quadro 2.

Quadro 2 – Variáveis relativas ao Conselho de Administração e Concentração Acionária

	Variável	Descrição	Fonte	Referência	RE
D	REMTne	Remuneração total dos executivos não explicada pelo desempenho.	Módulo do resíduo: eq [1]	Marquezan, Velho e Zonatto (2021)	
D	REMVne	Remuneração variável dos executivos não explicada pelo desempenho, exceto remuneração por ações, em módulo.	Módulo do resíduo: eq [2]	Marquezan, Velho e Zonatto (2021)	
I	INDEP (H1)	Nível de independência do CA, medido pela razão entre o número de membros independentes e o número total de membros do CA.	FRE	Brandão et al. (2019), Chhaochharia e Grinstein (2009), Freitas et al. (2020).	-
I	CATAM (H2)	Tamanho do CA, medido pelo número de membros do CA.	FRE	Correia, Amaral e Louvet (2014); Marquezan, Velho e Zonatto (2021).	-
I	DIRPODER (H3)	Poder da diretoria, medido pela razão entre o número de membros da diretoria executiva e o número de membros do CA.	FRE	Marquezan, Velho e Zonatto (2021).	+
I	ConcAC (H4)	Nível de concentração acionária, medido pela proporção de ações ordinárias pertencentes ao maior acionista (ConcAC1); segundo maior (ConcAC2); terceiro maior (ConcAC3);	Economática	Adaptado de Brandão et al. (2019), Correia, Amaral e Louvet (2014), Freitas et al. (2020).	+
I	CtCA(H5)	Proporção de conselheiros titulares eleitos pelo acionista controlador	FRE	Freitas et al. (2020).	+
I	RemCAPtr (H6)	Percentual de remuneração do CA paga a partes relacionadas aos controladores	FRE	Proposta pelo estudo.	+

Legenda: D: variável dependente; I: variável independente; FRE: formulário de referência; RE: Relação Esperada

Fonte: Autores.

A partir das variáveis, foi elaborado o modelo econométrico [3], assim descrito:

$$REMne_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDEP_{it} + \beta_2 CATAM_{it} + \beta_3 DIRPODER_{it} + \beta_4 CONAC_{it} + \beta_5 CtCA_{it} + \beta_6 RemCAptr_{it} + \varepsilon_{it} \quad [3]$$

Sendo:

*REMne<sub>it</sub>*: remuneração dos executivos não explicada pelo desempenho da empresa *i* no tempo *t*, segregada em duas variáveis, conforme descrito no Quadro 2;

$\beta_0$ : constante do modelo;

$\beta_1$  a  $\beta_6$ : parâmetros das variáveis explicativas do modelo;

*INDEP*: nível de independência do CA da empresa *i* no tempo *t*;

*CATAM*: tamanho do CA da empresa *i* no tempo *t*;

*DIRPODER*: tamanho da Diretoria em relação ao tamanho do CA da empresa *i* no tempo *t*;

*CONAC*: nível de concentração acionária da empresa *i* no tempo *t*;

*CtCA*: proporção de membros do CA eleitos pelo acionista controlador da empresa *i* no tempo *t*;

*RemCAptr*: Percentual de remuneração do CA de partes relacionadas com o acionista controlador da empresa *i* no tempo *t*;

Com relação às hipóteses levantadas sobre composição do CA, para **H1** e **H2**, espera-se que ambas as variáveis apresentem relações negativas e estatisticamente significativas, uma vez que é esperado que um CA com maior nível de independência e com mais conselheiros seja capaz de atuar para reduzir a remuneração desalinhada do desempenho. Ainda, com relação a **H3**, espera-se relação positiva e estatisticamente significativa, pois um número maior de executivos em relação ao CA apresenta maior poder sobre sua remuneração, aumentando o desalinhamento entre remuneração e desempenho.

Por fim, sobre as hipóteses relativas a concentração acionária, para **H4**, **H5** e **H6** espera-se que tanto o nível de concentração acionária, quanto o monitoramento dos executivos exercidos pelo controlador através de membros eleitos para o CA e de partes relacionadas ocupando cargos, sejam estatisticamente significativos e positivos, aumentando o desalinhamento entre remuneração e desempenho, acentuando os conflitos de agência.



### 3.4 COLETA, TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

A coleta dos dados teve como base a listagem das empresas em julho de 2022 e foi realizada entre julho e novembro de 2022. As informações relativas à remuneração dos executivos, composição do CA e partes relacionadas foram obtidas a partir das seções 12.6/8 e 13.13 dos Formulários de Referência divulgados pelas empresas no site da B3 e os demais dados, a partir da Economática. Após a coleta, os dados foram organizados no Microsoft Excel de acordo com a empresa e ano correspondente, revisados e submetidos ao software Stata.

A análise quantitativa das hipóteses ocorreu através de regressão de dados em painel não balanceado utilizando método dos mínimos quadrados ordinários e erro padrão robusto (regressão robusta), visando corrigir possíveis problemas de autocorrelação e heterocedasticidade. Os dados foram winsorizados a 1% e os testes de robustez e validações, alicerçados em Gujarati e Porter (2011), são apresentados e discutidos nos resultados, envolvendo teste correlação, teste de multicolinearidade (VIF), significância conjunta (F ou Wald) e individual (t ou z) das variáveis a 1%, 5% e 10%, e, avaliação do uso de regressão *pooled*, efeitos fixos ou efeitos aleatórios (testes de Chow, Hausman e Breusch-Pagan).

### 3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

No que tange às limitações desta pesquisa, primeiramente destaca-se a amostra, composta por empresas não financeiras listadas na B3, o que impossibilita a generalização dos resultados para todas as empresas da B3. Igualmente, também possui limitações relativas às variáveis estudadas, pois analisa a remuneração total e variável composta por bônus e participação nos lucros, não investigando a remuneração por ações. Ainda, outras medidas de desempenho contábil e de mercado poderiam ter sido utilizadas, assim como outras variáveis relacionadas ao CA e concentração acionária.

Por fim, o método da pesquisa também apresenta limitações, haja vista os potenciais problemas de endogeneidade relacionados à remuneração e desempenho. Contudo, ressalta-se que estas limitações não invalidam a realização da pesquisa ou os resultados obtidos, haja vista os procedimentos adotados para sua realização, os quais devem ser verificados novamente no caso da realização de novos estudos.

Na sequência, é apresentada a análise e discussão dos resultados encontrados.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos a partir da realização do estudo. Primeiramente, evidencia-se os resultados da estatística descritiva, seguido pela análise de correlação entre as variáveis analisadas. Posteriormente é apresentado o resultado da análise da influência do CA e concentração acionária no desalinhamento entre remuneração e desempenho, discutindo-os com a literatura e estudos anteriores, além de apresentar uma análise complementar com evidências adicionais.

