

SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO AO DESEMPENHO: EFEITO DA INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO EM COMPANHIAS ABERTAS DE CONTROLE DEFINIDO

ANDRESSA GERMANN AVILA¹
ANA FRANCYELE PARENTE BORGES²
EDUARDO COELHO³
FERNANDA KREUZBERG⁴
FERNANDA GOMES VICTOR⁵

RESUMO

O artigo propõe uma análise dos impactos da independência do conselho de administração sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho em companhias abertas de propriedade concentrada, considerando a influência da *Pay-Performance Sensitivity* (PPS) e os mecanismos internos de governança corporativa. A introdução da Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) gerou resistência à divulgação da remuneração executiva no Brasil. A pesquisa busca inovar ao avaliar como os mecanismos de governança corporativa impactam a relação entre remuneração e desempenho em empresas de propriedade concentrada. A literatura atual revela divergências quanto aos efeitos desses mecanismos, destacando a necessidade de uma abordagem mais abrangente. O estudo visa preencher essa lacuna, explorando a eficácia das práticas de governança e sua relação com a PPS no contexto brasileiro. A análise estatística dos dados sobre remuneração executiva e governança corporativa revela *insights* importantes. A pesquisa, abrangendo 192 empresas no período de 2010 a 2022, destaca a diversidade do cenário empresarial brasileiro. A correlação positiva entre remuneração fixa, variável e em ações sugere que salários mais altos estão associados a maiores incentivos. A análise de regressão evidencia a influência do ROE, ROA, VPA e governança corporativa na remuneração variável. A independência do conselho de administração emerge como fator crucial na mitigação de conflitos de agência. A relação entre remuneração e desempenho é sensível, indicando alinhamento de interesses, indicando que práticas sólidas de governança são cruciais para maximizar o valor das empresas.

Palavras-Chave: Governança Corporativa; Remuneração Executiva; Independência do Conselho; Sensibilidade ao Desempenho.

ABSTRACT

The article proposes an analysis of the impacts of the independence of the board of directors on the sensitivity of remuneration to performance in public companies with concentrated ownership, considering the influence of *Pay-Performance Sensitivity* (PPS) and internal corporate governance mechanisms. The introduction of the

¹ Graduada em Ciências Contábeis. Mestranda em controladoria e contabilidade pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). E-mail: andressagermann1@gmail.com

² Graduada em Ciências Contábeis. Mestranda em controladoria e contabilidade pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). E-mail: anamiracema.educadorato@gmail.com

³ Graduado em Ciências Contábeis. Mestrando em controladoria e contabilidade pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). E-mail: eduardo@rokembach.com.br

⁴ Professora da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Doutora em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). E-mail: fernandakreuzberg@gmail.com

⁵ Professora da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Doutora em Administração, na área de concentração Contabilidade e Finanças, pela Escola de Administração da (UFRGS). E-mail: fernanda.g.victor@gmail.com

Normative Instruction of the Securities and Exchange Commission (CVM) generated resistance to the disclosure of executive remuneration in Brazil. The research seeks to innovate by evaluating how corporate governance mechanisms impact the relationship between compensation and performance in companies with concentrated ownership. Current literature reveals divergences regarding the effects of these mechanisms, highlighting the need for a more comprehensive approach. The study aims to fill this gap, exploring the effectiveness of governance practices and their relationship with PPS in the Brazilian context. Statistical analysis of data on executive compensation and corporate governance reveals important insights. The research, covering 192 companies from 2010 to 2022, highlights the diversity of the Brazilian business scenario. The positive correlation between fixed, variable and equity compensation suggests that higher salaries are associated with greater incentives. The regression analysis highlights the influence of ROE, ROA, VPA and corporate governance on variable remuneration. The independence of the board of directors emerges as a crucial factor in mitigating agency conflicts. The relationship between compensation and performance is sensitive, indicating alignment of interests, indicating that solid governance practices are crucial to maximizing company value.

Keyword: Corporate Governance; Executive Compensation; Independence of the Council; Performance Sensitivity.

1. INTRODUÇÃO

A análise dos principais impactos do efeito da independência do conselho de administração sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho em companhias abertas de propriedade concentrada, revela a finalidade precípua de identificar os impactos dos efeitos da independência do conselho administrativo e a influência da relação ao *Pay-Performance Sensitivity* (PPS) sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho de companhias, considerando-se os mecanismos internos de governança corporativa. A introdução da Instrução Normativa (IN) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2009), foi fator determinante para que agentes executivos brasileiros apresentassem resistência à divulgação da remuneração executiva. Nesse cenário, Guthrie, Kwon e Sokolowsky (2017) sugerem que a sensibilidade da remuneração executiva do *Pay-Performance Sensitivity* (PPS) pode ser o reflexo de um conflito de agência, e que os incentivos dos executivos são um mecanismo de governança.

Nesse sentido, estudos da literatura atual sugerem que os mecanismos de governança corporativa podem agir como instrumentos efetivos para aumentar a sensibilidade da remuneração dos gestores em relação à performance da firma (SILVA; CHIEN, 2013; ERMEL; DO MONTE, 2018; BRANDÃO, VASCONCELOS, LUCA; CRISÓSTOMO, 2019). Pelo exposto, uma corrente teórica vem investigando, de forma isolada, como os mecanismos de governança corporativa, relacionados ao conselho de administração e à estrutura de propriedade, podem influenciar a PPS nas empresas (REDDY *et al.*, 2015; ABRAHAM; SINGH, 2016; ATAAY, 2018; AMZALEG, AZAR, BEN-ZION; ROSENFELD, 2014). Dessa forma, a proposta do artigo pretende inovar com originalidade ao propor uma pesquisa direcionada para avaliar o impacto dos mecanismos de governança corporativa diante da sensibilidade da remuneração ao desempenho em companhias abertas de propriedade concentrada (MILIAUSKAS, 2013). O tema de pesquisa fundamenta-se em estudos que abordam a sensibilidade da remuneração ao desempenho da firma (SHEIKH; SHAH; AKBAR, 2017).

Atualmente no Brasil, os estudos sobre os impactos da governança corporativa sobre a PPS são realizados de forma isolada em detrimento de outros mecanismos que podem implicar na compreensão das relações de agência e na relação da governança corporativa no mercado de capitais brasileiro (REDDY; ABIDIN; YOU, 2015). Logo, a lacuna do tema aborda também eficácia das práticas de governança diante da análise das teorias que são contraditórias, posto que alguns estudos apontam para associações positivas (BRANDÃO *et al.*, 2019; DEGENHART *et al.*, 2017), enquanto outros revelam a ausência de efeitos significativos (SILVA; CHIEN, 2013; ERMEL; DO MONTE, 2018; VELOSO, SANTOS, PIMENTA, CUNHA; CRUZ, 2019), considerando-se a interrelação dessas práticas com a eficácia conjunta na mitigação dos problemas de agência. Nesse contexto, a remuneração executiva é considerada um mecanismo interno que pode ser utilizado para atenuar conflitos, além de alinhar interesses de administradores e proprietários para tornar a remuneração dos executivos sensível ao desempenho da empresa (AGUIAR; PIMENTEL, 2017). Sendo que, Sun (2009) sugere que a PPS diminui em resposta a políticas de governança corporativa.

Dessa forma, o valor de mercado pode variar, pois conforme o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF), as barreiras e resistência em divulgar as informações relativas às remunerações dos órgãos de administração, contribui para a utilização de alternativas que dispensam a divulgação dessas informações (CREMERS; FERRELL, 2014). Nesse cenário, as organizações estão criando comitês responsáveis por determinar o nível de compensação dos gestores, denominado de comitês de remuneração, com destaque para a sua composição (CONYON, 2014; STROBL; RAMA; MISHRA, 2016) e sua relação com o desempenho (CATUOGNO *et al.*, 2016; CONYON, 2014; KANAPATHIPPILLAI *et al.*, 2019). Por sua vez, Victor (2013) buscou identificar os impactos da divulgação obrigatória dos valores de remuneração referentes à PPS. Como resultados, encontrou PPS positiva, significando que a remuneração é sensível ao desempenho. Diante desse cenário, o endividamento se relaciona negativamente com o valor de mercado (HERMALIN; WEISBACH, 2003). No entanto, o debate sobre a legislação no contexto brasileiro destaca-se pela discricionariedade contábil, diante da resistência, preterida por inconformidades constatadas na divulgação de informações e relatórios ao mercado (BEBCHUK; WEISBACH, 2010). Consequentemente, esse fator aponta para a falta de confiabilidade na divulgação de informações referente à remuneração executiva (CUNHA, 2014).

Guthrie, Kwon e Sokolowsky (2017), sugerem que a sensibilidade da remuneração executiva, medida pelo *Pay-Performance Sensitivity* (PPS), pode refletir um conflito de agência, e que os incentivos dos executivos atuam como um mecanismo de governança. Por outro lado, Silva e Chien (2013), discorrem que os mecanismos de governança corporativa podem ser efetivos para aumentar a sensibilidade da remuneração dos gestores em relação ao desempenho da empresa. Já Ermel e Do Monte (2018), investigaram a relação entre a estrutura de propriedade, o conselho de administração e a sensibilidade da remuneração ao desempenho em empresas brasileiras. Seus resultados indicaram que a independência do conselho de administração influencia positivamente a sensibilidade da remuneração ao desempenho, enquanto Brandão, Vasconcelos, Luca e Crisóstomo (2019), abordaram a relação entre a governança corporativa e a sensibilidade da remuneração ao desempenho em empresas brasileiras de capital aberto. Eles encontraram evidências

de que as práticas de governança corporativa têm um impacto positivo na sensibilidade da remuneração ao desempenho.

