



INFLUÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NO DESALINHAMENTO ENTRE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DESEMPENHO ORGANIZACIONAL¹

BOARD INFLUENCE ON THE MISALIGNMENT BETWEEN EXECUTIVE COMPENSATION AND ORGANIZATIONAL PERFORMANCE

LA INFLUENCIA DEL DIRECTORIO EN LA DESALINEACIÓN ENTRE LA COMPENSACIÓN EJECUTIVA Y EL DESEMPEÑO ORGANIZACIONAL

Recebido em: 18-11-2022
Avaliado em: 03-07-2023
Reformulado em: 11-07-2023
Aceito para publicação em: 12-03-2024
Publicado em: 31-03-2024
Editor Responsável: Roberto Carlos Klann

Luiz Henrique Figueira Marquezan²
Maria Laura Pereira Velho³
Vinícius Costa da Silva Zonatto⁴

RESUMO

Este estudo objetiva analisar a influência do conselho de administração no desalinhamento entre o desempenho financeiro e de mercado da empresa com a remuneração dos executivos. Para isso, analisa dados secundários de 181 empresas listadas na B3, de 2010 a 2018, tratados por análise de regressão com dados em painel. Os resultados revelam que a remuneração dos executivos, total e variável, está relacionada ao desempenho contábil e de mercado, com parte não explicada por esse, intitulada no estudo como remuneração desalinhada. Os achados mostram que o conselho de administração, avaliado por tamanho, agrava o desalinhamento, enquanto a dualidade de cargos e independência não influenciam. Ainda, a relação entre o tamanho da diretoria e do conselho, discutido como fator que pode aumentar a complexidade dos contratos de compensação e o poder gerencial, também aumenta o nível de desalinhamento. Os resultados revelam fatores preocupantes quanto às relações do conselho com custos de agência, com destaque a níveis desalinhados da remuneração dos agentes com os interesses do principal por desempenho. Contribui ao discutir o desalinhamento da remuneração executiva, apresentando evidências das relações entre conselho de administração e diretoria executiva, com destaques no texto para a literatura e as organizações.

Palavras-chave: Remuneração de executivos; Conselho de administração; Teoria da Agência; Governança corporativa.

¹ A pesquisa é financiada com apoio do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) e da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES).

²Doutor em Ciências Contábeis – UNISINOS; Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria (PPGCC/UFSM); ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2935-3099>; E-mail: luizmarquezan@gmail.com

³Mestranda em Ciências Contábeis – UFSM; Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria (PPGCC/UFSM); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8851-1862>; E-mail: marialauravelho@gmail.com

⁴Doutor em Ciências Contábeis e Administração – FURB; Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria (PPGCC/UFSM); ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0823-6774>; E-mail: viniciuszonatto@gmail.com

ABSTRACT

This study analyzes the board's influence on the misalignment between the company's financial and market performance and executive compensation. Secondary data from 181 companies listed on the B3 from 2010 to 2018 were analyzed using panel data regression. The results reveal that executive compensation, total and variable, is related to accounting and market performance, with part not explained by this, titled misaligned compensation. The findings denote that the board size aggravates the misalignment, while duality and independence do not influence it. Furthermore, the ratio between the number of directors and board size, which can increase the complexity of compensation contracts and the managerial power, also increases the misalignment. The results reveal worrying factors regarding the board's relationship with agency costs, emphasizing principal-agent misalignment, evaluated by executive compensation and the principal's interests in performance. Contributes by discussing the misalignment of executive compensation, presenting influences from board and directors, with highlights for the literature and organizations.

Keywords: Executive compensation; Board; Agency Theory; Corporate governance.

RESUMEN

Este estudio analiza la influencia del directorio en el desajuste entre el desempeño financiero y de mercado de la empresa y la compensación de los ejecutivos. Se analizaron datos secundarios de 181 empresas cotizadas en B3, de 2010 a 2018, mediante regresión de datos de panel. Los resultados revelan que la compensación de los ejecutivos, total y variable, está relacionada con el desempeño contable y de mercado, con una parte no explicada por este, denominada compensación desalineada. Los hallazgos denotan que el tamaño del directorio agrava el desajuste, mientras que la dualidad e independencia no influyen. Además, la relación entre el número de directores y el tamaño del directorio, factor que puede aumentar la complejidad de los contratos de compensación y el poder gerencial, también aumenta la desalineación. Los resultados revelan factores preocupantes sobre la relación del directorio con los costos de agencia, con énfasis en la desalineación principal-agente, evaluada por la remuneración de los ejecutivos y los intereses del principal por el desempeño. Contribuye discutiendo la desalineación de la compensación ejecutiva, presentando influencias de la junta y los directores, con aspectos destacados para la literatura y las organizaciones.

Palabras-clave: Remuneración de ejecutivos; Directorio; Teoría de la Agencia; Gobierno corporativo.

1 INTRODUÇÃO

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015) aborda que Governança Corporativa (GC) é o sistema pelo qual as empresas são controladas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os sócios, conselhos, diretoria, gestores e demais partes interessadas. Tem por lastro a os custos de agência devido à assimetria de informações e conflitos de interesses entre agente e principal (Agha & Hossain, 2022). Enquanto os gestores (agentes) utilizam recursos dos acionistas, podem aplicá-los em projetos rentáveis ou apropriar-se para utilização com base em seu próprio interesse (Eisenhardt, 1989; Jensen, 1993), refletindo em problemas de agência (Bebchuck & Fried, 2003) e resultando no recorrente questionamento sobre como garantir que os recursos dos investidores sejam aplicados em prol dos seus interesses (Shleifer & Vishny; 1997).