### 4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

Para o teste de **H1** a **H6**, as 198 empresas nos 12 anos analisados resultaram em um máximo de 2.202 observações. Os dados da estatística descritiva são apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Variável	Média	Mediana	Desv. Pad.	Min	Max
REMTT	10280,5	5817,15	13304,13	0	74267,56
REMV	2906,19	983,66	4819,991	0	26734,95
ROE	6,55726	9,94	34,07964	-206,449	107,6831
ROA	2,74746	3,93	9,801642	-43,3616	24,20741
QTOBIN	1,09292	0,86	0,7907297	0,174029	4,714594
MKTB	1,92944	1,31	2,345053	-2,35898	14,08462
REMTTne	9146,83	6696,42	10238,8	7,70101	65406,75
REMVne	3352,39	2760,87	3681,837	0,257159	23914,2
CATAM	7,35678	7,00	3,329011	2	21
INDEP	0,22346	0,17	0,2460053	0	1
DIRPODER	0,75628	0,67	0,4007233	0,166667	2,333333
CtCAp	0,68352	0,78	0,3336763	0	1
RemCAPtr	0,35954	0,28	0,3510337	0	1
ConcAC1	49,2772	46,89	26,83993	6,766869	99,99998
ConcAC2	13,4233	11,01	10,72183	0	49,15018
ConcAC3	5,90786	5,17	6,087297	0	27,34583

Legenda: REMTT: remuneração total da diretoria executiva; REMV: remuneração variável da diretoria executiva; ROE: retorno sobre o patrimônio líquido; ROA: retorno sobre o ativo; QTOBIN: Q de Tobin; MKTB: *market-to-book*; |REMTTne|: remuneração total não explicada pelo desempenho; |REMVne|: remuneração variável não explicada pelo desempenho; INDEP: nível de independência do conselho de administração; CATAM: tamanho do conselho de administração; DIRPODER: poder da diretoria; CtCAp: proporção de conselheiros eleitos pelo controlador; RemCAPtr: percentual de remuneração do CA pago a partes relacionadas ao controlador; ConcAC1: percentual de ações pertencentes ao maior acionista; ConcAC2: percentual de ações pertencentes ao segundo maior acionista; ConcAC3: percentual de ações pertencentes ao terceiro maior acionista;

Fonte: Autores.

A respeito da remuneração, é relevante destacar a remuneração variável (composta por bônus e participação nos lucros), com mínimo zero, indicando que nem todas as empresas da amostra adotam essas políticas de remuneração. Relativo ao desempenho contábil, os dados de retorno sobre o retorno do patrimônio líquido (ROE) possuem média de 6,55, enquanto os relativos ao retorno sobre o ativo (ROA) possuem média de 2,74, indicando que, em geral, as empresas estão mais endividadas na média. Os desempenhos de mercado (Q de Tobin e *Market-to-book*), sinalizam que pelo menos em metade da amostra, o custo de reposição do capital é maior que o valor de mercado, ao mesmo tempo que as empresas são valorizadas.

Com relação ao CA, é possível verificar que as empresas mantêm em média 7,3 conselheiros. O nível de independência dos conselhos (INDEP) é baixo, com média em torno de 22% e pelo menos metade da amostra o mantém abaixo de 17%. Relativo ao poder da diretoria (DIRPODER), a amostra apresenta média de 0,75 executivos por conselheiro, demonstrando que as empresas tendem a manter um CA maior que a diretoria. Apesar disso, é possível afirmar que existe maior possibilidade de influência dos gestores sobre o CA, em decorrência do baixo nível de independência. Consequentemente, o CA utilizado como um mecanismo de GC para redução dos problemas de agência, pode não ser tão eficaz na amostra analisada.

Relativo ao nível de concentração acionária verifica-se que a proporção de ações ordinárias pertencentes ao maior acionista (ConAc1) tem média de 49,3%, ao segundo maior (ConAc2) de 13,42% e ao terceiro maior (ConAc3) de 5,9%, evidenciando um alto nível de concentração acionária nas empresas analisadas. Ainda, a proporção de acionistas eleitos pelo controlador (CtCAp) possui média em torno de 68% e mediana em torno de 78%, indicando que a maior parte do conselho de administração é eleita pelos controladores. Por fim, o percentual de remuneração do CA pago a partes relacionadas aos controladores (RemCAPtr) possui mínimo zero, indicando que algumas empresas da amostra não elegem partes relacionadas para o conselho, enquanto a mediana sinaliza que pelo menos metade da amostra tende a deixar esse percentual abaixo de 28%. Esses dados sinalizam a potencialidade dos controladores em interferirem nos problemas e custos de agência.

A seguir é apresentada a análise de correlação entre as variáveis.

#### 4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

Neste segundo tópico da análise, apresenta-se o sentido e a intensidade das correlações entre as variáveis analisadas, por meio do coeficiente de correlação e significância estatística, permitindo a identificação do grau de associação das variáveis independentes utilizadas nos três modelos. Uma vez que as variáveis dependentes foram operacionalizadas em testes diferentes, não foram incluídas nessa análise.

Os resultados são evidenciados na Tabela 2.

Tabela 2 – Correlação entre as variáveis independentes

Var.	ROA	ROE	Q TOBIN	MKTB	CATAM	INDEP	DIR PODER	CtCAp	Rem CAPtr	Conc AC1	Conc AC2	Conc AC3
ROA	1											
ROE	0,1964	1										
QTOBIN	0,3216	0,0154	1									
MKTB	0,2406	-0,1634	0,6814	1								
CATAM	0,0804	0,002	0,0456	0,0969	1							
INDEP	-0,0126	-0,0029	0,1244	0,1314	0,0236	1						
DIRPODER	0,0608	0,0073	0,1186	0,1047	-0,3976	0,1551	1					
CtCAp	0,0416	0,0034	-0,0187	-0,0428	-0,1969	-0,3007	0,0645	1				
RemCAPtr	0,0859	0,0079	0,0063	-0,0083	0,0981	-0,2658	-0,0438	0,2413	1			
ConcAC1	-0,0067	-0,0084	-0,0875	-0,1257	-0,0978	-0,4069	0,0495	0,2516	0,1152	1		
ConcAC2	-0,0226	-0,0302	-0,1354	-0,0529	0,0564	-0,1256	-0,0802	0,0161	-0,0562	-0,3029	1	
ConcAC3	-0,0004	0,0343	-0,0755	-0,0465	-0,0188	-0,0404	-0,1454	-0,0545	-0,0588	-0,525	0,3805	1

Fonte: Dados da pesquisa.