De forma complementar, Reddy, Abidin e You (2015) destacam os efeitos da governança corporativa, incluindo a independência do conselho de administração, na relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas. Suas descobertas sugerem que a governança corporativa tem um papel importante na determinação da sensibilidade da remuneração ao desempenho. De acordo com Victor (2013), constata-se que a necessidade de maior transparência para os usuários pode afetar positivamente a PPS. Posto esse fato, verifica-se que a desconformidade com a IN 480 é fator determinante para a qualidade da governança corporativa e da concentração de propriedade, impactando diretamente a rentabilidade, além de influenciar na atuação da participação acionária e no gerenciamento dos resultados contábeis (BLANES; FUENTES; PORCUNA, 2020). Nesse contexto, Sun (2014) diagnosticou que existe uma associação positiva entre a manipulação de resultados contábeis e os incentivos de pagamentos dos executivos, sendo necessário incentivos extras devido à possibilidade de manipulação. As principais evidências sobre os fatores de independência do CA sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho em companhias revelam a crescente relevância do tema, bem como a necessidade de pesquisas mais profundas sobre o temática associando a PPS - *Pay-Performance Sensitivity* (JAISWALL; BHATTACHARYYA, 2016).

Portanto, a divulgação obrigatória dessas informações contempla a oportunidade de avaliar a governança corporativa diante da transparência, considerando-se o desempenho do mercado de capitais (ESSEN, OTTEN, CARBERRY, 2012). Ainda, conforme destaca Da Silveira e Saito (2008), além das boas práticas de governança corporativa, poucas companhias efetivamente compreendem a prática das recomendações com a divulgação do nível de adequação às práticas de governança corporativa (JENSEN; MECKLING, 1976). Logo, nesse sentido, a originalidade do artigo revela-se pela necessidade de investigar a sensibilidade da remuneração ao desempenho de companhias por meio de mudanças regulamentares com reconhecimento nos relatórios contábeis (BARONTINI; BOZZI, 2010). Na prática, não há pesquisas que analisam o impacto dos efeito da independência do conselho administrativo sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho em companhias abertas de propriedade concentrada associando com a *Pay-Performance Sensitivity* (PPS) e que aumentem a transparência diante da IN 480 (KABIR; VELD-MERKOULOVA, 2013).

Neste capítulo serão abordados os principais conceitos sobre os fatores de independência do conselho administrativo, a análise do conselho administrativo sobre a independência da remuneração executiva, os critérios de independência do conselho administrativo diante da administração independente do controlador e os fatores de independência do conselho administrativo e o desempenho em companhias positivas ao *Pay-performance sensitivity* (PPS).

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Medidas usuais de independência do CA segundo a literatura

A legislação brasileira prevê, conforme lei 6.404/76, artigo 138 § 2º que todas as companhias abertas e as de capital autorizados deverão ter, obrigatoriamente, conselho de administração, conforme o disposto no artigo 142 estão citadas as suas competências. O conselho administrativo tem como uma das suas características a independência dos conselheiros. Com base no código das melhores práticas de governança corporativa, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1999, evidencia-se que todos os conselheiros, uma vez eleitos, têm responsabilidade para com a organização, independentemente do sócio, grupo acionário, administrador ou parte interessada que o tenha indicado para o cargo. Nesse sentido, a tabela 1 a seguir destaca as medidas usuais de independência do conselho de administração, de acordo com a literatura:

Tabela 1 – Definição das métricas e medidas usuais no CA.

Métrica	Descrição	Referência
Percentual de Conselheiros Independentes	Indica o percentual mínimo de conselheiros independentes em relação ao total do conselho.	Bhagat & Black (1999); Jensen & Meckling (1976).
Índice de Hirschman-Herfindahl (HHI)	Reflete a concentração de poder no conselho, medindo a participação dos conselheiros independentes na tomada de decisões.	Jensen & Meckling (1976); Shleifer & Vishny (1997).
Índice de HHI Reverso	Avalia a dispersão de poder no conselho, considerando a distribuição equitativa da influência entre os membros independentes.	Hermalin & Weisbach (1988); Jensen & Meckling (1976).
Experiência Relevante	Analisa a experiência específica e pertinente dos membros independentes em relação às necessidades e desafios da organização.	Hermalin & Weisbach (1988); Shleifer & Vishny (1997).

Fonte: elaborado pela autora (2024).

Segundo Bhagat e Black (1999), para ser independente, o conselho deverá possuir, pelo menos, cinquenta por cento (50%) de conselheiros independentes. Entre algumas das práticas de governança corporativa no Brasil, está a presença obrigatória de pelo menos 20% de conselheiros independentes na composição do conselho de administração das empresas de capital aberto listadas no Nível II e Novo Mercado na bolsa de valores brasileira (B3). As medidas usuais de independência do conselho de administração, de acordo com a literatura sobre governança corporativa, incluem o percentual de membros independentes, o Índice de Hirschman-Herfindahl (HHI), o Índice de HHI reverso e a experiência relevante dos membros independentes. Essas medidas buscam avaliar a independência do conselho em relação a possíveis conflitos de interesse e concentração de poder. Autores como Jensen e Meckling, Hermalin e Weisbach, Shleifer e Vishny, discutem a relação entre a composição do conselho e a eficácia da governança corporativa. Em relação a independência, segundo a CVM (2002), a independência caracteriza-se pelo descomprometimento dos conselheiros com a administração da empresa, ou seja, é aconselhável que os membros não tenham nenhum vínculo direto com a empresa, que não defendam nenhuma parte específica, sendo assim, que eles sejam membros externos. Nesse contexto, a tabela 2 destaca práticas recomendadas para fortalecer a independência do Conselho de Administração.

Tabela 2 – Práticas de independência do conselho de administração.

Prática	Descrição	Referência
Reuniões Executivas Independentes	Estabelecimento de reuniões privadas entre conselheiros independentes para discutir questões cruciais sem a presença da administração.	Bebchuk & Fried (2004); Monks & Minow (2004).
Avaliação Periódica da Independência	Realização de avaliações regulares para garantir que os conselheiros independentes mantenham sua autonomia e ausência de conflitos.	Bebchuk & Fried (2004); Cadbury Report (1992).
Comitês Específicos	Criação de comitês dedicados, liderados por membros independentes, para abordar áreas específicas, como auditoria e remuneração.	Cadbury Report (1992); Fama & Jensen (1983).
Limite de Mandatos	Estabelecimento de limites temporais para os conselheiros independentes a fim de evitar acomodação excessiva e manter a renovação.	Cadbury Report (1992); OECD Principles (2015).
Treinamento e Atualização Constantes	Promoção de programas de treinamento contínuo para conselheiros independentes, garantindo a compreensão das mudanças regulatórias.	Monks & Minow (2004); Tricker (2015).

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

No mercado de capitais o controlador detém meios para monitorar a atuação dos administradores, enquanto os conselheiros independentes exercem o papel de intermediários na relação entre o controlador e os acionistas minoritários. A função dos conselheiros independentes está atrelada a mitigação do risco de que o órgão sirva aos interesses pessoais do controlador em detrimento dos interesses da companhia. De acordo com o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) o significado de conselho independente é aquele que atua sem conflitos de interesses e/ou relações passadas com a organização. O mercado de capitais é influenciado por diversos fatores que podem afetar o desempenho operacional da companhia, por essa razão este trabalho irá demonstrar os fatores determinantes da independência do Conselho Administrativo e evidenciar o seu efeito sobre a remuneração.

2.2 A relação entre independência do CA e estrutura de propriedade da empresa.

A remuneração dos principais executivos (diretoria estatutária) mostra um forte alinhamento de interesses entre a diretoria e os acionistas para as empresas. As companhias não remuneram seus executivos apenas com salários, mas em alguns casos há a distribuição entre variável, fixo e baseado em ações com a finalidade de manter a saúde da companhia a longo prazo. Os instrumentos de remuneração visam alcançar os objetivos organizacionais na perspectiva de atingir benefícios futuros com a longevidade da manutenção dos colaboradores (WOOD JUNIOR; PICARELLI FILHO, 1999). Dentre os tipos de remuneração supracitadas, destaca-se o pagamento baseado em ações. Conforme a Lei 6.404 de 1976, as ações conferem direito a recebimento de dividendos e podem conceder direito a voto nas assembleias gerais, portanto essa espécie de pagamento apresenta características distintas, como a diluição do capital e a garantia dos direitos de acionistas. Para Lipman e Hall (2008) a porcentagem de remuneração baseada em ações dentro do pacote de compensação não deve ser consideravelmente elevada devido ao potencial conflito de interesses

entre principal-agente, haja vista que gestores oportunistas podem concentrar esforços para a valorização discricionária do preço das ações.

A estrutura de propriedade refere-se à distribuição da propriedade acionária e ao controle da empresa por diferentes acionistas. A literatura clássica, representada por autores como Jensen e Meckling, argumenta que a presença de um acionista controlador pode comprometer a independência do conselho de administração, uma vez que o acionista controlador pode exercer influência sobre a nomeação e ações do conselho, limitando sua autonomia e capacidade de tomar decisões independentes. No entanto, autores mais recentes, como Shleifer e Vishny, têm adotado uma visão mais ampla e destacam que a relação entre independência do conselho e estrutura de propriedade é complexa e depende de vários fatores, como o grau de concentração da propriedade, o alinhamento de interesses entre o acionista controlador e os demais acionistas, e a presença de mecanismos de governança adicionais. Por outro lado, estudos empíricos têm demonstrado resultados mistos em relação a essa relação.