Deste modo, os acionistas (principal), conscientes da possibilidade de expropriação, buscam gestores qualificados, que atuem com base em seus interesses e apliquem os recursos

em projetos rentáveis (Shleifer & Vishny, 1997), assim como buscam por ferramentas que alinhem os objetivos dos agentes com o do principal (Ernel & Medeiros, 2020). Nesta perspectiva, a GC, pode ser utilizada para alinhar o interesse dos gestores com os interesses dos acionistas, através de mecanismos como: conselho de administração, divulgação de informações, sistemas legais e de mercado para proteção dos investidores, sistemas de remuneração e incentivo por recompensa, etc. (IBGC, 2015). Uma de suas finalidades é a de estimular os gestores a tomarem decisões que maximizem o capital investido, ao invés de objetivos próprios (Bushman & Smith, 2003).

A remuneração dos executivos, um dos mecanismos de GC, aparece como uma forma de estímulo para a redução dos conflitos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Silva et al., 2018). As empresas podem adotar diversas modalidades de remuneração, tais como participação acionária dos gestores na companhia, remuneração em dinheiro ou variações da remuneração em dinheiro, incluindo comissões e bônus; participação nos lucros, dentre outros (Correia et al., 2014). Nessa linha, os estudos empíricos vêm sendo desenvolvidos a fim de verificar as relações entre remuneração de executivos e desempenho financeiro e de mercado (Aguiar & Pimentel, 2017), especialmente sob a ótica da Teoria de Agência (Barkema & Gomes-Mejia, 1998).

Os resultados mostraram relações positivas e estatisticamente significativas entre o desempenho financeiro e de mercado e a remuneração dos executivos (Camargos et al., 2007; Firth et al., 2007; Méndez et al., 2011; Beuren et al., 2014; Degenhart et al., 2017; Aguiar & Pimentel, 2017; Silva et al., 2018; Leite & Hein, 2019; Ernel & Medeiros, 2020). Entretanto, isso não é consenso. Essen et al. (2015), por uma meta-análise de 219 estudos norte-americanos, apontam disparidades nos resultados da relação entre desempenho e remuneração. Mesmo com diferentes aspectos operacionais das escolhas metodológicas de medidas e ferramentas de análises estatísticas, há maior incidência de relações fracas entre estes elementos (Barkema & Gomes-Mejia., 1998; Chen & Jermias, 2014).

Nesta linha, mesmo nas pesquisas que identificaram relações significativas entre remuneração e desempenho, os níveis de explicação de parte importante dos modelos são baixos. Alguns exemplos de estudos em empresas listadas no Brasil apontam variados níveis de explicação de 2,7% (Leite & Hein, 2019), 4,1% (Silva et al., 2018), 13,3% (Ernel & Medeiros, 2020) e 31,9% (Degenhart et al., 2017), apesar da inclusão de variáveis de controle e diferentes formas de avaliar o desempenho. Assim, os indícios de ausência de relação ou de grande parte da remuneração não ser explicada pelo desempenho, tanto avaliado por indicadores contábeis quanto de mercado, demonstram desalinhamento entre os níveis de remuneração dos executivos e os níveis de desempenho entregues aos acionistas, sendo esse investigado nesta pesquisa. Esta pesquisa discute a remuneração desalinhada, sendo a parcela recebida pelos executivos que não é explicada pelo desempenho organizacional. Sua operacionalização, como variável, detalhada na metodologia, se dá pelo erro do cálculo de regressão entre desempenho organizacional e remuneração executiva.

Dentre os mecanismos de governança, um dos fatores principais é o Conselho de Administração (CA), ao atuar nos papéis de aconselhamento e controle dos executivos e, dentre as formas que age, participa na definição dos sistemas de incentivos a eles (IBGC, 2015), monitorando e supervisionando as decisões dos gestores, contratando, demitindo e definindo a remuneração dos executivos (Andrade et al., 2009; Jensen, 1993). Para isso podem utilizar combinações com os três elementos principais de remuneração: (a) fixa (salários e benefícios, incluindo a previdência complementar); (b) por desempenho (variável e inclui a participação acionária); e, (c) formas especiais de remuneração (utilizadas como forma de recompensa pelo alcance de resultados) (Wood & Picarelli, 2004). Logo, espera-se atuação do CA no sentido de alinhar remuneração executiva e desempenho organizacional.

Institutos como o IBGC, e pesquisas sobre GC sinalizam para elementos que podem contribuir para um melhor desempenho do CA, incluindo aspectos ligados à independência do conselho em relação aos executivos das companhias. Evidências indicam que conselhos mais independentes estão presentes em situações em que há oportunidade de expropriação por parte do agente, ligados à existência de restrições à influência da diretoria sobre o CA e à dualidade de cargos (Fraile & Fradejas, 2013; Linck et al., 2008) e onde há maior complexidade das empresas, pelo tamanho e número de setores que atua (Boone et al., 2007; Coles et al., 2008; Linck et al., 2008).