A correlação entre as variáveis foi realizada especificamente para verificar se o pressuposto da não existência de multicolinearidade entre as variáveis não seria violado. A Tabela 2 indica que, no geral, existe correlação entre algumas variáveis. No entanto, verifica-se que não há problemas de multicolinearidade, pois não se obteve uma correlação entre as variáveis maior ou igual a 0,70 (HAIR et al., 2005). Desse modo, procedeu-se à análise de regressão para testar as hipóteses propostas e que são discutidas na sequência.

#### 4.3 ANÁLISE ECONOMETRICA

Inicialmente, realizou-se uma regressão para identificar a relação entre remuneração executiva e desempenho. Os resultados são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 – Relação entre remuneração e desempenho

Var. Dependente	REMTT		REMV	
	Var. Independentes	Coefficiente	p-valor	Coefficiente
Constante	8458,885	0,000	3203,98	0,000
ROA	-321,2092	0,000	-37,64071	0,100
ROE	95,73868	0,000	26,70238	0,000
QTOBIN	805,7117	0,205		
MKTB	1560,045	0,000		
R <sup>2</sup>	0,0826		0,204	
F/p-valor	39,88	0,000	20,88	0,000
VIF Médio	2,47		2,4	

Fonte: Dados da pesquisa.

O objetivo desta fase da análise foi isolar a parcela de remuneração executiva não explicada pelo desempenho. Nesse sentido, os testes foram realizados por meio de regressão *pooled* sem a verificação de robustez, pois não serão realizadas inferências estatísticas.

Os modelos apresentam nível de explicação ( $R^2$ ) de 8,2% para remuneração total (REMTT) e 20,4% para remuneração variável (REMV). Consequentemente, os níveis não explicados ficaram entre 91,8% para remuneração total e 79,6% para remuneração variável. Desse modo, a variável dependente do teste de **H1** a **H6** é o resíduo dos testes das equações [1] e [2], ou seja, são valores positivos e negativos, com média zero, que demonstram a parte da remuneração não explicada pelo desempenho.

Considerando o interesse do estudo em avaliar o desalinhamento da remuneração e não o sentido desse, os valores foram colocados em módulo, retirando o efeito de ser positiva ou negativa, demonstrando a variável como o desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional. Assim, foram realizados dois testes utilizando o modelo econométrico [3], sendo um para remuneração total não explicada pelo desempenho e o outro para remuneração variável não explicada pelo desempenho. Ambos foram realizados através de regressão de dados em painel não balanceado com erros robustos (correção para autocorrelação e heterocedasticidade) e método MQO. Os resultados são evidenciados na Tabela 4.

Inicialmente, sobre os elementos de validação dos testes, o VIF médio indica que não há multicolinearidade entre as variáveis. Os testes de Chow, Hausman e Breusch-Pagan sinalizaram para o uso de efeitos aleatórios e o teste de Wald, significativo a 5% em ambos os modelos, indica que o conjunto de variáveis é estatisticamente significativo para explicar a remuneração desalinhada do desempenho. Desse modo, verifica-se que os modelos possuem baixo nível de explicação, entre 6,1% e 5,8%.

Tabela 4 – Influência do Conselho de Administração e Concentração Acionária no desalinhamento entre remuneração e desempenho

Observações Var. Dependentes Var. Independentes	1408  REMTTne		1580  REMVne	
	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Constante	1967,07	0,503	610,824	0,586
CATAM	592,156	0,004*	224,863	0,004*
INDEP	3579,54	0,027**	1529,22	0,012**
DIRPODER	1883,34	0,09***	485,234	0,110
CtCAp	3868,2	0,009*	1003,89	0,082***
RemCAPtr	-2050,67	0,021**	-262,348	0,501
ConAC1	-18,5438	0,656	-4,2115	0,687
ConAC2	3,50951	0,943	14,7353	0,493
ConAC3	-181,238	0,02**	-57,2848	0,054***
Chow p-valor	0,0000*		0,0000*	
Hausman p-valor	0,1186		0,5127	
Breusch-Pagan p-valor	0,0000*		0,0000*	
R <sup>2</sup>	0,0619		0,0584	
Wald chi2(8)/p-valor	16,6	0,04**	16,88	0,03**
VIF Médio	1,45		1,45	

Legenda: \*\*\*p-valor<0,1; \*\*p-valor<0,05; \*p-valor<0,01

Fonte: Dados da pesquisa.

As evidências encontradas mostram que conforme se eleva o nível de independência do CA (INDEP) se eleva a parcela de remuneração que não é explicada pelo desempenho, com relação estatisticamente positiva e significativa ao nível de 5%, resultando na rejeição de **H1**. Em ambos os testes, o nível de independência revela piora no desalinhamento, podendo estar relacionado ao fato do CEO ser um dos poucos participantes com informações internas, concentrando informações e aumentando seus níveis de remuneração (ZORN et al., 2017).

Os achados corroboram com os estudos de Freitas et al. (2020), que constataram que o percentual de membros independentes aumenta a remuneração, Brandão et al. (2019), que observaram que membros independentes no CA reduzem a sensibilidade da remuneração sobre o desempenho, e, Marquezan, Velho e Zonatto (2021) que encontraram que a independência do CA aumenta o desalinhamento entre remuneração e desempenho. Porém, são contrários ao estudo de Iglesias et al. (2022), que identificaram relação negativa e significativa entre a proporção de membros independentes e a variação da remuneração total dos executivos.

Do mesmo modo, o tamanho do CA (CATAM), apresentou efeito positivo e significativo ao nível de 1% em ambos os testes, o que também reflete na piora do

desalinhamento entre remuneração e desempenho, implicando na rejeição de **H2**. Este resultado corrobora com os achados encontrados por Marquezan, Velho e Zonatto (2021). Ademais, relativo ao poder da diretoria (DIRPODER), mensurado pelo número de executivos por conselheiro, demonstrou-se significativo e positivo a 10% em somente um dos testes.

Nessa perspectiva, verifica-se que um número maior de diretores em relação ao número de conselheiros aumenta o desalinhamento entre remuneração e desempenho, quando se trata da remuneração total dos executivos, permitindo decidir pela não rejeição de **H3**. Explicações possíveis estão relacionadas a abordagem do poder gerencial, pois um maior número de diretores é capaz de exercer maior pressão e influência sobre um conselho mais fraco ou ineficaz, elevando o poder gerencial, podendo interferir na elaboração dos contratos, impondo a inclusão de cláusulas que aumentam seus benefícios (BEBCHUCK; FRIED, 2003).

A respeito do nível de concentração acionária, os achados apontam para resultados divergentes. Os resultados indicam que um terceiro acionista (ConcAC3) com maior poder de voto pode atuar pela redução da remuneração desalinhada, pois apresentou relação estatisticamente negativa e significativa, ao passo que a concentração nos dois primeiros não se mostrou estatisticamente significativa. Assim, diante da expectativa de relação positiva e significativa, rejeita-se **H4**.