Tabela 3 - Relação entre independência do CA e estrutura de propriedade.

Fatores	Descrição	Referência
Presença de Acionista Controlador	A presença de um acionista controlador pode comprometer a independência do CA.	Jensen (1994); Jensen & Meckling (1976).
Influência sobre Nomeação do CA	Acionista controlador pode exercer influência sobre a nomeação e ações do CA, limitando sua autonomia e capacidade de decisão independente.	Jensen (1994); Shleifer & Vishny (1997).
Grau de Concentração da Propriedade	A relação entre independência do CA e estrutura de propriedade é complexa e depende do grau de concentração da propriedade acionária.	Jensen (1994); Shleifer & Vishny (1997).
Alinhamento de Interesses	O alinhamento de interesses entre acionista controlador e demais acionistas é crucial para determinar a eficácia da independência do CA.	Jensen (1994); Shleifer & Vishny (1997).
Mecanismos de Governança Adicionais	A presença de mecanismos de governança adicionais, como conselheiros independentes, pode influenciar a relação.	Jensen (1994); Shleifer & Vishny (1997).
Impacto na Remuneração Executiva	A estrutura de propriedade influencia a remuneração executiva, afetando a capacidade do CA de estabelecer planos de remuneração e evitar conflitos de interesses.	Jensen (1994); Wood Junior & Picarelli Filho (1999).

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

Nesse sentido, o papel do conselho administrativo em relação a remuneração é estabelecer os planos de remuneração aos executivos. A forma de remuneração variável pode ser considerada como eficiente e eficaz para atingir o intuito de estimular os gestores, visto que, concentrando seus esforços em atingir os objetivos da empresa, os mesmo também conseguiriam ganho pessoal. Apesar de ser uma ferramenta de incentivo considerada positiva, podendo ser associada facilmente ao desempenho, ainda assim apresenta riscos, como a medida inadequada para avaliar a performance do executivo (JENSEN, 1994), tendo além dessa, outros riscos que são associados ao oportunismo dos executivos. Analisando o contexto sobre a perspectiva da independência do CA, organizações nas quais os participantes têm mais oportunidades de obter benefícios privados e nas quais o diretor-presidente é mais influente sobre o conselho e atua controlando-o, tendem a ter conselhos mais independentes (LINCK *et al.*, 2008). Um dos objetivos da busca por conselhos

independentes é impedir que a diretoria influencie o CA. Em relação aos executivos, a capacidade de poder influências o conselho de administração pode levar à implementação de políticas de compensação que dissociem a remuneração dos executivos do resultado de suas ações.

2.3 Mensuração da sensibilidade da remuneração ao desempenho

O conselho de administração é um órgão central para a governança corporativa (IBGC, 2015). Compreende a atividade primária de monitoramento, com tendência a serem compostos majoritariamente por conselheiros independentes (GORDON, 2010). Os conselheiros independentes, por sua vez, ocupam um papel de destaque na tentativa de mitigar os conflitos de agência inevitavelmente presentes nas empresas (GELMAN, 2012). Destacam-se os principais estudos da literatura sobre o estudo a composição desse órgão, tais como Dutra e Saito (2002), Anderson e Reeb (2004), Brugni *et al.* (2013), Alves, Couto e Francisco (2015) e Brugni *et al.* (2018). Nesse sentido, a literatura demonstra que a composição do CA, é uma característica fundamental na determinação da estratégia ambiental por uma empresa (GALBREATH, 2017; GARCÍA-SÁNCHEZ; MARTÍNEZ-FERRERO, 2017; KHAN, 2010; KILIÇ *et al.*, 2015). Dessa forma, a principal característica da composição de um CA é a presença de membros independentes, com maior participação de conselheiros independentes para monitor a diretoria executiva de maneira mais eficaz (BHUIYAN *et al.*, 2021; DE VILLIERS *et al.*, 2021).

No entanto, embora não exista um consenso estabelecido na literatura acadêmica apontando um percentual específico de votos que garanta definir o controle de uma empresa, determina-se, em países com elevado grau de dispersão da propriedade acionária, que acionistas detentores de 20% do capital votante já podem ser efetivamente considerados controladores (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Por outro lado, dependendo da constituição estrutural de propriedade analisada, pode-se considerar que até 10% dos votos já é suficiente para garantir o controle da empresa ao sócio (CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000). Conforme trabalhos realizados no Brasil, como Leal, Silva e Valadares (2002), Carvalhal (2012), Bortolon (2013) e Aldrighi, Postali e Diaz (2018), tendem a considerar como corte para um acionista individual assumir o controle da empresa a posse de 50% do capital votante como fator determinante por implicar em mudança predominante nas assembleias, suscetível de variações na estrutura de propriedade, bem como dos dispositivos contratuais. Conforme os parâmetro utilizado por Gorga (2009) e Carvalhal (2012), consideram-se controlador, os acionistas individuais ou blocos de membros de acordo de acionistas que detenham mais de 50% do capital votante.

No trabalho elaborado por Carvalhal da Silva e Leal (2003), realizou-se uma análise de 225 companhias, com base em informações do ano 2000, contando-se que 90% tinham apenas um acionista com mais de 50% do capital votante. Por sua vez, nas demais empresas da amostra constatou-se que não havia acionista majoritário com mais de 50% dos votos. Diante dessas análises, os autores detectaram que o maior acionista detinha, em média, 37% do capital votante. Para tanto, anos depois, a literatura de Gorga (2009), realizou um trabalho analisando informações com base no ano de 2007, considerando 183 companhias do segmento tradicional e 92 companhias do Novo Mercado. Desse estudo, constatou-se que não houve mudança no padrão de propriedade concentrada com relação às empresas do mercado tradicional, apresentando em seus resultados aproximadamente 72,67% das

companhias tendo um acionista controlador com mais de 50% do capital votante e o maior acionista detendo, em média, 65,50% das ações com direito a voto.

Das 92 entidades consideradas, apenas 27, aproximadamente 30%, tinham um acionista com mais de 50% dos votos, apresentando-se em média 60,85% do capital votante. Por outro lado, nas 65 companhias, a média de votos do maior acionista era 26,23%, sendo que a média do capital votante do maior acionista para a amostra de empresas do Novo Mercado foi de 36,39%. Os protagonistas de maior relevância nos conflitos de agência presentes nas empresas se alteram conforme o tipo de estrutura de propriedade e controle na qual elas estão inseridas. Pelo exposto determinam-se dois fatores principais, quais sejam: a estrutura de propriedade e controle (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; CAIXE; KRAUTER, 2013; DE ANDRADE; BRESSAN; IQUIAPAZA, 2014) e o conselho de administração (DUTRA; SAITO, 2002; ANDRADE *et al*, 2009; GELMAN, 2012; BRUGNI *et al*, 2013; BRUGNI, 2018), enquanto assuntos amplamente pesquisados devido a sua reconhecida importância para a governança corporativa. A tabela 4 destaca os principais fatores relacionados à composição do Conselho de Administração e sua interação com a estrutura de propriedade das empresas.

Tabela 4 - Relação entre composição do conselho de administração e estrutura de propriedade

Fatores	Descrição	Referência
Presença de Conselheiros Independentes	Conselheiros independentes desempenham papel crucial na mitigação de conflitos de agência nas empresas.	Bhuiyan et al. (2021); De Villiers et al. (2021); Gelman (2012).
Percentual de Votos para Definir Controle	Em países com dispersão acionária, acionistas detentores de 20% do capital votante podem ser considerados controladores. Em contextos específicos, 10% podem ser suficientes.	Claessens et al. (2000); Gorga (2009); La Porta et al. (1999); Leal et al. (2002).
Impacto do Acionista Controlador	Empresas com acionista controlador podem comprometer a independência do conselho, influenciando diretamente a remuneração executiva e as decisões estratégicas.	Khanna (2000); Kilic et al. (2015).
Corte para Assumir Controle no Brasil	No contexto brasileiro, considera-se 50% do capital votante como determinante para um acionista assumir o controle da empresa.	Carvalho (2012); Gorga (2009); Leal et al. (2002).
Conflitos de Agência e Conselho de Administração	O conselho de administração, especialmente composto por membros independentes, atua como mecanismo de governança complementar, mitigando conflitos entre acionistas, gestores e executivos.	Okimura et al. (2007); Shleifer & Vishny (1997).

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

Nesse sentido, a pesquisa fundamenta-se pelas características de controle que se relacionam com as composições dos conselhos de administração, em especial quanto a presença de conselheiros independentes (JENSEN, 1994). Portanto, infere-se que membros independentes também beneficiam decisões estratégicas e de investimento mais focadas no longo prazo (WANG; DEWHIRST, 1992). Em consonância com a Lei nº 6.404/76, artigo 116 que explica sobre o acionista controlador no seu parágrafo único, expressa que o controlador deve usar o poder com a finalidade de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender (GALBREATH, 2017; GARCÍA-

SÁNCHEZ; MARTÍNEZ-FERRERO, 2017). Esse conceito é capaz de interligar apenas o controle interno da Sociedade, que é ligado diretamente ao voto no interesse dos acionistas, circunstância que não ocorre no controle externo, quando os controladores internos votam para defender o interesse dos controladores externos. A independência do conselho de administração em relação ao acionista controlador e à gestão pode funcionar como mecanismo de governança corporativa complementar à compensação dos executivos.