Assim, conselhos com maior independência em relação ao acionista controlador e a diretoria executiva, podem funcionar como um mecanismo de GC complementar à remuneração dos executivos (Brandão et al., 2019), atenuando os problemas de agência. Alinhado a estes pontos, atentou-se para necessidade de verificar a atuação e as contribuições do conselho de administração como forma de monitoramento e controle das atividades dos executivos. Neste sentido, esta pesquisa objetiva analisar a influência do conselho de administração no desalinhamento entre o desempenho financeiro e de mercado da empresa com a remuneração dos executivos. Em certa medida, é esperado que o desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho seja inversamente relacionado a características que melhorem o nível de governança do conselho de administração.

Para isso, analisa dados secundários de 181 empresas listadas na B3, de 2010 a 2018, tratados por meio da análise de regressão com dados em painel. O estudo se justifica, uma vez que, apesar da evolução dos estudos sobre remuneração executiva e desempenho organizacional no Brasil, é mais restrito o conjunto de pesquisas sobre o efeito da composição do CA na remuneração executiva (Brandão et al., 2019). Avança na literatura a respeito de remuneração executiva e desempenho organizacional, uma vez que reforça evidências de suas relações ao testar diferentes formas de remuneração com indicadores de desempenho financeiro e de mercado e, principalmente, por analisar o desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional, avaliado pela parte da remuneração não explicada pelo desempenho, entendida como uma forma de custo de agência.

Também apresenta evidências sobre a complexidade na avaliação de contratos de desempenho, observando a diversidade de executivos e o número de conselheiros para avaliar suas ações, julgar e recompensar seus desempenhos. Ainda, contribui para a literatura sobre CA, ao apresentar novos resultados sobre problemas de eficácia como um mecanismo de GC para reduzir os problemas de agência. E, por fim, apresenta contribuições para as empresas e seus gestores, pois, entrelaça as discussões e evidências das relações entre dois mecanismos de governança, buscando elementos que permitam identificar ganhos e falhas na atuação das organizações.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Teoria da Agência e Remuneração Executiva

A Teoria da Agência (TA) visa analisar os conflitos e custos resultantes da separação entre a propriedade e o controle de capital, o que origina as assimetrias informacionais, as distintas disposições a riscos e outros problemas pertinentes à relação principal-agente (Jensen & Meckling, 1976). O problema surge quando os desejos ou objetivos de principal e agente se conflitam e é difícil ou caro para o principal monitorar o que o agente está fazendo, ou seja, o principal não consegue verificar se o agente está agindo de forma adequada, devido à assimetria informacional existente na relação (Eisenhardt, 1989). Assim, considerando que o agente atuará pela maximização de sua utilidade pessoal, há uma boa razão para acreditar que esse não agirá sempre alinhado aos interesses do principal (Saito & Silveira, 2008).

Neste sentido, os sistemas de incentivo, dentre eles a remuneração executiva, é uma ferramenta utilizada para mitigar os conflitos de agência, através de recompensas para os

agentes, com o intuito de que esses tomem decisões que maximizem o valor da organização para o principal (Silva et al., 2018). Pesquisas divergem em seus resultados sobre a relação das diferentes formas de uso da remuneração e de avaliar o desempenho da gestão com o desempenho corporativo. Blanes et al. (2020) evidenciaram que a remuneração do CEO é sensível às variações de desempenho da firma, tanto na abordagem contábil quanto na de mercado, através de uma meta-análise de 121 estudos sobre remuneração publicados entre 1998 e 2018 com o objetivo de identificar os principais impulsionadores da remuneração de CEOs de uma perspectiva global. Os meta-resultados revelam uma correlação positiva remuneração-desempenho do CEO (o coeficiente de correlação mais alto corresponde ao Lucro por ação com 34%).

Em empresas chinesas, Rehman et al. (2021) identificaram associação positiva entre lucratividade e remuneração, enquanto em empresas do Paquistão et al. (2017) relataram uma associação negativa entre a remuneração executiva e a medida de desempenho de mercado. No contexto brasileiro, Silva et al., (2018), analisaram a relação entre remuneração dos gestores de 48 empresas listadas no Ibovespa e seus indicadores desempenho. Os achados evidenciaram que os indicadores de Lucro por ação e ROE não foram estatisticamente significativos para explicar as variações da remuneração dos gestores das empresas analisadas. Já os indicadores variação do valor de mercado e Q de Tobin explicaram parte da remuneração. Relativo à remuneração por ações, Ernel e Medeiros (2020) investigaram determinantes de sua utilização e as variáveis que influenciam o montante pago de 287 empresas listadas na B3, com dados do período de 2010 a 2016. Os resultados indicaram que apenas o Q de Tobin e Book Leverage foram estatisticamente significativos, respectivamente, de forma positiva e negativa, em relação ao montante de remuneração por ações.

Ainda, Aguiar e Pimentel (2017) que analisaram a relação entre remuneração de executivos e desempenho financeiro e de mercado de 333 empresas brasileiras no período de 2011 a 2015, encontraram relações estatisticamente significativas entre remuneração e desempenho, tanto financeiro, quanto de mercado. Em contrapartida, Souza et al. (2017) testaram a relação entre remuneração e desempenho de 228 companhias de capital aberto entre os anos de 2011 e 2013 com base em indicadores financeiros e não financeiros. Os autores identificaram que há relação significativa e positiva entre o desempenho financeiro e remuneração, porém, referente ao desempenho de mercado e os elementos de remuneração, não foram identificadas relações relevantes, constatando que as políticas de remuneração tendem a não serem efetivas para alinhar os interesses do principal com os interesses dos agentes, contribuindo para os conflitos de agência.