Os achados demonstram que um terceiro acionista poderia atuar como contraponto, pois este estaria mais próximo dos minoritários do que os dois primeiros, melhorando o alinhamento entre remuneração e desempenho. Em certa medida, relaciona-se às evidências de redução dos níveis de remuneração quando há maior concentração (CROCI GONENC; OZKAN, 2012; HARTZELL; STARKS, 2003; LUO, 2015), sinalizando que o alinhamento entre os interesses de acionistas controladores e minoritários converge para maior sensibilidade da remuneração, destacando que um melhor alinhamento conduz a maior eficiência dos contratos de remuneração (CHEN et al., 2015).

Relativo à proporção de membros eleitos pelo acionista controlador (CtCAp), em ambos os testes, a variável apresentou relação positiva e significativa a 1% e 10% respectivamente, permitindo decidir pela não rejeição de **H5**. Verifica-se que conforme se eleva a proporção de conselheiros eleitos pelos controladores, também se eleva o desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho, corroborando com as evidências de baixa qualidade da composição do CA em ambientes de alta concentração acionária (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LOPÉZ-ITURRIAGA, 2020), a qual compromete a eficácia do monitoramento da gestão (FREITAS et al., 2020).

Tal resultado por estar relacionado a um efeito da concentração de propriedade denominado efeito de substituição, que ocorre quando o monitoramento da gestão passa a sofrer influências e pressões ou até mesmo a ser exercido pelos controladores (CAIXE; KRAUTER, 2013), refletindo no enfraquecimento das atribuições do CA, principalmente relativas ao alinhamento entre todas as partes interessadas na empresa (PEIXOTO; BUCCINI, 2013).

Por outro lado, o percentual de remuneração do CA pago a partes relacionadas aos controladores (RemCAPtr) demonstrou-se significativo a 5% somente para explicar as variações da remuneração total, apresentando relação negativa, levando a rejeição da **H6**. Assim, contrariamente ao esperado, os resultados indicam que a prática de *tunneling* acaba por reduzir o desalinhamento entre remuneração e desempenho na amostra analisada, quando se trata da remuneração total da diretoria.

Uma síntese das hipóteses e resultados é apresentada no Quadro 3.

Quadro 3 – Resumo das hipóteses e resultados

Hipótese	E*	R*	Decisão
<b>H1:</b> A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está inversamente relacionada ao nível de independência do conselho de administração.	-	+	Rejeita
<b>H2:</b> A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está inversamente relacionada ao tamanho do CA.	-	+	Rejeita
<b>H3:</b> A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está diretamente relacionada ao maior número de executivos por conselheiro.	+	+	Não Rejeita
<b>H4:</b> A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está positivamente relacionada ao nível concentração acionária.	+	-	Rejeita
<b>H5:</b> A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está positivamente relacionada à proporção de conselheiros eleitos pelo acionista controlador.	+	+	Não Rejeita
<b>H6:</b> A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está positivamente relacionada ao percentual de remuneração de partes relacionadas do CA com o acionista controlador.	+	-	Rejeita

\*E: resultado esperado; R: resultado encontrado

Fonte: Dados da pesquisa.

A seguir é apresentada uma análise complementar dos resultados.

#### 4.3.1 Análise Complementar

Na Tabela 5 é apresentada uma análise complementar, segregando a remuneração em pagamentos inferiores e superiores ao esperado.



Tabela 5 – Análise complementar - Variações

Var. Dependentes	Remuneração total não explicada				Remuneração variável não explicada			
	Negativa		Positiva		Negativa		Positiva	
Variação	939		469		1061		519	
Observações	939		469		1061		519	
Var. Independentes	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
Constante	-5957,12	0,000*	-6145,12	0,271	-2156,535	0,000*	-1602,112	0,55
CATAM	221,5949	0,012**	1525,048	0,000*	48,17676	0,011**	493,8724	0,000*
INDEP	1647,124	0,046**	10417,76	0,003*	174,4493	0,438	3518,909	0,012**
DIRPODER	1114,421	0,117	2360,947	0,232	45,63164	0,734	478,2769	0,554
CtCAp	-1350,44	0,010*	7965,574	0,002*	-38,10595	0,779	2273,559	0,019**
RemCAPtr	210,1477	0,705	-5190,6	0,002*	-147,736	0,243	-462,3007	0,511
ConcAC1	-40,1939	0,002*	-66,7489	0,320	-5,869582	0,051***	-17,32824	0,342
ConcAC2	9,016104	0,698	55,92674	0,549	0,662601	0,907	48,80093	0,305
ConcAC3	-42,3273	0,196	-568,411	0,001*	-17,69104	0,067***	-139,7622	0,047**
Chow p-valor	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
Hausman p-valor	0,5650		0,0700		0,2993		0,5560	
Breusch-Pagan p-valor	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
R <sup>2</sup>	0,0446		0,1366		0,0547		0,1487	
Wald/p-valor	39,38	0,00*	38,44	0,00*	14,06	,08***	36,21	0,00*
VIF MÉDIO	1,48		1,52		1,48		1,48	

Legenda: \*\*\*p-valor<0,1; \*\*p-valor<0,05; \*p-valor<0,01

Fonte: Dados da pesquisa.

Foram testadas as observações que apresentaram resíduos negativos, em que o valor pago de remuneração foi inferior ao calculado nas regressões (apresentadas na Tabela 3), e aquelas com resíduos positivos, com pagamentos acima do cálculo estimado. Sobre os elementos de validação dos testes, os testes de Chow, Hausman e Breusch-Pagan sinalizaram para o uso de efeitos aleatórios, o VIF médio indica que não há multicolinearidade entre as variáveis e o teste de Wald, significativo em todos os testes, indica que o conjunto de variáveis é estatisticamente significativo para explicar as variações da remuneração.

Esta análise reforça os achados de que o nível de independência do CA (INDEP) aumenta o desalinhamento entre remuneração e desempenho. Destaca-se que os resultados evidenciam que a proporção de membros independentes não é significativa para explicar a variação negativa da remuneração variável (composta por bônus e participação nos lucros), ou seja, não influencia nos montantes pagos a menos do que o esperado, mas, está positivamente relacionado à variação paga a mais, aumentando a parcela de remuneração paga aos diretores sem uma contribuição direta aos acionistas.

Relativo ao tamanho do CA (CATAM), os achados evidenciam que conselhos maiores podem ter mais dificuldade em definir as políticas de remuneração, haja vista a significância

estatística positiva desta variável com todos os montantes de remuneração calculados acima ou abaixo do estimado, reforçando os achados da Tabela 4. Possíveis explicações podem estar relacionadas ao fato de que nessa perspectiva, há uma necessidade de analisar e julgar um maior número de informações, reduzindo a capacidade do CA em entender os fatores que geram valor para a companhia (JENSEN, 1993). Assim, diante das pressões exercidas pela diretoria, a complexidade dos pacotes de recompensas pode ser usada como uma forma de aumento de remuneração, onde a multiplicidade de metas acaba por elevar os níveis de bônus dos executivos (BRUCE; SKOVORODA, 2013).