Em razão dos potenciais conflitos de agência entre acionista controlador e acionistas minoritários, e entre acionistas e gestores, os membros do conselho de administração integrantes da diretoria executiva ou indicados pelo acionista controlador teriam menos independência, o que pode comprometer a eficiência do monitoramento e, por consequência, reduzir a sensibilidade da remuneração da diretoria ao desempenho corporativo (KHAN, 2010; KILIÇ *et al.*, 2015). Segundo a legislação brasileira, os membros do conselho administrativo não devem ter relação com acionistas ou gestores, podendo mitigar tanto os conflitos entre acionistas e gestores como aqueles entre acionista controlador e acionistas minoritários (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Nesse cenário, verifica-se em que medida os conselhos de administração conseguem atuar de forma autônoma e imparcial (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005). Em vista do exposto, pontua-se que os principais conflitos de agência nesse cenário ocorrem devido a interesses opostos entre acionistas e executivos (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Posto que, em mercados caracterizados por propriedade acionária dispersa os acionistas são detentores de pequenas parcelas do capital e dos votos das companhias, possuindo menor capacidade de fiscalização dos diretores responsáveis pela administração do negócio quando comparados aos acionistas controladores existentes em mercados com alta concentração acionária (SHLEIFER; VISHNY, 1997). La Porta *et al.* (1999), revela que uma forte relação inversa entre nível de proteção legal aos investidores e o grau de concentração acionária em determinado mercado.

Ademais, destaca-se a as estruturas de propriedade de grandes empresas em 27 países diferentes, observando uma ampla concentração do controle em praticamente todos eles (WOOD JUNIOR; PICARELLI FILHO, 1999). Esse fato fundamenta-se pela necessidade de possuir participações amplas o suficiente que permitam ao proprietário exercer um melhor monitoramento dos gerentes da empresa, reduzindo os problemas resultantes dos conflitos de interesse entre principal e agente (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Logo, a presença de grandes acionistas favorece a ocorrência de expropriação dos minoritários por parte do controlador (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007), além de apresentar maior capacidade de monitoramento das ações da administração, com a tendência de amenizar os custos de agência dispendidos no alinhamento entre os interesses dos diretores e os dos sócios (LINCK *et al.*, 2008). No entanto, o mercado de capitais brasileiro caracteriza-se por ser uma propriedade concentrada, com investimentos médios por parte dos acionistas controladores muito acima do mínimo necessário para manutenção do controle das companhias (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002).

2.4 A independência do CA com relação ao acionista controlador e a sensibilidade da remuneração ao desempenho

A independência do CA no desempenho em companhias abertas de controle definido pode ser observado como indicação da habilidade do CEO relativa a potenciais substitutos na composição de um CA menos independente. No mercado

de capitais brasileiro é relevante analisar o efeito da composição do conselho de administração sobre a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho, medida de eficácia da compensação dos executivos conhecida como *Pay-Performance Sensitivity* (PPS). A teoria da agência sugere que o PPS da remuneração dos executivos é um importante mecanismo de motivação para o executivo melhorar o desempenho corporativo. Bebchuk e Fried (2003) argumentam que o poder gerencial e o incentivo à extração de rendas provavelmente terão uma influência importante na elaboração de contratos de remuneração de executivos. Nesse sentido, para Hermalin e Weisbach (1998) o desempenho passado da empresa revela-se como fator que pode afetar a proporção de membros independentes no CA, pois afeta o poder de barganha do CEO (BHAGAT; BLACK, 2002; WINTOKI; LINCK; NETTER, 2012).

Por sua vez, a complexidade das operações e o grau de assimetria informacional das empresas afetam a natureza da relação entre a estrutura dos CAs e o desempenho, conforme evidências de Coles, Daniel, e Naveen (2008). Nesse sentido, Wintoki, Linck, e Netter (2012), também analisam a dinâmica da influência do desempenho da estrutura do CA, bem como analisa Hermalin e Weisbach (1998), e desempenho passado afeta as características das empresas que levam, por sua vez, a mudanças na estrutura ótima dos CA. A literatura pressupõe que os CAs se estruturam de modo eficiente refletem as características da organização, além de incentivar os conselheiros no alinhamento dos interesses dos acionistas, em maximizar o valor da empresa. Nesse cenário, Harris e Raviv (2008), desenvolvem um modelo, no qual o número de membros externos do CA, o controle ótimo dos CAs, e o desempenho das empresas são determinados pela importância relativa das informações que membros internos e membros externos possuem, pelos custos de agência, e pelo custo de oportunidade dos membros externos para adequar suas habilidades gerais às exigências da empresa.

Por sua vez, as variações podem se concentrar na medida de desempenho, no entanto, utiliza-se predominantemente medidas de mercado, por meio dos indicadores contábeis (LIPPERT; PORTER, 1999; MERHEBI *et al.*, 2006; EDWARDS; EGGERT; WEICHENRIEDER, 2009). Dessa forma, os modelos utilizados pelos pesquisadores do tema, baseiam-se, predominantemente, na abordagem proposta por Jensen e Murphy (1990), ao referir-se ao PPS. Por outro lado, no modelo de Raheja (2005), revela-se o comportamento oportunista do CEO na escolha de projetos, enquanto o CA, com a atribuição de monitorar projetos e de indicar um sucessor. Para tanto, os conflitos de agência podem incentivar os gestores a tomar decisões que maximizem o retorno para os acionistas (CORREIA, AMARAL; LOUVET, 2014; MURPHY, 1998). Nesse sentido, o contrato ótimo de compensação dos executivos revela-se como potencial fator para maximizar a sensibilidade da remuneração ao desempenho corporativo (MURPHY; 1998). Com base no exposto, apresenta-se a seguinte hipótese de estudo:

Hipótese: *Existe uma correlação positiva entre a independência do conselho de administração e a sensibilidade da remuneração ao desempenho em companhias abertas de controle definido.*

Do exposto, a hipótese proposta sugere que a presença de um conselho de administração mais independente está associada a uma maior sensibilidade da remuneração ao desempenho dos executivos em empresas de controle definido. Esse fato significa que, à medida que o conselho de administração se torna mais

independente do acionista controlador, espera-se que a remuneração dos executivos seja mais sensível ao desempenho corporativo.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Método e análise de dados

Nesta seção são descritas as variáveis utilizadas e a amostra objeto de estudo. Na sequência é brevemente destacado o método e a análise dos dados. A tabela 5 sintetiza as relações entre quatro variáveis cruciais na governança corporativa e estratégias de remuneração executiva. A análise dessas variáveis é essencial para compreender como as práticas de governança impactam a compensação dos executivos e, por conseguinte, influenciam o desempenho organizacional. Nesta tabela, são apresentadas métricas específicas para cada variável, destacando a abordagem teórica de autores proeminentes, bem como referências que embasam a compreensão dos temas abordados.

Nesse cenário, a tabela 5 apresenta as principais métricas e variáveis da literatura, no qual fundamenta-se este estudo:

Tabela 5: Análise das variáveis e métricas da literatura

Variáveis	Métricas	Principais Autores e Teorias	Referências da Temática
Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho	Variação da remuneração total ao longo do ano	Jensen e Murphy (1990): Teoria do agente Hall e Liebmann (1999): Estudo empírico sobre a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro Murphy (1999): Estudo empírico sobre a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa.	Chang et al. (2011); Core et al. (2008); Guay e Rusticus (2006); Hall e Liebman (1998); Jensen e Murphy (1990); Murphy (1999); Murphy e Zábojník (2004).
Independência do Conselho de Administração	Proporção de membros independentes no CA	Jensen e Meckling (1976): Teoria do agente destacam a importância da independência do Conselho de Administração para mitigar os conflitos de agência.	Daily et al. (2003); Dalton et al. (1999); Jensen e Meckling (1976).
Mecanismo de Governança Corporativa	Existência de comitês de Governança Corporativa	Bebchuk e Fried (2004): Exploram a importância dos mecanismos de governança corporativa na determinação da remuneração executiva e no alinhamento de interesses. Finke Istelin e Hambrick (1995): Analisaram a relação entre a estrutura de governança corporativa e o comportamento dos executivos.	Bebchuk e Fried (2004); Black et al. (2006); Gillan e Starks (2003); Finkelstein e Hambrick (1996); Shleifer e Vishny (1997);
Estrutura de Propriedade	Existência de acionista controlador	La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999): Investigam os efeitos da estrutura de propriedade nas práticas de governança corporativa em nível internacional.	Claessens et al. (2002); Demsetz e Lehn (1985); Holderness (2003); La Porta et al. (1999); Morck et al. (1988).

Variáveis	Métricas	Principais Autores e Teorias	Referências da Temática
		Morck, Shleifer e Vishny (1988): Exploram a influência do controle acionário nas decisões dos gestores e nos resultados das empresas.	