O conjunto de remuneração fixa e variável para os executivos é um meio de compensação que busca alinhar interesses entre executivos, conselheiros e proprietários e direcionar esforços para curto ou longo prazo. É um dos assuntos mais discutidos baseado na Teoria da Agência (Bebchuk & Weisbach, 2010; Becht & DeLong., 2002; Gillan, 2006; IBGC, 2009; Silveira, 2010). O conjunto de remuneração variável por desempenho inclui incentivos de curto prazo: gratificações em dinheiro e participação nos ganhos e lucros; e para direcionamentos de longo prazo: opções sobre ações, direitos sobre valorização de ações, ações por desempenho, ações fantasmas e remuneração diferida (Anthony & Govindarajan, 2002; Atkinson et al., 2008; Heisler, 2007). Considerando as expectativas teóricas e as evidências empíricas da literatura, a primeira hipótese é assim descrita:

H1: A remuneração dos executivos está diretamente relacionada ao desempenho financeiro e desempenho de mercado.

2.2 Conselho de Administração

Considerando as evidências sobre desalinhamento entre desempenho e remuneração, tanto pela ausência de relação entre ambas ou pelos baixos níveis de explicação dos modelos usados nas pesquisas (ex.: Degenhart et al., 2017; Ernel & Medeiros, 2020; Leite & Hein, 2019; Silva et al., 2018), para que a política de compensação seja capaz de alinhar os interesses dos agentes e principais são necessários outros mecanismos de GC (Correia et al., 2014). Assim, conforme as recomendações do IBGC, as "boas práticas" de governança sugerem que os contratos sejam elaborados e aprovados por diferentes níveis e definem que o CA é o responsável pela definição da política da remuneração executiva (IBGC, 2015).

O CA é visto como o principal instrumento de GC (Jensen, 1993). Existem diferentes características estudadas como determinantes da qualidade de GC relacionada ao CA, destacando o número de membros, grau de independência, prazos de mandatos, especializações dos participantes, existência de outras relações dos conselheiros com a empresa (partes interessadas), a existência de duplicidade nos cargos de presidente do conselho (Chairman) e diretor-presidente (CEO), comitês de conselheiros (de auditoria, de remuneração, de nomeação de novos membros), etc. (Bebchuk & Weisbach, 2010; Brandão et al., 2019; Ihlenfeldt et al., 2019; Mascena et al., 2020; Silveira, 2010).

Relativo a estas características, pesquisas apontam relações diferentes entre elas e o desempenho das empresas. Em estudo mais recente, Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, (2019) analisaram como as características do conselho (como o tamanho, independência e dualidade do CEO) influenciam o desempenho. Através de uma amostra final composta por 10.314 observações de um ano pertencentes a 34 países que foram agrupados em seis zonas geográficas: África, Ásia, Europa, América Latina, América do Norte e Oceania, em geral, os resultados mostraram que algumas características do conselho, como tamanho do conselho, independência do conselho e até mesmo a dualidade de cargos, estavam positivamente associadas ao desempenho da empresa.

Sob outras perspectivas, conselhos com mais integrantes tiveram associação negativa com as taxas mais elevadas de valorização das ações, retorno sobre o capital investido e valor da empresa (Cheng, 2008). Também se analisou o tamanho do conselho em relação a fatores de mudanças organizacionais, como aquisições de empresas e reestruturação de atividades, obtendo associação negativa. Isso pode ter ligação com a dificuldade diante da necessidade de consenso entre um número maior de pessoas (Cheng, 2008). Andrade et al. (2009), estudaram a relação entre a composição do conselho de administração, valor de mercado e desempenho de empresas brasileiras. Os resultados apontaram que a composição do conselho de administração exerce influência tanto no valor de mercado, quanto no desempenho das companhias estudadas, uma vez que a quantidade total de conselheiros foi estatisticamente significativa e positiva em relação ao valor de mercado e desempenho.

Relacionado a elementos que caracterizam maior independência do CA, maior participação de conselheiros independentes foi relacionada a maiores níveis de rentabilidade (Krivogorsky, 2006). No entanto, conselhos menores e menos independentes foram relacionados a um retorno maior das ações e a empresas gerenciadas pelos proprietários (Linck, et al., 2008). A duplicidade de posições, quando o diretor-presidente também ocupa o cargo de presidente do CA, apresenta uma relação negativa com o desempenho das companhias (Krivogorsky, 2006). Nessa situação, ocorrem perdas de controle das atividades da direção (Sora & Natale, 2004) podendo elevar os problemas de agência. Um dos objetivos da busca por conselhos independentes é impedir que a diretoria influencie o CA. Assim, se identifica que o número de membros independentes está negativamente relacionado à influência dos gestores sobre o conselho e a dualidade de cargos CEO/Chairman, e positivamente associado à existência de restrições a esses assédios (Fraile & Fradejas, 2013; Linck et al., 2008).