Ainda, os testes demonstram que a concentração acionária no primeiro acionista (ConcAC1) é negativa e significativa tanto para o montante de remuneração total negativa, quanto para o de remuneração variável negativa, contrariando os resultados da Tabela 4, mas sinalizando para aumento do desalinhamento, uma vez que não há influência sobre os montantes positivos. Explicações possíveis estão relacionadas aos conflitos de agência do tipo principal-principal, pois nesse contexto, os controladores agem em prol de benefícios próprios em detrimento dos benefícios para a empresa (IGLESIAS et al., 2022), efeito da concentração de propriedade denominado efeito de expropriação (DYCK; ZINGALES, 2004; LA PORTA et al., 2000) e acabam desconsiderando o custo com níveis mais elevados de remuneração executiva (CAO; PAN; TIAN, 2011). Assim, acabam atuando para a redução do montante pago a menos do que o devido, sem atenção para o montante pago a mais. Por outro lado, os resultados relativos ao terceiro acionista reforçam as evidências obtidas na Tabela 4, de que esse atua pelo alinhamento, uma vez que em todos os testes a relação é negativa e significativa.

Por fim, a proporção de acionistas eleitos pelo controlador (CtCAp) também reforça os achados da Tabela 4, pois, apesar de reduzirem o montante de remuneração total pago abaixo do esperado, acabam por elevar os montantes pagos acima. Entretanto, o percentual de remuneração do CA pago a partes relacionadas ao controlador (RemCAPtr) não soma evidências aos achados da Tabela 4, apresentando inclusive resultado contrário, pois demonstrou-se negativo e significativo somente para a variação positiva da remuneração total, indicando que as partes relacionadas ao controlador tendem a buscar diminuir a remuneração total, o que de certa forma, reforça o argumento de que a qualidade da composição do CA em ambientes de alta concentração de propriedade é baixa (FREITAS et al., 2020).

## 5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este capítulo apresenta as conclusões obtidas a partir da realização do estudo, contribuição, limitações e recomendações para estudos futuros.

### 5.1 CONCLUSÕES E CONTRIBUIÇÕES

Esta pesquisa teve por objetivo analisar a influência do conselho de administração e concentração acionária no desalinhamento entre remuneração e desempenho. Em particular, o estudo focou na remuneração total vinculada ao desempenho contábil e de mercado e na remuneração variável de curto prazo, composta por bônus e participação nos lucros, vinculada ao desempenho contábil pelas taxas de retorno do ativo e retorno do patrimônio líquido.

Entende-se que a remuneração desalinhada do desempenho constitui um custo de agência, uma vez que o executivo recebe valores abaixo ou acima do desempenho da empresa, sinalizando para potenciais problemas de desalinhamento de interesses. Nesse sentido, tendo em vista que o Conselho de Administração é considerado o principal órgão de governança, responsável pela elaboração da política de remuneração e monitoramento dos executivos, foi analisado por dois aspectos: tamanho e independência. Já a concentração acionária, foi analisada pela decomposição da participação em ações ordinárias dos três maiores acionistas. Adicionalmente, buscou-se investigar o poder dos executivos sobre o conselho, pelo número de diretores em relação ao de conselheiros, assim como, a possível substituição do conselho pelos controladores no monitoramento da gestão e suas implicações em relação aos problemas de agência.

Os resultados apontam para fraca ação do CA na redução dos problemas de desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional. Contrariando as expectativas das hipóteses, conselhos maiores e com maior número de independentes tendem a piorar a relação principal-agente, elevando o desalinhamento entre remuneração e desempenho. Isso foi evidenciado tanto pela variável de remuneração operacionalizada em módulo, quanto pela segregação dos modelos para teste da variação positiva e negativa. Os riscos para as companhias estão vinculados à dificuldade de consenso dos acionistas em definir os pacotes de remuneração e a possibilidade de os membros independentes terem dificuldades em melhorar a sensibilidade da remuneração ao desempenho.

Além disso, observou-se que quanto maior o número de executivos em relação aos membros do conselho, maior o desalinhamento entre remuneração e desempenho, se tratando da remuneração total paga aos executivos. No entanto, não houve relação estatisticamente significativa com a remuneração variável, assim como, na análise complementar. Apesar disso, não se descarta a potencialidade do poder dos executivos em maior número, bem como dificuldade dos conselheiros em propor pacotes de remuneração que contemplem um maior número de diretores, servindo de alerta para as companhias, na medida que a maior complexidade dos pacotes para diferentes executivos pode prejudicar o principal.

Ainda, a maior concentração no primeiro e no segundo maior acionista não melhora a relação entre as variáveis, apontando para potenciais problemas entre principal-principal, enquanto a participação de um terceiro importante acionista pode atenuar tal problema, reduzindo a remuneração desalinhada, evidências que foram reforçadas pelos resultados da análise complementar. Quanto à proporção de acionistas eleitos pelos controladores, verificou-se que acaba elevando o desalinhamento entre remuneração e desempenho, pois constatou-se que apesar de reduzirem o montante de remuneração total pago abaixo do esperado, elevam os montantes pagos acima.

Ademais, o percentual de remuneração do conselho pago a partes relacionadas do controlador, sinalizou que de maneira geral, a prática de *tunneling* acaba por reduzir o desalinhamento entre remuneração e desempenho. No entanto, ao segregar a variação do desalinhamento, verificou-se que as partes relacionadas ao controlador tendem a buscar diminuir a remuneração total, podendo ser explicado pelo argumento de que controladores tendem a remunerar a alta gestão a níveis mais baixos, pois não veem a política de remuneração como relevante, sinalizando para o efeito de substituição da remuneração pelo monitoramento do controlador na mitigação dos conflitos de agência (FREITAS et al., 2020).

Desse modo, diante dos achados da pesquisa, contribui-se para o avanço dos conhecimentos existentes sobre o tema, fornecendo evidências de que os mecanismos de governança não estão sendo efetivos para melhorar o alinhamento entre a remuneração executiva e o desempenho organizacional e, que a concentração acionária pode vir a ser prejudicial tanto para a qualidade da governança, quanto para a estrutura e composição do conselho (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LOPÉZ-ITURRIAGA, 2020; LA-PORTA et al., 2000).