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

A literatura sugere que conselhos de administração mais independentes têm maior capacidade de alinhar os interesses dos acionistas e maximizar o valor da empresa. Portanto, a descrição das variáveis utilizadas na amostra objeto de estudo compreendem:

- a) **Sensibilidade da remuneração ao desempenho (PPS):** essa variável mede a relação entre a remuneração dos gestores e o desempenho da empresa. Ela é calculada através da variação da remuneração total ao longo do ano e do desempenho da empresa no mercado. Estudos anteriores sugerem que a independência do conselho de administração influencia positivamente a sensibilidade da remuneração ao desempenho. Jensen e Murphy, propuseram a teoria do agente e argumentaram que a remuneração dos executivos deve ser projetada de forma a incentivar a maximização do valor da empresa. Estudos empíricos, como os de Hall e Liebman, Murphy e Core, Guay e Rusticus, encontraram evidências de que a remuneração é sensível ao desempenho, ou seja, a remuneração dos executivos varia de acordo com o desempenho financeiro da empresa. Essa sensibilidade da remuneração ao desempenho é considerada importante para alinhar os interesses dos executivos com os interesses dos acionistas.
- b) **Independência do conselho de administração:** essa variável mede o grau de independência do conselho de administração em relação à empresa. Ela pode ser determinada através da composição do conselho, levando em consideração a presença de membros independentes. Autores clássicos como Jensen e Meckling (1976) abordam a teoria da agência e destacam a importância da independência do conselho de administração para mitigar os conflitos de agência entre gestores e acionistas. Ademais, autores como Fama e Jensen (1983) enfatizam a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa, argumentando que a remuneração deve ser projetada para incentivar o alinhamento de interesses.
- c) **Mecanismos de governança corporativa:** essa variável refere-se aos mecanismos e práticas adotados pela empresa para garantir uma boa governança corporativa. Isso pode incluir a existência de comitês de governança, políticas de transparência e prestação de contas, entre outros. Autores como Bebchuk e Fried (2004) discutem a importância dos mecanismos de governança corporativa na determinação da remuneração executiva e na garantia de que os executivos tenham incentivos adequados para alcançar um desempenho superior. Autores como Finkelstein e Hambrick (1996) exploram a relação entre a estrutura de governança corporativa e o comportamento dos executivos.
- d) **Estrutura de propriedade:** essa variável diz respeito à distribuição de propriedade na empresa, ou seja, como as ações são detidas pelos acionistas. Pode-se considerar a existência de um acionista controlador, a proporção de ações ordinárias e preferenciais, entre outros aspectos relacionados à estrutura de propriedade. Autores como La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) investigaram os efeitos da estrutura de propriedade nas práticas de governança corporativa em nível internacional. Autores como Morck, Shleifer e Vishny (1988) discutem a influência do

controle acionário na tomada de decisões dos gestores e nos resultados das empresas.

Quanto ao método e análise dos dados, a pesquisa utilizará uma abordagem quantitativa. A metodologia consiste na análise das variáveis necessárias para a mensuração da sensibilidade da remuneração ao desempenho em companhias abertas de propriedade concentrada, analisando-se o efeito da independência do conselho de administração, conforme delineador pelo desenho metodológico da figura 1:

Figura 1: desenho metodológico da pesquisa



Fonte: Elaborado pela autora (2024).

Portanto, à medida que a independência do conselho de administração aumenta, a sensibilidade da remuneração ao desempenho também aumente, indicando uma relação positiva entre essas variáveis. Essa hipótese foi testada empiricamente utilizando-se técnicas de análise estatística adequadas, como regressão linear, para examinar a relação entre a independência do conselho de administração e a sensibilidade da remuneração ao desempenho nas empresas da amostra. A metodologia consiste na análise das variáveis mencionadas, relacionando a sensibilidade da remuneração ao desempenho com a independência do conselho de administração, os mecanismos de governança corporativa e a estrutura de propriedade.

A partir do exposto, apresentou-se uma correlação entre as variáveis de propriedade em relação a existência de acionista controlador, diante do controle das ações ordinária e preferenciais, além da variável de remuneração em relação ao nível de endividamento médio da entidade com base na análise das características do conselho e da estrutura de propriedade. A regressão linear, refere-se como sendo a forma de estimar o coeficiente β para indicar a sensibilidade da remuneração em resposta a mudanças no desempenho. Um valor positivo de β indica que a

remuneração aumenta com o desempenho, enquanto um valor negativo indica uma relação inversa. Nesse sentido, a fórmula estatística para calcular a sensibilidade da remuneração ao desempenho, abordagem é a seguinte:

$$Y = \beta X + \varepsilon$$

Onde:

- Y representa a remuneração (variável dependente);
- X representa o desempenho (variável independente);
- β é o coeficiente de sensibilidade da remuneração ao desempenho;
- ε é o termo de erro.

Dessa forma, outros fatores relevantes, como a independência do conselho de administração, os mecanismos de governança corporativa e a estrutura de propriedade, podem ser incorporados ao modelo como variáveis de controle, ajudando a entender melhor os efeitos desses fatores na relação entre remuneração e desempenho. A análise de sensibilidade da remuneração ao desempenho e avaliar se a independência do conselho de administração, os mecanismos de governança corporativa e a estrutura de propriedade influenciam essa relação. Essa fato fornecerá *insights* valiosos para entender como essas variáveis afetam a remuneração dos executivos em empresas de propriedade concentrada.

Os resultados da análise mostram que as empresas da amostra apresentam um retorno sobre os ativos (ROA) maior em comparação com o mercado em geral. No entanto, é observado que os resultados podem ser influenciados por outliers, ou seja, valores extremos que podem distorcer as análises estatísticas. Essas informações são relevantes para a pesquisa, pois fornecem uma visão geral da amostra utilizada e das variáveis analisadas. A partir dessas informações, apresenta-se a proposta de pesquisa, destacando a importância de investigar a sensibilidade da remuneração ao desempenho em empresas de propriedade concentrada, considerando as características do conselho de administração e a estrutura de propriedade. Ademais, os resultados obtidos serão interpretados levando em conta possíveis influências de *outliers* garantindo-se resultados concludentes.

4. ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS

4.1 Resultados sobre a PPS

O cálculo da PPS é uma análise que busca quantificar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas. Essa métrica é importante na governança corporativa e na gestão de recursos humanos, pois visa entender como a remuneração dos executivos é afetada pelos resultados alcançados. Para calcular a PPS, utilizou-se a análise de regressão linear, onde a sensibilidade da remuneração ao desempenho (PPSROE) é a variável dependente (Y) e o indicador de desempenho financeiro, o ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido), é a variável independente (X). O coeficiente de inclinação resultante da regressão representa a PPS e mostra como a remuneração dos executivos varia em resposta a uma mudança no indicador de desempenho.

A sensibilidade da remuneração ao desempenho em relação ao ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido), enquanto variável dependente, é uma variável central de interesse na análise de PPS e representa a remuneração dos executivos em relação

ao desempenho financeiro da empresa. O ROA (Retorno sobre Ativos), representa a capacidade da empresa de gerar lucros em relação aos seus ativos totais. É uma variável independente que influencia a remuneração dos executivos. O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), é utilizado para avaliar a eficiência com que a empresa gera lucros em relação ao seu patrimônio líquido. Também é uma variável independente que afetar a remuneração dos executivos. O endividamento é uma variável que representa o nível de endividamento da empresa. Considera-se como independente e influencia a remuneração dos executivos. Por sua vez, o ativo total representa o valor total dos ativos da empresa, sendo considerada uma variável independente que influencia a remuneração dos executivos.

A pesquisa tem como objetivo investigar a relação entre a remuneração dos gestores e o desempenho da empresa, levando em consideração a independência do conselho de administração, os mecanismos de governança corporativa e a estrutura de propriedade. Para tanto, utiliza uma metodologia quantitativa, empregando métodos estatísticos para analisar as variáveis mencionadas. A variável sensibilidade da remuneração ao desempenho (PPS) é crucial para entender como a remuneração dos executivos varia de acordo com o desempenho financeiro da empresa. Essa relação busca alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, incentivando a maximização do valor da empresa. Estudos anteriores mencionados na literatura têm encontrado evidências de que a remuneração é sensível ao desempenho, ou seja, ela aumenta ou diminui conforme o desempenho da empresa no mercado.

A independência do conselho de administração é uma variável fundamental para mitigar conflitos de agência entre gestores e acionistas. A literatura ressalta a importância desse aspecto, enfatizando o papel do conselho na supervisão e garantia de uma governança corporativa eficaz. Ademais, essa independência também está relacionada à remuneração dos executivos, buscando promover o alinhamento de interesses entre as partes envolvidas. Os mecanismos de governança corporativa são práticas e estratégias adotadas pelas empresas para assegurar uma boa governança. Esses mecanismos podem incluir a criação de comitês de governança, a transparência nas políticas e a prestação de contas. Autores na literatura destacam a importância dessas práticas para determinar a remuneração executiva e garantir que os gestores tenham incentivos adequados para alcançar um desempenho superior.

A variável estrutura de propriedade refere-se à distribuição de propriedade na empresa e como as ações são detidas pelos acionistas. A literatura tem investigado os efeitos da estrutura de propriedade nas práticas de governança corporativa e na tomada de decisões dos gestores. Para atingir o objetivo da pesquisa, são utilizados métodos estatísticos, como a regressão linear, para estimar o coeficiente β , que indica a sensibilidade da remuneração em resposta a mudanças no desempenho. Um valor positivo de β sugere que a remuneração aumenta com o desempenho, enquanto um valor negativo indica uma relação inversa.

4.2 Estatística descritiva

A análise das variáveis e a composição da amostra utilizada no estudo relaciona-se à remuneração dos executivos e à estrutura do conselho de administração. O objetivo da pesquisa é investigar a sensibilidade da remuneração ao desempenho (PPS) em empresas de propriedade concentrada, considerando o efeito da independência do conselho de administração. A amostra é composta por 192 empresas, e os dados foram coletados no período de 2010 a 2022. As variáveis analisadas incluem o tamanho da empresa, nível de endividamento, alavancagem,

retorno sobre o patrimônio (ROE), retorno sobre os ativos (ROA), estrutura do conselho de administração, estrutura de propriedade e remuneração executiva. A análise da estrutura de propriedade revela a diversidade do cenário empresarial brasileiro, com empresas atuando em diferentes setores e apresentando distintas estratégias financeiras e de investimento. Algumas empresas mostram alto *goodwill*, indicando aquisições recentes ou investimentos em marcas consolidadas. O investimento e o ativo intangível sugerem uma estratégia de expansão e crescimento das empresas.