Com relação ao efeito de características do CA na remuneração de executivos, interesse desta pesquisa, os resultados da meta-análise de Blanes et al. (2020) sugerem que empresas maiores e conselhos mais independentes fortalecem a associação remuneração-desempenho. No entanto, Rehman et al. (2021) identificaram, em empresas chinesas, que a dualidade do CEO apresentou uma relação positiva com a remuneração executiva, assim como o tamanho e a independência do conselho, o que sinaliza para ineficácia do conselho na redução do entrincheiramento gerencial, enquanto Sheik et al. (2017) ao analisarem empresas do Paquistão, encontraram relação negativa entre a dualidade e a remuneração e ausência de relações estatisticamente significativa das variáveis tamanho e independência.

No contexto brasileiro, Brandão et al. (2019) analisaram a composição do conselho e a sensibilidade da remuneração ao desempenho de mercado (pay-performance sensitivity – PPS) de 92 empresas listadas na B3, com dados de 2013 a 2015. Os resultados indicam que a proporção de executivos e membros independentes no CA reduz a PPS, enquanto a dualidade de cargos não apresentou relação significativa, que foi identificada por Ataay (2018) para redução da PPS em empresas da Turquia. Nesta linha, Freitas et al. (2020) investigaram a influência da estrutura do CA e concentração acionária sobre a remuneração total dos executivos de 232 empresas listadas na B3, 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.

Ainda, Granzotto e Sonza (2019) analisaram a eficiência dos mecanismos de GC relacionados à compensação dos executivos e monitoramento do CA na resolução dos conflitos de agência de 42 empresas listadas na B3, de 1999 a 2016. Os autores identificaram que o monitoramento é mais eficiente do que a compensação para mitigar os problemas de agência, onde o CA é um agente ativo na verificação das ações dos executivos, refletindo em resultados que afetam positivamente o desempenho. Por outro lado, em empresas australianas, Agha e Hossain (2022) analisaram se o monitoramento do CA e a remuneração por ações do CEO são mecanismos substitutos. Identificaram que o nível de monitoramento dos membros independentes não faz diferença quando o CEO recebe incentivos altos ou baixos, mas reduz o valor da empresa quando utilizado como um mecanismo para substituir os incentivos.

Nesse sentido, com base nos elementos apresentados e discutidos, o conjunto de fatores ligados ao CA, especialmente o nível de independência, é determinante de outros elementos organizacionais. Em particular, quando analisadas questões que podem fortalecer ou enfraquecer o conjunto de mecanismos da Governança Corporativa. Assim, a relação entre o monitoramento do CA e a remuneração de executivos é uma das condições para que o CA seja um mecanismo eficaz de GC (Brandão et al., 2019). Deste modo, sendo a remuneração um mecanismo de GC, que busca reduzir os conflitos de agência e, sendo o CA um dos principais agentes no desenvolvimento dos planos de remuneração, espera-se que CAs mais independentes reduzam o problema de agência, ao diminuir o desalinhamento entre remuneração e desempenho. Isto posto, incorre nas seguintes hipóteses:

H2: O desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho organizacional está diretamente relacionado à dualidade de cargos entre CEO e Chairman.

H3: O desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho organizacional está inversamente relacionado ao nível de independência do conselho de administração.

Estudos sobre remuneração e desempenho também envolvem problemas de limitações na elaboração dos contratos (Bebchuck & Fried, 2003). Considerando o pressuposto de racionalidade limitada (Simon, 1990), ligado à Teoria da Agência (Eisenhardt, 1989), é possível supor que o aumento da complexidade dos contratos de compensação de executivos acaba por desalinhar a remuneração recebida e desempenho entregue. Evidências disso são encontradas

por Bruce e Skovoroda (2013), ao questionarem se a complexidade dos pacotes de recompensas estaria sendo usada como uma forma de aumentos de remuneração, e demonstrarem que a multiplicidade de metas eleva os níveis de bônus dos executivos. Em situações desta natureza aumenta a 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, traduzindo-os em estratégia corporativa e políticas operacionais (Jensen, 1993).

Isso também pode estar relacionado à abordagem do poder gerencial, sobre a qual há evidências de distorções nos sistemas de recompensas, priorizando o nível de renda dos executivos (Akram & Abrar ul haq, 2019), em detrimento do resultado entregue ao principal (Bebchuck & Fried, 2003). Evidências no Brasil apontam que a presença de diretores no CA pode reduzir (Freitas et al., 2020) ou aumentar (Brandão et al., 2019) os montantes de remuneração executiva. Em ambos os estudos os resultados revelam que a influência dos diretores reduz a sensibilidade da remuneração com o desempenho. Porém, quando há maior concentração acionária, Freitas et al. (2020) perceberam que há melhora na sensibilidade estudada. Considerando que os pacotes de remuneração são elaborados e negociados pelo CA (Andrade et al., 2009; Bebchuck & Fried, 2003; Fraile & Fradejas, 2013), órgão responsável por aconselhar e controlar os executivos, os conselheiros podem frear os interesses oportunistas dos executivos por remuneração.

Desta forma, um maior número de executivos para serem controlados e incentivados podem tornar complexo o trabalho do conselho em alinhar a sensibilidade da remuneração aos níveis de desempenho dos agentes e do principal. Por outro lado, conselhos com maior número de conselheiros poderiam analisar, com maior diversidade de conhecimentos e experiências, os contratos de compensação por diferentes aspectos, reforçando achados sobre a melhoria da sensibilidade da remuneração ao desempenho (Ataay, 2018; Forbes e Milliken, 1999; Sarhan et al., 2019), reduzindo o nível de remuneração desalinhada, resultando nas hipóteses:

H4: O desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho organizacional está inversamente relacionado ao tamanho do CA.