Igualmente, contribui com as discussões que buscam entender a dinâmica dos conflitos de agência presentes no mercado brasileiro, sinalizando tanto para potenciais problemas entre

principal-principal quanto entre principal-agente, a medida em que são somados custos de agência pelo conselho de administração e a remuneração executiva, sem a contrapartida esperada para os acionistas, de alinhamento de interesses. Além disso, o estudo demonstrou que o baixo nível de explicação do desempenho na remuneração é agravado por fatores ligados ao próprio conselho de administração. Nesse sentido os achados também servem como um alerta para que os conselheiros busquem estratégias capazes de mitigar tal problema, principalmente em relação a melhores convergências dos indicadores utilizados com os níveis de rentabilidade da companhia e dos investimentos dos acionistas.

Nessa linha, também contribui ao identificar riscos para as companhias, vinculados à dificuldade de consenso em definir os pacotes de remuneração. Assim, as companhias devem estar atentas à complexidade dos pacotes de remuneração para diferentes executivos e a possibilidade de os membros independentes terem dificuldades em melhorar a sensibilidade da remuneração ao desempenho. Do mesmo modo, também devem se atentar a estrutura de propriedade, uma vez que o controlador, ao exercer influência sobre o nível de remuneração executiva, pode utilizar o CA tanto para expropriar minoritários ao extrair benefícios privados de controle, quanto para substituí-lo na função de monitoramento da gestão (FREITAS et al., 2020), enfraquecendo suas atribuições e agravando tanto os conflitos entre principal-principal, quanto entre agente-principal.

Por fim, contribui para com os gestores, conselheiros e demais partes interessadas, ao identificar ganhos e falhas na atuação das organizações, colaborando para as decisões de melhoria da estrutura e dos processos de governança corporativa.

## 5.2 LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES

Neste trabalho, a amostra foi composta por empresas não financeiras listadas na B3, o que impede a generalização dos resultados para todas as empresas listadas. Assim como recomendação para o desenvolvimento de estudos futuros, sugere-se a análise de empresas financeiras, assim como análise por setor.

Além disso, o estudo limitou a análise apenas a remuneração executiva total e variável de curto prazo (bônus e participação nos lucros). Nesse sentido, novas pesquisas podem avançar ao investigar outras formas de remuneração, como por exemplo, a remuneração por ações, a remuneração do CEO ou remuneração média e ainda, diante do baixo nível de explicação dos

modelos, sugere-se identificar e aplicar outras variáveis de desempenho que expliquem a remuneração executiva.

Também recomenda-se incluir outros fatores sobre a composição do CA, além dos utilizados no estudo, especialmente ligados à sua independência e discutir outras formas de avaliar o poder dos executivos na determinação de seus pacotes de remuneração, como por exemplo, a proporção de executivos em relação aos membros independentes ou membros eleitos pelo controlador.

Ainda, o método da pesquisa também apresenta limitações, tendo em vista os potenciais problemas de endogeneidade relacionados à remuneração e desempenho. Nesse sentido, para estudos futuros sugere-se a utilização não só de MQO (modelo mais robusto) mas também de métodos estatísticos adicionais para os testes, como por exemplo, o método dos momentos generalizados (GMM).

Por fim, recomenda-se analisar diferentes formas de concentração acionária ou poder dos acionistas, assim como, utilizar as variáveis propostas neste estudo, uma vez que não apresentaram resultados completamente conclusivos, oportunizando novas investigações.

## REFERÊNCIAS

- ABASCAL, R.; GONZÁLEZ, F. Shareholder protection and bank executive compensation after the global financial crisis. **Journal of Financial Stability**, v. 40, p. 15-37, 2019.
- AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C. Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, n. 4, p. 545-568, jul./ago. 2017.
- AGUILERA, R.V. *et al.* Connecting the dots: bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. **Academy of Management Annals**, v. 9, n. 1, p. 483–573, 2015.
- AKRAM, F.; ABRAR UL HAQ, M; UMRANI, W. A. Assessing the effect of managerial power on firm performance through the perceptual lens of executive remuneration. **Journal of Social Sciences & Humanities**, v. 27, n. 1, p. 293-309, 2019.
- ALMEIDA, R. S. de; KLOTZLE, M. C.; PINTO, A. C. F. Composição do conselho de administração no setor de energia elétrica do Brasil. **Revista de Administração da UNIMEP**, v. 11, n. 1, p. 156–180, jan./abr. 2013.
- ALVES, M. B.; LEAL, R. P. Board characteristics and compensation in Brazilian listed companies. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 13, n. 4, p. 309–328, 2016.
- AMARAL-BAPTISTA, M. A.; KLOTZE, M. C.; MELO, M. A. C. de. Ceo duality and firm performance in Brazil: evidence from 2008. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, v. 5, n. 1, p. 24-37, jan./abr. 2011.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- ANDRADE, L. P. de *et al.* Governança Corporativa: Uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4, p. 4-31, jul./ago. 2009.
- ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de controle gerencial**. São Paulo: Atlas, 2002.
- ATKINSON, A. A.; BANKER, R. D.; KAPLAN, R. S.; YOUNG, M. (2008). **Contabilidade gerencial**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- ARAÚJO, J. A. O. *et al.* Remuneração de executivos e desempenho das companhias abertas brasileiras: uma visão empírica após a publicação da Instrução Normativa CVM 480. **Revista Brasileira de Contabilidade**, v. 209, p. 69-83, 2014.

ARAÚJO J. A. O. de; RIBEIRO, M. S. Trinta anos de pesquisa em remuneração executiva e retorno para o acionista. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 11, p. 21-40, 2017.

ATAAY, A. Performance sensitivity of executive pay: the role of ownership structure, board leadership structure and board characteristics. **Economic Research-Ekonomska Istraživanja**, v. 31, n. 1, 2018.

BARKEMA, H. G.; & GOMEZ-MEJIA, L. R. Managerial compensation and firm performance: a general research framework. **Academy of Management Journal**, v. 41, n. 2, p. 135-145, 1998.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive compensation as an agency problem. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, p. 71–92, 2005.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. **Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation**. Cambridge, USA: Harvard University Press, 2004.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive Compensation as an Agency Problem. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, p. 71–92, 2003.

BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The state of corporate governance research. **Review of Financial Studies**, v. 23, n.3, p. 939–961, Mar. 2010.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M.; WALKER, D. I. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. **National bureau of economic research**, 2002.

BERK, J.; DEMARZO, P. **Finanças empresariais**. Porto Alegre: Bookman, 2010.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York, USA: Transaction Publishers, 1932.

BERTUCCI, J. L. de O.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração**, v. 41, n.2, p. 183-196, 2006.

BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z. da.; MAZZIONI, S. Remuneração dos Executivos Versus Desempenho das Empresas. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 13, n. 2, p. 8-25, abr./jun. 2014.

BIANCHI, M.; NASCIMENTO, A. M. A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente. *In*: CONGRESSO INTERNACIONAL DE CUSTOS, 9., Itapema, 2005. **Anais[...]** Itapema, 2005.

BRANCO, L.; BALASSIANO, M. Principal versus principal conflicts in the Brazilian context. **Investment Management and Financial Innovations**, v. 10, n. 4, 2013.