A matriz de correlação destaca algumas relações interessantes entre as variáveis. Há uma correlação positiva entre a remuneração fixa e a remuneração variável, bem como entre a remuneração fixa e a remuneração em ações. Esse fato sugere que empresas com salários mais altos também tendem a oferecer maiores bônus e incentivos variáveis aos executivos. A correlação negativa entre o ROE e o PPSROE indica que empresas com baixo desempenho financeiro podem apresentar um PPSROE mais elevado, possivelmente indicando supervalorização das ações. A análise de regressão mostra que o ROE, ROA, VPA e a categoria de governança corporativa têm influência na remuneração variável dos executivos, enquanto a alavancagem financeira não parece ser um fator relevante. Em suma, os dados apresentados permitem uma visão abrangente da relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas, bem como a influência de fatores como a estrutura de propriedade e a governança corporativa. Essas informações são valiosas para compreender os incentivos e alinhamentos de interesses na gestão das empresas e contribuem para o aprimoramento da governança corporativa, conforme demonstra a tabela 6 a seguir:

Tabela 6: Análise descritiva das variáveis do estudo

Média de rem_fixa	DesvPad de rem_fixa	Máx de rem_fixa	Mín de rem_fixa
3.865.937,76	4.258.218,53	35.797.601,00	148,50
Média de rem_variavel	DesvPad de rem_variavel	Máx de rem_variavel	Mín de rem_variavel
1.111.775,60	2.944.970,71	24.963.425,00	0,00
Média de rem_outras	DesvPad de rem_outras	Máx de rem_outras	Mín de rem_outras
141.586,96	986.416,82	12.350.000,00	0,00
Média de rem_acoes	DesvPad de rem_acoes	Máx de rem_acoes	Mín de rem_acoes
741.371,10	2.930.368,63	32.145.673,40	0,00
Média de goodwill	DesvPad de goodwill	Máx de goodwill	Mín de goodwill
167.335.476,68	1.320.501.566,86	16.064.309.000,00	0,00
Média de investimentos	DesvPad de investimentos	Máx de investimentos	Mín de investimentos
350.269.306,53	1.007.451.640,49	6.960.688.000,00	0,00
Média de imobilizado	DesvPad de imobilizado	Máx de imobilizado	Mín de imobilizado
3.243.776.125,56	18.422.831.826,37	227.079.424.000,00	0,00
Média de intangivel	DesvPad de intangivel	Máx de intangivel	Mín de intangivel
957.236.986,33	2.578.000.327,24	16.917.417.000,00	0,00
Média de roa	DesvPad de roa	Máx de roa	Mín de roa
0,05	0,11	0,62	-0,66
Média de roe	DesvPad de roe	Máx de roe	Mín de roe
2,67	33,68	467,73	-3,27
Média de ppsroe	DesvPad de ppsroe	Máx de ppsroe	Mín de ppsroe
0,00	0,00	0,00	0,00
Média de endividamento	DesvPad de endividamento	Máx de endividamento	Mín de endividamento
0,49	2,71	24,45	0,00

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

Os dados apresentam informações financeiras de uma amostra de empresas, incluindo métricas como remuneração fixa, remuneração variável, outras remunerações, remuneração em ações, *goodwill*, investimentos, ativo imobilizado, ativo intangível, retorno sobre ativos, retorno sobre patrimônio líquido, preço por ação sobre patrimônio líquido e endividamento. As médias e desvios padrão fornecem uma visão geral do desempenho médio dessas empresas. Observa-se que algumas delas podem estar enfrentando dificuldades financeiras ou prejuízos, indicados por valores negativos em algumas métricas. Contudo, uma análise mais aprofundada é necessária para compreender completamente a situação financeira e o desempenho das empresas em questão.

4.3 Análise da estrutura de propriedade

Com base nos dados apresentados, pode-se fazer algumas interpretações sobre as informações financeiras das companhias listadas. Primeiramente, observa-se que há uma grande variação nos valores de remuneração fixa e variável entre as empresas, indicando diferentes políticas salariais e culturas organizacionais. Alguns casos revelam altas remunerações por ações, sugerindo um alinhamento de interesses entre os gestores e os acionistas. Ademais, é possível notar que algumas empresas possuem valores expressivos em *Goodwill*, o que pode indicar aquisições recentes ou investimentos em marcas consolidadas.

A presença de investimentos e imobilizado em diversas empresas demonstra o comprometimento com a expansão e o crescimento do negócio. Por outro lado, a ocorrência de empresas em recuperação judicial chama atenção para possíveis problemas financeiros e operacionais. No geral, esses dados refletem a diversidade do cenário empresarial brasileiro, com empresas atuando em diferentes setores e apresentando distintas estratégias financeiras e de investimento. A análise desses dados pode fornecer informações sobre a estrutura financeira e de investimento das empresas, bem como o tratamento de seus executivos e funcionários em termos de remuneração. Nesse sentido, a presença de valores significativos em investimentos e ativos intangíveis pode indicar uma estratégia de expansão e crescimento das empresas. Por outro lado, empresas com grandes valores em remuneração variável podem estar mais focadas em incentivar o desempenho de seus funcionários com base em metas e resultados específicos.

4.4 Análise do Conselho de administração

A análise do conselho de administração revela sua importância para mitigar conflitos de agência entre gestores e acionistas. A independência do conselho é fundamental para garantir uma governança corporativa eficaz, com ênfase na supervisão e prestação de contas. A presença de diferentes categorias de governança corporativa indica que empresas sob diferentes estruturas podem adotar políticas distintas de remuneração executiva. Empresas listadas em categorias como Nível 2 / Novo Mercado e Nível 1 apresentam remuneração variável mais baixa em comparação com a referência Bovespa Mais Nível 1 ou 2. Essa fato pode indicar uma abordagem mais conservadora na relação entre desempenho financeiro e remuneração dos executivos. Em contraste, a independência do conselho de administração pode favorecer um alinhamento mais eficiente de interesses, incentivando uma remuneração mais sensível ao desempenho financeiro da empresa.

4.5 Análise da remuneração executiva

A análise da remuneração executiva destaca uma correlação positiva entre a remuneração fixa e variável, bem como entre a remuneração fixa e a remuneração em ações. Essas correlações sugerem que empresas que oferecem salários mais elevados aos executivos também tendem a proporcionar maiores bônus e incentivos variáveis com base no desempenho alcançado. Esse cenário pode ser interpretado como uma tentativa de alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, incentivando o compromisso com o crescimento e a rentabilidade da empresa. Ademais, a correlação negativa moderada entre o ROE e o PPSROE indica que empresas com menor desempenho financeiro podem apresentar um PPSROE mais alto, sugerindo a necessidade de avaliar cuidadosamente a relação entre remuneração e desempenho, para garantir uma adequada avaliação e valorização dos executivos.

4.6 Análise das variáveis quantitativas contínuas

A análise das variáveis quantitativas contínuas destaca a diversidade nas métricas financeiras das empresas. A ampla variação nos valores de *goodwill*, investimentos, ativo imobilizado e intangível indica diferentes estratégias de negócios e investimentos das empresas. Empresas com maior valor de *goodwill* podem ter realizado aquisições ou investimentos em marcas consolidadas, buscando expandir sua atuação no mercado. Por outro lado, a presença de empresas com ativos intangíveis significativos, como patentes e tecnologia, pode sugerir uma estratégia de crescimento por meio da inovação. As métricas de retorno sobre ativos (ROA) e retorno sobre patrimônio líquido (ROE) revelam o desempenho financeiro das empresas, sendo essenciais para avaliar a eficiência na geração de lucros em relação aos ativos e ao patrimônio líquido. As análises das variáveis quantitativas contínuas fornecem uma visão detalhada do cenário financeiro das empresas, permitindo a identificação de tendências e oportunidades para melhorar o desempenho corporativo.

4.7 Análise sensibilidade da remuneração ao desempenho (PPS)

A BRF S.A. tem um ROA baixo, próximo de zero, e um alto nível de endividamento, o que pode sugerir baixa eficiência na geração de lucros e maior risco financeiro. Por sua vez, a ENGIE BRASIL ENERGIA S.A. tem um ROE e um PPSROE relativamente altos, indicando que a empresa está gerando bons lucros em relação ao patrimônio líquido e que suas ações podem estar com bom potencial de valorização. E, por fim, destaca-se a NEXPE PARTICIPAÇÕES S.A. possui um ROE e um PPSROE baixos, o que pode sugerir que suas ações estejam subvalorizadas em relação ao seu patrimônio líquido.

4.8 Matriz de correlação

Quanto a remuneração fixa e a remuneração variável (0,275), há uma correlação positiva fraca entre a remuneração fixa e a remuneração variável. Essa fato sugere que, em geral, empresas que oferecem uma remuneração fixa mais alta também tendem a fornecer maior remuneração variável aos seus executivos. Referente, a remuneração fixa e remuneração em ações (0,427), existe uma

correlação positiva moderada entre a remuneração fixa e a remuneração em ações. Isso indica que empresas que pagam salários mais elevados aos executivos também tendem a oferecer maior remuneração por meio de ações ou opções de ações. Por sua vez, em relação a remuneração fixa e o endividamento (-0,038), observa-se uma correlação negativa muito fraca entre a remuneração fixa e o endividamento. Isso sugere que empresas com maior nível de endividamento podem optar por oferecer remunerações fixas mais baixas para seus executivos.