H5: O desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho organizacional está diretamente relacionado ao maior número de executivos por conselheiro.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Classificação da pesquisa

A pesquisa é classificada como descritiva e quantitativa, pois testou as hipóteses propostas utilizando regressão linear múltipla, por meio de quatro modelos econométricos elaborados com as variáveis, sendo três para teste de **H1** e um para o teste de **H2 a H5**, expressos e detalhados a seguir.

3.2 Variáveis da pesquisa e modelos econométricos

Cinco modelos econométricos foram utilizados com o intuito de testar as hipóteses apresentadas. Com relação a remuneração e desempenho, a variável dependente foi obtida a partir das informações divulgadas pelas empresas, e classificada conforme Cadman et al. (2010): remuneração variável de curto prazo; e remuneração por ações. As descrições de cada variável para teste de **H1** são apresentadas na Figura 1.

Figura 1*Variáveis para teste de H1*

	Nome	Descrição	Fonte	Referência	RE
D	REMVTT	Remuneração variável total dos executivos, composta por REMVCP e REMACOES.	FRE	Proposta pelo estudo.	
D	REMVCP	Remuneração variável dos executivos, exceto remuneração por ações, composta por bônus e participação nos lucros.	FRE	Cadman, Carter e Hillegeist (2010); Degenhart, Martins e Hein (2017).	
D	REMACOES	Remuneração por ações dos executivos.	FRE	Cadman, Carter e Hillegeist (2010); Ernel e Medeiros (2020); Kaveski et al., (2015)	
I*	ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido, obtido pela razão entre o Lucro Líquido e Patrimônio Líquido.	Economática	Aguiar e Pimental (2017), Beuren et al. (2014), Brandão et al. (2019), Silva et al. (2018).	+
I	QTOBIN	Desempenho de mercado da empresa, medido por (valor de mercado + dívida bruta)/Ativo.	Economática	Aguiar e Pimental (2017); Granzotto e Sonza (2019), Silva et al. (2018)	+
I	MKTB	Market-to-book da empresa, medido por (valor de mercado/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

Para testar **H1** foram utilizados três modelos econométricos:

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

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

$$REMACOES_{it} = \beta_0 + \beta_1 QTOBIN_{it} + \beta_2 MKTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad [3]$$

Sendo:

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

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

$REMACOES_{it}$: remuneração por ações dos executivos da empresa i no tempo t ;

β_0 : constante dos modelos;

$\beta_1 \dots \beta_3$: parâmetros das variáveis explicativas dos modelos;

ROE : desempenho da empresa i no tempo t ;

$QTOBIN$: Q de Tobin da empresa i no tempo t ;

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

ε_{it} : termos de erro dos modelos.

Com relação aos modelos para **H1**, espera-se que as diferentes formas de remuneração dos executivos sejam diretamente proporcionais ao desempenho e porte da empresa, ou seja, espera-se que ambos sejam estatisticamente significativos para explicar as variações da remuneração.

Para teste de **H2 a H5**, novamente foram definidas três variáveis dependentes a serem testadas, conforme descrito na Figura 2.

Figura 2

Variáveis para teste de H2 à H5

	Nome	Descrição	Fonte	Referência	RE
D	REMVTTne	Remuneração variável total dos executivos não explicada pelo desempenho.	Módulo do resíduo: eq [2]	Proposta pelo estudo.	
D	REMVCPne	Remuneração variável dos executivos não explicada pelo desempenho, exceto remuneração por ações.	Módulo do resíduo: eq [3]	Proposta pelo estudo.	
D	REMACOESne	Remuneração por ações dos executivos não explicada pelo desempenho.	Módulo do resíduo: eq [4]	Proposta pelo estudo.	
I	DUAL (H2)	Dualidade de cargos entre diretor presidente (CEO) e presidente do CA (<i>Chairman</i>): 1 para dualidade; 0 para não dualidade.	FRE	Brandão et al. (2019); Correia et al. (2014); Freitas et al. (2020)	+
I	INDEP (H3)	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 (H4)	Tamanho do CA.	FRE	Correia et al. (2014);	-
I	DIRPODER (H5)	Tamanho da Diretoria em relação ao tamanho do CA, medido pela razão entre o número de membros da diretoria executiva e o número de membros do CA.	FRE	Proposta pelo estudo.	+
C	GOV	Dummy: 1 para participação no segmento de Governança da B3, Novo Mercado; 0 para outros casos	B3	Aguiar e Pimentel (2017)	-
C	REMMEDCA	Remuneração média do CA.	FRE	Boyd (1994).	+
C	TAM	Porte da empresa, medido pelo logaritmo do Ativo Total.	Economática	Chhaochharia e Grinstein (2009); Degenhart et al. (2017); Firth et al. (2007); Freitas et al., (2020); Jensen (1994);	+
C	END	Endividamento da empresa	Economática	Brick et al. (2006).	+

Legenda: D: variável dependente; I: variável independente; C: controles; FRE: formulário de referência; B3: website da Bolsa Brasil Balcão; RE: Relação esperada;