BRANDÃO, I. F. *et al.* Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 30, n. 79, p. 28-41, jan. 2019.

BRUCE, A.; SKOVORODA, R. Bankers' bonuses and the financial crisis: Context, evidence and the rhetoric-policy gap. **Business History**, v. 55, n. 2, p. 139-160, 2013.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 65-87, 2003.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CAMARGOS, M. A. de; HELAL, D. H.; BOAS, A. P. Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. *In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO*, Foz do Iguaçu, 2007. **Anais[...]** Foz do Iguaçu, PR, 2007.

CAMPBELL, K.; JOHNSTON D; SEFCIK S. E.; SODERSTROM N. S. Executive compensation and non-financial risk: an empirical examination. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 26, n. 4, p. 436-462, 2007.

CAO, J.; PAN, X.; TIAN, G. Disproportional ownership structure and pay-performance relationship: evidence from China's listed firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 3, p. 541-554, 2011.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

CHEN, S. *et al.* Controlling shareholders' incentives and executive pay-for-performance sensitivity: Evidence from the split share structure reform in China. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 34, p. 147-160, 2015.

CHENG, S. Board size and the variability of corporate performance. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 1, p. 157-176, 2008.

CHEUNG, Y. L.; STOURAITIS, A; WONG, A. W. S. Ownership concentration and executive compensation in closely held firms: Evidence from Hong Kong. **Journal of Empirical Finance**, v. 12, p. 511-532, 2005.

CHHAOCHHARIA, V.; GRINSTEIN, Y. CEO compensation and board structure. **The Journal of Finance**, v. 64, n.1, p. 231-261, 2009.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging Markets Review**, 15(2), 1-33, 2013.

CONYON, M. J.; HE, L. Executive compensation and corporate governance in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 4, p. 1158–1175, 2011.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, F. D. Corporate governance, chief executive compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 3, p. 371–406, 1999.

CORREIA L. F.; AMARAL H. G.; LOUVET P. Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 1, p. 2-37, 2014.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45–63, 2011.

COSTA, Y. C. L.; MARTINS, O. S. CEO duality and corporate performance: evidence in the Brazilian capital market. **Revista de Administração da UFSM**, v. 12, n. 3, p. 403–417, 2019.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F.; LOPÉZ-ITURRIAGA, F. J. Large shareholder's power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. **Research in International Business and Finance**, v. 51, p. 1-15, 2020.

CROCI, E.; GONENC, H.; OZKAN, N. CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 12, p. 3318-3335, 2012.

DAILY, C. M.; DALTON, D. R.; CANNELLA, A. A. Corporate governance: Decades of dialogue and data. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 371–382, 2003.

DANI, A. C. *et al.* Características do conselho de administração e o desempenho empresarial das empresas listadas no novo mercado. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 29–47, 2017.

DEGENHART, L. *et al.* Mecanismos de Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro e de mercado de empresas brasileiras listadas no nível 1, nível 2 e novo mercado. **Organização em Contexto**, v. 17, n. 33, p. 137-177, jan./jun. 2021.

DEGENHART, L.; MARTINS, D. L. C. C.; HEIN, N. Desempenho Econômico-Financeiro e Remuneração dos Diretores Executivos das Empresas Brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 36 n. 3, p. 118-135, 2017.

DIEHL, A. A. **Pesquisa em ciências sociais aplicadas: métodos e técnicas**. São Paulo: Prentice Hall, 2004.

DUTRA, M. G. R.; SAITO, L. Conselhos de administração: Análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n.2, p. 9-27, 2002.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private benefits of control: An international comparison. **The Journal of Finance**, v. 59 n. 2, p. 537-600, 2004.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

ERNEL, M. D. A.; MEDEIROS, V. Plano de Remuneração baseado em Ações: uma análise dos determinantes de sua utilização. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 31, n. 82, p. 84-98, 2020.

ERNEL, M. D. A.; MONTE, P. A do. Controle Acionário, Remuneração de Executivos e Desempenho Empresarial: Evidências para o Mercado Brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 16, n.3, p. 455-491, 2018.

ESSEN, M., OTTEN, J.; CARBERRY, E. J. Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. **Journal of Management**, v. 41, n. 1, p. 164-202, 2015.

FERREIRA, R. M. *et al.* Governança Corporativa: Um estudo bibliométrico da produção científica entre 2010 a 2016. **Revista Organizações em Contexto**, v. 15, n. 29, p. 323-342, 2019.

FIRTH, M.; FUNG, P. M. Y.; RUI, O. M. How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. **Journal of Business Research**, v. 60, n. 7, p. 776-785, 2007.

FRAILE, I. A.; FRADEJAS, N. A. Ownership structure and board composition in a high ownership concentration context. **European Management Journal**, v. 32, n.4, p. 646-657, 2013.

FREITAS, M. R. O. *et al.* Concentração Acionária Conselho de Administração e Remuneração de Executivos. **Revista de Administração de Empresas**, v. 60, n. 5, p. 322-335, 2020.

FRYDMAN, C.; JENTER, D. CEO compensation. **Annual Review of Financial Economics**, v. 2, p. 75-102, 2010.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

GONDRIGE, E. O.; CLEMENTE, A.; ESPEJO, M. M. S. B. Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 9, n. 3, p. 72–95, 2012.

GRANZOTTO, A.; SOUZA, I. B. Compensar ou monitorar os executivos? **RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 18, n. 3, p. 393-418, set./dez. 2019.

GUJARATI, D. N.; PORTER D. C. **Basic Econometrics**. 5. ed. New York, NY: The McGraw-Hill Companies, Inc, 2011.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK W. C. **Análise Multivariada de Dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman. 2005.

HARTZELL, J. C.; STARKS, L. T. Institutional investors and executive compensation. **Journal of Finance**, v. 58, n. 6, p. 2351-2374, 2003.

HAYE, E. Corporate control effects and managerial remuneration in commercial banking. **Journal of Economics and Business**, v. 49, p. 239-252, 1997.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. **Administração estratégica** 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código de melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

IGLESIAS, T. M. G. *et al.* Reflexos da Governança Corporativa sobre a *pay-performance sensitivity*: Uma nova perspectiva. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 23, n. 1, p. 1-27, 2022.

IHLENFELDT, E. L.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. Qualidade do Conselho de Administração na Internacionalização de Companhias Brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v.15, n. 4, p. 87-108, 2019.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, Michael C. **Foundations of organizational strategy**. Cambridge: Harvard University Press, 1998.

JIANG, H.; HABIB, A.; SMALLMAN, C. The effect of ownership concentration on CEO compensation-firm performance relationship in New Zealand. **Pacific Accounting Review**, v. 21, n. 2, p. 104-131, 2009.