Por outro lado, na remuneração em ações e *goodwill* (0,039), há uma correlação positiva muito fraca entre a remuneração em ações e o *goodwill* das empresas. Isso pode indicar que empresas com maior *goodwill* em seus ativos também tendem a oferecer maior remuneração através de ações. Já entre o ROA (retorno sobre ativos) e ROE (retorno sobre patrimônio líquido) (0,051): Existe uma correlação positiva muito fraca entre o ROA e o ROE. A matriz de correlação apresentada mostra as correlações entre diversas variáveis financeiras das empresas em questão. As correlações variam entre -1 e 1, onde -1 representa uma correlação negativa perfeita, 1 representa uma correlação positiva perfeita e 0 representa ausência de correlação, conforme demonstra a figura 2 a seguir:

Figura 2: Matriz de correlação das variáveis do estudo

	rem_fixa	rem_variavel	rem_outras	rem_acoes	goodwill	investimentos	imobilizado	intangivel	roa	roe	ppsroe	endividamento	ativototal
rem_fixa	1,000												
rem_variavel	0,275	1,000											
rem_outras	0,362	0,164	1,000										
rem_acoes	0,427	0,281	0,199	1,000									
goodwill	0,014	0,218	-0,014	0,039	1,000								
investimentos	0,272	0,062	0,231	0,156	0,010	1,000							
imobilizado	0,234	0,078	0,284	0,108	0,048	0,398	1,000						
intangivel	0,294	0,273	0,275	0,243	0,305	0,291	0,487	1,000					
roa	0,090	0,046	0,028	0,037	0,016	0,039	0,021	0,051	1,000				
roe	-0,012	-0,001	-0,001	-0,004	-0,002	-0,005	-0,002	-0,004	-0,068	1,000			
ppsroe	0,030	0,060	0,002	0,000	0,001	-0,009	-0,001	0,011	-0,002	-0,001	1,000		
endividamento	-0,038	-0,023	-0,010	-0,021	-0,007	-0,009	-0,006	-0,011	-0,038	-0,005	-0,001	1,000	
ativototal	0,300	0,140	0,332	0,165	0,105	0,483	0,969	0,603	0,033	-0,002	-0,002	-0,009	1,000

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

Essa correlação era esperada, já que o ROE é uma medida derivada do ROA. Ambos os indicadores medem a eficiência e rentabilidade da empresa em relação aos seus ativos e patrimônio líquido, respectivamente. Quanto, ao ativo total e intangível (0,487), verificou-se que há uma correlação positiva significativa entre o ativo total e o ativo intangível. Isso sugere que empresas maiores, com mais ativos totais, tendem a possuir uma proporção maior de ativos intangíveis em seus balanços, como patentes, marcas registradas ou tecnologia. Por último, entre o ROE e o PPS (preço por ação sobre patrimônio líquido) (-0,068), existe uma correlação negativa moderada entre o ROE e o PPS. Isso pode indicar que empresas com baixo desempenho financeiro, representado por um ROE menor, podem ter um PPS mais elevado, o que pode ser um sinal de supervalorização das ações no mercado.

4.9 Modelo de regressão

A análise interpretativa dos dados apresentados pela tabela 7 a seguir refere-se a um modelo de regressão onde a variável dependente é a remuneração variável e as variáveis explicativas incluem o ROE (retorno sobre o patrimônio líquido), ROA (retorno sobre ativos), Alavancagem, VPA (valor patrimonial por ação) e as diferentes

categorias de Governança Corporativa (Bovespa mais nível 1 ou 2, governança corporativa nível 2 / novo mercado e governança corporativa nível 1).

Tabela 7: Análise das variáveis dependentes da remuneração

Variável dependente: Remuneração Variável	
Variáveis explicativas	Parâmetros (Desvios-padrão)
ROE	0.252 (0.16)
ROA	-0.326*** (0.12)
Alavancagem	0.231 (0.22)
VPA	0.030 (0.04)
Governança Corporativa Bovespa Mais Nível 1 ou 2 (Referência)	-
Governança Corporativa Nível 2 / Novo Mercado	-4.223*** (0.99)
Governança Corporativa Nível 1	-0.568 (0.96)
Constante	8.745*** (0.80)
R ²	0,0804
Estatística do teste qui-quadrado	37,42
P-valor qui-quadrado	0,0000
Número de observações	2.380
Número de grupos	187
Número de períodos (exceto <i>missings</i>)	13
Periodicidade	Anual
Modelo em logaritmos	Sim, log-log
Efeitos Aleatórios	Sim, não balanceado
P-valor Lagrange para Efeitos Aleatórios	0,0000
Erros-padrão robustos	Sim

Nota: ***: significativo a 1%.

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

O modelo de regressão sugere que o ROE, ROA, VPA e a categoria de governança corporativa têm influência na remuneração variável dos executivos, enquanto a alavancagem financeira não parece ser um fator relevante. Empresas com maior retorno sobre o patrimônio líquido e valor patrimonial por ação tendem a oferecer uma remuneração variável mais alta, enquanto aquelas com maior retorno sobre ativos tendem a oferecer uma remuneração variável mais baixa. Nesse sentido, empresas listadas em diferentes categorias de governança corporativa têm níveis distintos de remuneração variável para seus executivos, com as categorias nível 2 / novo mercado e nível 1 oferecendo remuneração variável mais baixa em comparação com a categoria de referência Bovespa mais nível 1 ou 2. Ademais, o R²: O coeficiente de determinação (R²) do modelo é de 0,0804. Esse fato significa que as variáveis explicativas incluídas no modelo explicam cerca de 8,04% da variação na remuneração variável dos executivos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nas últimas décadas, a relação entre a independência do conselho de administração e a sensibilidade da remuneração ao desempenho tem sido objeto de interesse e discussões no contexto da governança corporativa. Companhias abertas de controle definido enfrentam o desafio de alinhar os interesses dos executivos com os acionistas e, assim, recompensar adequadamente o desempenho dos gestores. O presente estudo buscou investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas, levando em consideração a independência do conselho de administração, os mecanismos de governança corporativa e a estrutura de propriedade. Para atingir esse objetivo, foi utilizada uma metodologia quantitativa, empregando métodos estatísticos, como a análise de regressão linear, para analisar as variáveis mencionadas. Os resultados revelaram que a remuneração variável dos executivos é sensível ao desempenho financeiro da empresa, conforme indicado pelo coeficiente de inclinação (PPSROE) obtido na regressão. Esse coeficiente mostra como a remuneração dos executivos varia em resposta a uma mudança no indicador de desempenho, representado pelo ROE. Os executivos tendem a receber uma remuneração variável mais alta quando a empresa apresenta maiores retornos sobre o patrimônio líquido, o que sugere que a remuneração está alinhada com o sucesso financeiro da organização.

Ademais, a análise das variáveis independentes indicou que o ROA, o VPA e a categoria de governança corporativa também influenciam a remuneração dos executivos. Empresas com maior retorno sobre ativos e valor patrimonial por ação tendem a oferecer uma remuneração variável mais alta, enquanto empresas listadas em diferentes categorias de governança corporativa têm níveis distintos de remuneração variável para seus executivos. Esses achados destacam a importância de se considerar tanto o desempenho financeiro quanto as práticas de governança corporativa na determinação da remuneração dos executivos. A independência do conselho de administração mostrou-se como uma variável fundamental para mitigar conflitos de agência entre gestores e acionistas. A literatura enfatiza o papel do conselho na supervisão e garantia de uma governança corporativa eficaz.

Ademais, a estrutura de propriedade das empresas também influencia as práticas de governança corporativa e as tomadas de decisões dos gestores. Nesse sentido, a pesquisa fornece insights relevantes para entender como os mecanismos de governança corporativa podem afetar a remuneração executiva e promover o alinhamento de interesses entre as partes envolvidas. Em conclusão, este estudo destaca a importância de considerar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas, bem como a influência dos mecanismos de governança corporativa e da estrutura de propriedade. Os resultados reforçam a necessidade de práticas de governança sólidas e independentes para garantir o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, promovendo uma gestão mais eficiente e orientada para a maximização do valor da empresa. Nesse sentido, a análise da sensibilidade da remuneração ao desempenho (PPS) fornece uma métrica valiosa para entender como a remuneração dos executivos é afetada pelos resultados alcançados, tornando-se uma ferramenta essencial na gestão de recursos humanos e na governança corporativa das empresas.

REFERÊNCIAS

- ABRAHAM, E.; SINGH, G. Does CEO duality give more influence over executive pay to the majority or minority shareholder? (A survey of Brazil). *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, vol. 16, n. 1, p. 96–115, 2016.
- AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C. Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. **Revista de Administração Contemporânea**, vol. 21, n. 4, p. 545-568, 2017.
- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 25, n. 2, p. 115–137, 2005.
- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, vol. 61, n. 2, p. 129–152, 2007.
- ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F. A. S.; DIAZ, M. D. M. Corporate Governance and Pyramidal Ownership: The Role of Novo Mercado. **Brazilian Review of Finance**, vol. 16, n. 1, p. 5, 2018.
- ALVES, P.; COUTO, E. B.; FRANCISCO, P. M. Board of directors' composition and capital structure. **Research in International Business and Finance**, vol. 35, p. 1–32, 2015.
- AMZALEG, Y.; AZAR, O. H.; BEN-ZION, U.; ROSENFELD, A. CEO control, corporate performance and pay-performance sensitivity. **Journal of Economic Behavior & Organization**, vol. 106, p. 166–174, 2014.
- ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. **Administrative Science Quarterly**, vol. 49, n. 2, p. 209–237, 2004.
- ANDRADE, L. P. D. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, vol. 10, n. 4, p. 4–31, 2009.
- ATAAY, A. Performance sensitivity of executive pay: The role of ownership structure, board leadership structure and board characteristics. **Economic Research-Ekonomska Istraživanja**, vol. 31, n. 1, p. 1152–1168, 2018.
- BARONTINI, R.; BOZZI, S. CEO compensation and performance in family firms. **SSRN Electronic Journal**, 2010.
- BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The state of corporate governance research. **The Review of Financial Studies**, vol. 23, n. 3, 2010.
- BEBCHUK ET AL. Executive compensation as an agency problem. **J. Econ. Perspect**, 2013.
- BHAGAT, S.; BLACK, B. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Social Science Research Network Electronic Library, Working Paper**, 1999.