Diante das variáveis e hipóteses propostas, o modelo [4], é assim descrito:

$$REMne_{it} = \beta_0 + \beta_1 DUAL_{it} + \beta_2 INDEP_{it} + \beta_3 CATAM_{it} + \beta_4 DIRPODER_{it} + \gamma Controles + \varepsilon_{it} \quad [4]$$

Sendo:

$REMne_{it}$: remuneração dos executivos não explicada pelo desempenho da empresa i no tempo t , segregada em 3 variáveis, conforme descrito na Figura 2;

β_0 : constante do modelo;

β_1 a β_4 : parâmetros das variáveis explicativas do modelo;

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

$DUAL$: dualidade de cargos entre diretor presidente (CEO) e presidente do CA (*Chairman*) 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*;
 γ *Controles*: controles do modelo;
 ε_{it} : termos de erro do modelo.

Com relação a **H2**, espera-se que a dualidade de cargos do CEO aumente o desalinhamento entre remuneração e desempenho, sendo positiva e estatisticamente significativa. Para **H3**, é esperado que um CA com maior nível de independência atue na redução da parte da remuneração que não é explicada pelo desempenho, assim como para **H4**, em que conselhos maiores sejam capazes de atuar para reduzir a remuneração desalinhada do desempenho. Nesse sentido, espera-se que tanto o nível de independência do CA, quanto o tamanho do CA apresentem relações negativas e estatisticamente significativas. Por fim, com relação a **H5**, há expectativa de que um número maior de executivos em relação ao CA aumente a remuneração não vinculada ao desempenho, ou seja, espera-se relação positiva e estatisticamente significativa em relação ao desalinhamento entre remuneração e desempenho.

3.3 Amostra

Inicialmente, foram coletados dados de 235 empresas listadas na B3 em junho de 2019. As empresas do setor financeiro não foram consideradas na amostra por terem características específicas diferentes dos demais setores, técnica também adotada por Beuren et al. (2014), e Silva et al. (2018). A base de dados inicial contemplava 1.979 observações. Após a exclusão das observações com dados faltantes, a amostra final compreendeu um total de 176 empresas listadas na B3, utilizando dados de 2010 a 2018 em um painel não balanceado, com máximo de 1.358 observações, na maioria das variáveis. O número de observações e empresas são apresentados em cada teste, conforme a disponibilidade dos dados das companhias.

3.4 Coleta, tratamento e análise dos dados

A coleta dos dados teve como base a listagem das empresas em junho de 2019 e ocorreu durante o segundo semestre de 2019. As informações relativas à remuneração dos executivos e características do CA foram obtidas a partir das seções 12.6/8 e 13.2 dos Formulários de Referência divulgado pelas empresas e os demais, a partir das Demonstrações Contábeis. Após, foram organizados no Microsoft Excel de acordo com a empresa e ano correspondente, revisados e submetidos a tratamento no software Stata 13. Os dados financeiros foram winsorizados a 5%. A análise quantitativa das hipóteses se deu através de regressão com dados em painel, utilizando o método de mínimos quadrados ordinários. Os testes de robustez e validações, alicerçados em Gujarati e Porter (2011) e Greene (2003), são apresentados e discutidos nos resultados, envolvendo significância do modelo (teste F) individual das variáveis (testes t ou z). Ainda, para avaliação do uso de regressão *pooled*, efeitos fixos ou efeitos aleatórios, utilizou-se os testes de Chow, Hausman e Breusch-Pagan. Após, optou-se por utilizar regressão com matriz de erros robustos para problemas de autocorrelação e heterocedasticidade.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva dos dados

O conjunto de dados foi analisado em dois grupos amostrais. Para teste de **H1** e obtenção dos resíduos para a equação [5], as 181 empresas nos oito anos analisados resultaram em $n=1.358$. Para os testes de **H2 a H5**, o número de observações reduz para 1.310, por ausência de dados nas variáveis. Os dados da estatística descritiva são apresentados na Tabela 1.

Alguns dados são destacados. Os desempenhos de mercado (Q de Tobin e *Market-to-book*), apresentam médias e medianas próximas por empresa/ano, indicando que pelo menos

em metade da amostra, o custo de reposição do capital é maior que o valor de mercado e, que ainda assim, as empresas são valorizadas. Quanto à remuneração, é relevante destacar a Remuneração por Ações (REMACOES), com média de R\$ 1,25 milhões, possui menor desvio padrão dentre os tipos de remuneração, além de apresentar mediana e mínimo zero, indicando que pelo menos metade da amostra não adota essa política de remuneração.