JOHNSON, J. L.; DAILY, C. M.; ELLSTRAND, A. E. Boards of directors: A review and research agenda. **Journal of Management**, v. 22, n. 3, p. 409–438, 1996.

JOHNSON, S. *et al.* Tunneling. **The American Economic Review**, v. 90, n. 2, p. 22-27, 2000.

KAVESKI, I. D. S. *et al.* Fatores determinantes da remuneração baseada em ações de empresas brasileiras. **Revista de Administração da UNIMEP**, v. 13, n. 2, p. 100-116, 2015.

KRIVOGORSKY, V. Ownership, board structure, and performance in continental Europe. **The International Journal of Accounting**, v. 41 n. 2, p. 176–197, 2006.

LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Financial**, v. 58, p. 3–27, 2000.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, 1999.

LEAL, R. *et al.* Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **RAC - Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, p. 7-18, jan./abr. 2002.

LEITE, M.; HEIN, N. Relação entre Remuneração dos Executivos e o Desempenho Econômico e Financeiro em Empresas Brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 9, n.1, p. 17-36, 2019.

LIMA Jr, C. M. *et al.* Governança Corporativa como Estratégia de Combate às Fraudes: Estudo de Múltiplos Casos em Empresas do Brasil e EUA. *In: Anais do Congresso UnB de Contabilidade e Governança. Brasil. Anais[...]* Brasília, DF, 2017.

LINCK, J.; NETTER, J.; YANG, T. The determinants of board structure. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2, p. 308–328, 2008.

LUO, Y. CEO power, ownership structure and pay performance in Chinese banking. **Journal of Economics and Business**, v. 82, p. 3-16, 2015.

MARQUEZAN, L. H. F.; VELHO, M. L. P.; ZONATTO, V. C. da S. Análise das relações entre independência do conselho de administração e o desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional. *In: Anais do International Conference in Management and Accounting - Congresso de Gestão e Controladoria da Unochapecó - Congresso FURB de Ciências Contábeis - Congresso de Iniciação Científica. Anais[...]* Chapecó, SC, 2021.

MASCENA, K. M. C. *et al.* Influência da estrutura do Conselho de Administração e da concentração acionária na divulgação de relatórios GRI. **Revista Brasileira de Gestão e Negócios**, v. 22, n. 3, p. 608-627, 2020.

MÉNDEZ, C. F.; GARCÍA, R. A.; RODRÍGUEZ, E. F. Corporate governance and executive pay in the Spanish market. **The Spanish Review of Financial Economics**, v. 9, n. 2, p. 55–68, 2011.

MORCK, R.; WOLFEZON, D.; YEUNG, B. Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. **Journal of Economic Literature**, v. 43, n. 3, p. 655-720, 2005.

MORCK, R.; YEUNG, B. Agency Problems in Large Family Groups. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, v. 27, n. 4, p. 367-382, 2003.

MOURA, G. D. *et al.* Influence of board independence on earnings management. **Journal of Accounting, Management and Governance**, v. 20, n. 3, p. 370–391, 2017.

MURPHY, K. Executive Compensation. **Handbook of Labor Economics**, v. 3, p. 2485–63, 1999.

PARENTE, T. C.; MACHADO FILHO, C. A. P. Conselhos de administração no Brasil: Revisão da literatura e agenda de pesquisa. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 21, n. 6, 2020.

PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor das empresas brasileiras: onde estamos? **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 18, p. 48-59, 2013.

PINHEIRO, L. E. T. *et al.* Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 16, n. 41, p. 3-22, dez. 2019.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. **The American Economic Review**. v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**, 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SANTOS, R. C. *et al.* Board of directors: The perspective of independents in the performance of private organizations? Evidences in Brazil. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 19, n. 4, p. 1–27, 2018.

SANTOS, T. R. dos; SILVA, J. O. da. Desempenho econômico e financeiro e remuneração de executivos em empresas brasileiras familiares e não familiares dos segmentos cíclico e não cíclico. **Revista Universo Contábil**, v. 15, n. 4, p. 7-30, out./dez. 2019.

SARHAN, A. A.; NTIM, C. G.; AL-NAJAIR, B. Board diversity, corporate governance, corporate performance, and executive pay. **International Journal of Finance & Economics**, v. 24, n. 2, p. 761-786, 2019.

SCHIEHL, E.; SANTOS, I. O. Ownership structure and composition of boards of directors: Evidence on Brazilian publicly traded companies. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 373-384, 2004.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management entrenchment: The case of manager-specific investments. **Journal of financial economics**, v. 25, n. 1, p. 123-139, 1989.

SILVA, R. B. *et al.* Remuneração dos Executivos e Indicadores de Desempenho em Empresas participantes do Ibovespa. **Race - Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 17, n. 3, p. 867-888, 2018.

SILVA, A. L. C. da; YI, A. C. Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n.4, p. 481-502, dez. 2013.

SILVEIRA, A. D. M. DA. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Atributos Corporativos e Concentração Acionária no Brasil. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 51-66, abr./jun. 2008.

SILVEIRA, J. P. **10 passos para se elaborar um projeto de pesquisa de campo**. Olinda: Livro rápido, 2010.

SORA, S. A.; NATALE, S. M. The ethical dilemma of merging the roles of CEO and chairman of the board. **Corporate Governance**, v. 4, n. 2, p. 64-68, 2004.

SOUZA, P. V. S. de.; CARDOSO, R. L.; VIEIRA, S. S. C. Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 23, p. 4-28, 2017.

TAYLOR, S. L. Executive share options: An economic framework. **Australian Accounting Review**, v. 4, n. 2, p. 13-21, 1994.

THEISS, V.; BEUREN, I. M. Estrutura de Propriedade e Remuneração de Executivos. **Revista de Administração UFSM**, v. 10, n. 3, p. 533-550, 2017.

TIROLE, J. **The theory of corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 2006.

VAN EES, H.; GABRIELSSON, J.; HUSE, M. Toward a behavioral theory of boards and corporate governance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 3, p. 307-319, 2009.

VIEIRA, C. A. M; SILVA, O. M. Influência da estrutura do conselho de administração e do controle corporativo no turnover do CEO das empresas abertas no Brasil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 15, n. 34, p. 181-201, 2018.

WANG, K.; XIAO, X. Controlling shareholders' tunneling and executive compensation: Evidence from China. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 30, n. 1, p. 89-100, 2011.

WEISBACH, M. S. Outside directors and CEO turnover. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 431-460, 1988.

WOOD JR., T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração e Carreira por Habilidades e por Competências**. São Paulo: Atlas, 2004.

YOUNG, M. N. *et al.* Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.

ZORN, M. L. et al. Home alone: The effects of lone-insider boards on CEO pay, financial misconduct, and firm performance. **Strategic Management Journal**, v. 38, n. 13, p. 2623-2646, 2017.