BHAGAT, S.; BLACK, B. “The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance. **Journal of Corporate Law**, vol. 27, p. 231- 73, 2002.

BHUIYAN, M. B. U., HUANG, H. J.; DE VILLIERS, C. Determinants of environmental investment: evidence from Europe. **Journal of Cleaner Production**, vol. 292, 2021.

BLANES, F., FUENTES, C.; PORCUNA, R. (2020). Executive remuneration determinants: New evidence from meta-analysis. **Economic Research-Ekonomska Istraživanja**, vol. 33, n. 1, p. 2844–2866, 2020.

BORTOLON, P. M. Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. **Revista Base (Administração e Contabilidade)** da UNISINOS, vol. 10, n. 1, p. 2–18, 2013.

BRANDÃO, I. D. F.; VASCONCELOS, A. C. D.; LUCA, M. M. M. D.; CRISÓSTOMO, V. L. Composition of the board of directors and pay-performance sensitivity. **Revista Contabilidade & Finanças**, vol. 30, n. 79, p. 28–41, 2019.

BRUGNI, T. V. Corporate governance: A panoramic view of Brazilian boards of directors. **International Journal of Disclosure and Governance**, vol. 10, n. 4, p. 406–421, 2013.

BRUGNI, T. V. Conselhos de administração brasileiros: uma análise à luz dos formulários de referência. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, vol. 11, n. 1, p. 146–165, 2018.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, vol. 24, n. 62, p. 142–153, 2013.

CARVALHAL, A. L. Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. **Journal of Corporate Finance**, vol. 18, p. 919-933, 2012.

CARVALHAL DA SILVA, A.; Leal, R. P. C. Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil. **Coppead Working Papers Series**, vol. 390, 2003.

CATUOGNO, S.; ARENA, C.; VIGANÒ, R. Compensation committee quality and effective executive remuneration. **International Journal of Business and Management**, vol. 11, n. 6, p. 118–128, 2016.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics**, vol. 58, n. 1, p. 81–112, 2000.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

CONYON, M. J. Executive compensation and board governance in US firms. **The Economic Journal**, vol. 124, n. 574, p. 60–89, 2014.

COLES, J., N. DANIEL, L. NAVEEN. Boards: Dopes One Size Fit All? **Journal of Financial Economics**, vol. 87, p. 329-356, 2008.

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

CREMERS, M.; FERRELL, A. Thirty years of shareholder rights and firm value. **The Journal of Finance**, vol. 69, n. 3, p. 1167–1196, 2014.

CUNHA, J. Companhias agora buscam por executivos “dois-em-um”. *Folha de S. Paulo*. Recuperado de <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/05/1455826-companhias-agora-buscam-por-executivos-dois-em-um.shtml>, 2014.

DA SILVEIRA, A. D. M.; SAITO, R. **Corporate Governance in Brazil: Landmarks, Code Of Best Practices, and Main Challenges**. 2008.

DE ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. Estrutura Piramidal de Controle, Emissão de Duas Classes de Ações e Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, vol. 12, n. 4, p. 555–595, 2014.

DEGENHART, L.; MARTINS, D. DE L. DA C.; HEIN, N. Desempenho econômico-financeiro e remuneração dos diretores executivos das empresas brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, vol. 36, n. 3, p. 118–135, 2017.

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

ERMEL, M. D. A.; DO MONTE, P. A. Shareholder control, firm performance and executive compensation: Evidence from Brazilian market. **Brazilian Review of Finance**, vol. 16, n. 3, p. 455–491, 2018.

ESSEN, M. V., OTTEN, J.; CARBERRY, E. J. Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. **Journal of Management**, vol. 41, n. 1, p. 164–202, 2012.

GALBREATH, J. The impact of board structure on corporate social responsibility: A temporal view. **Business Strategy and the Environment**, vol. 26, n. 3, p. 358-370, 2017.

GELMAN, M. O. **O conceito de conselheiro independente vigente na regulamentação dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2012.

GORDON, J. N. The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices. **Stanford Law Review**, vol. 59, n. 6, p. 1465–1568, 2010.

GORGA, E. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**, vol. 29, n. 2, p. 439–554, 2009.

GUTHRIE, K.; KWON, I. AND SOKOLOWSKY, J. What Does CEOs' Pay-for-Performance Reveal About Shareholders' Attitude Toward Earnings Overstatements?. **J Bus Ethics**, vol. 146, p. 419–450, 2017.

HARRIS, M.; RAVIV, A. "A Theory of Board Control and Size." **Review of Financial Studies**, vol. 21, n. 4, p. 1797–1832, 2008.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. FRB New York – **Economic Policy Review**, vol. 9, n. 1, p. 1–39.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. (1998). "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO." **American Economic Review**, vol. 88, n. 1, p. 96- 118, 1998.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA [IBGC]. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. edição. 2015.

JAIWALL, S. S. K.; BHATTACHARYYA, A. K. Corporate governance and CEO compensation in Indian firms. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, vol. 12, n. 2, p. 159–175, 2016.

JENSEN, M. C. (1994). Self-interest, altruism, incentives, & agency theory. **Journal of Applied Corporate Finance**, VII(2)

JENSEN, M. C. AND MECKLING, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, vol. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

KABIR, R.; LI, H. AND VELD-MERKOULOVA, Y. V. (2013). Executive compensation and the cost of debt. **Journal of Banking & Finance**, vol. 37, n. 8, p. 2893–2907, 2013.

KANAPATHIPPILLAI, S.; MIHRET, D.; JOHL, S. (2019). Remuneration committees and attribution disclosures on remuneration decisions: Australian evidence. **Journal of Business Ethics**, vol. 158, n. 4, p. 1063–1082, 2019.

KHAN, H. U. Z. The effect of corporate governance elements on corporate social responsibility (CSR) reporting: Empirical evidence from private commercial banks of Bangladesh. **International Journal of Law and Management**, vol. 52, n. 2, p. 82-109., 2010.

KILIÇ, M., KUZEY, C.; UYAR, A. (2015). The impact of ownership and board structure on Corporate Social Responsibility (CSR) reporting in the Turkish banking industry. **Corporate Governance**, 2015.

- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, vol. 54, n. 2, p. 471–517, 1999.
- LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. DA; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, vol. 6, n. 1, p. 7–18, 2002.
- LINCK, J.; NETTER, J.; & YANG, T. The determinants of board structure. **Journal of Financial Economics**, vol. 87, n. 2, p. 308–328, 2008.
- LIPMAN, F. D.; HALL, S. E. Executive compensation best practices. **New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.**, 2008.
- MARTÍNEZ-FERRERO, J.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M. Coercive, normative and mimetic isomorphism as determinants of the voluntary assurance of sustainability reports. **International Business Review**, vol. 26, n. 1, p. 102-118, 2017.
- MILIAUSKAS, P. Shareholders' agreement as a tool to mitigate corporate conflicts of interests. **International Journal of Private Law**, vol. 6, n. 2, p. 109–131, 2013.
- OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. DI M. DA; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **RAC - Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119–135, 2007.
- RAHEJA, C. "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards." **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, vol. 40, n. 2, p. 283-306, 2005.
- REDDY, K.; ABIDIN, S.; YOU, L. Does corporate governance matter in determining CEO compensation in the publicly listed companies in New Zealand? An empirical investigation. **Managerial Finance**, vol. 41, n. 3, p. 301–327, 2015.
- SHEIKH, M. F.; SHAH, S. Z. A.; AKBAR, S. Firm performance, corporate governance and executive compensation in Pakistan. **Applied Economics**, vol. 50, n. 18, p. 2012–2027.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, vol. 52, n. 2, p. 737–783, 1997.
- SILVA, A. L.; CHIEN, A. C. Y. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, vol. 11, n. 4, p. 481–502, 2013.
- STROBL, S.; RAMA, D. V.; MISHRA, S. Gender diversity in compensation committees. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, vol. 31, n. 4, p. 415–427, 2016.
- VELOSO, C. R. S.; SANTOS, T. R.; PIMENTA, D. P.; CUNHA, M. F.; CRUZ, A. F. Much sweat, much pay – less sweat, less pay? Evidências de “coleguismo” na determinação da remuneração dos executivos brasileiros. **Contabilidade, Gestão e Governança**, vol. 22, n. 2, p. 171–187, 2019.

VICTOR. F. **Estrutura de propriedade e remuneração executiva:** Efeitos diretos e indiretos da regulamentação (Tese de doutorado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil), 2013.

WINTOKI, M.; JAMES; JEFFRY “Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance.” **Journal of Financial Economics**, vol. 105, p. 581-606, 2012.

WOOD JUNIOR, T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica:** a nova vantagem competitiva. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.