Tabela 1
Estatística Descritiva

Variáveis	n	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
REMVTT	1358	4.316,22	1.773,37	5.759,30	0,00	19.503,79
REMVCP	1358	2.857,63	1.294,08	3.811,77	0,00	13.138,10
REMACOES	1358	1.258,69	0,00	2.385,16	0,00	8.336,52
ROE	1358	0,08	0,09	0,17	-0,33	0,48
QTOBIN	1358	1,49	1,11	1,08	0,26	4,40
MKTB	1358	1,93	1,32	2,50	0,25	36,85
REMVTTne	1358	3.950,71	2.842,69	3.573,09	585,47	17.755,24
REMVCPne	1358	2.684,31	2.228,30	2.251,58	281,03	8.958,44
REMACOESne	1358	1.601,12	1.008,78	1.617,43	354,28	7.685,22
INDEP	1345	0,24	0,20	0,24	0,00	1,00
CATAM	1348	7,84	7,00	3,64	0,07	30,00
DIRPODER	1331	0,77	0,67	0,48	0,00	7,96
REMMEDCA	1348	232,73	148,13	240,07	0,00	899,24
TAM	1358	14,88	14,87	1,75	9,64	21,24
END	1358	0,43	0,35	0,37	0,00	1,46

Legenda: REMVTT: remuneração variável total da diretoria executiva; REMVCP: remuneração variável de curto prazo da diretoria executiva; REMACOES: remuneração por ações da diretoria executiva; ROE: retorno sobre o patrimônio líquido; QTOBIN: Q de Tobin; MKTB: Market-to-book; REMVTTne: remuneração variável total, desalinhada com o desempenho; REMVCPne: remuneração variável de curto prazo, desalinhada com o desempenho; REMACOESne: remuneração por ações, desalinhada com o desempenho; INDEP: nível de independência do conselho de administração; DUAL: dualidade de cargos CEO e Chairman; CATAM: tamanho do conselho de administração; DIRPODER: poder da diretoria; REMMEDCA: remuneração média do conselho de administração; TAM: porte da empresa; END: endividamento da empresa.

O nível de independência do CA (INDEP) apresenta números de 24% de média e mediana de 20%, não chegando a um quarto dos componentes dos conselhos em ambas as medidas. Alinhado a isso, a amostra apresenta média de 0,77 diretores para cada conselheiro (DIRPODER), o que permitiria maior atenção dos conselheiros sobre cada executivo. Nesse sentido, é possível afirmar que as companhias mantiveram um maior número de conselheiros para controlar e direcionar ações dos executivos, porém com menor atenção ao nível de independência do CA.

4.2 Relação entre Remuneração Executiva e Desempenho

Inicialmente, realizou-se teste para identificar a relação entre remuneração executiva e desempenho. Conforme descrito na metodologia, foram realizados três testes com diferentes composições de remuneração variável e indicadores de desempenho contábil e de mercado. Os resultados são apresentados na Tabela 2.

As equações obtidas por regressão linear múltipla, com dados empilhados (*pooled*) pelo método de mínimos quadrados ordinários (MQO). Os cálculos foram desenvolvidos com uso de regressão com erros robustos para heterocedasticidade e autocorrelação. Não foram testados modelos em painel, com efeitos fixos ou aleatórios, assim como não foram incluídas outras formas de controle, pois o objetivo principal é obter os resíduos destas equações, tratados como parcela da remuneração desalinhada ao desempenho das companhias. Assim, buscam-se relações sem a interferência de outras variáveis explicativas.

Tabela 2*Relação entre remuneração e desempenho – n=1.358; i=176*

Var. Dependentes Var. Independentes	REMVTT		REMVCP		REMACOES	
	Coef	p-valor	Coef	p-valor	Coef	p-valor
c	2.026,26	0,000 *	2.433,49	0,000 *	479,16	0,000 *
ROE	1.663,54	0,080 ***	5.105,84	0,000 *		
QTOBIN	614,59	0,000 *			257,90	0,005 *
MTB	638,74	0,000 *			204,21	0,000 *
R ²	0,14		0,05		0,09	
F/p-valor	76,27	0,000 *	69,73	0,000 *	40,41	0,000 *

Legenda: ***p-valor<0,1; **p-valor<0,05; *p-valor<0,01. REMVTT: remuneração variável total da diretoria executiva; REMVCP: remuneração variável de curto prazo da diretoria executiva; REMACOES: remuneração por ações da diretoria executiva; ROE: retorno sobre o patrimônio líquido; QTOBIN: Q de Tobin; MKTB: Market-to-book.

Conforme a Tabela 2, todas as variáveis independentes são positivas e significativas a 1% e 10% para explicar as variações dos diferentes tipos de remuneração, com níveis de explicações de 14% para remuneração variável total, 5% para remuneração de curto prazo, composta por bônus e participação nos lucros e 9% para remuneração por ações. Os achados corroboram com os estudos de Aguiar e Pimentel (2017), Camargos et al. (2007), Gerhart e Milkovich (1990), Firth et al. (2007), Méndez et al. (2011) e Souza et al. (2017), que identificaram tais relações, assim como com o de Ernel e Medeiros (2020), com relações significativas e positivas entre o Q de Tobin e a remuneração.

Diante dos achados, é possível afirmar que, para a amostra analisada, a remuneração é utilizada como um mecanismo de GC que busca alinhar os interesses do agente com os do principal. A existência de relações entre remuneração em dinheiro (bônus e participação nos lucros) com o retorno do patrimônio líquido (investimento do acionista) e entre remuneração por ações e desempenho de mercado reforça essa afirmativa, uma vez que ao remunerar os executivos com estas modalidades, espera-se que os mesmos trabalhem para melhor retorno do capital, tanto por lucros contábeis, quanto pela valorização das ações. Nesse sentido, os resultados obtidos permitem decidir pela não rejeição de **H1**, de que a remuneração dos executivos está diretamente relacionada ao desempenho financeiro e de mercado.

O objetivo desta fase da análise é isolar a parcela de remuneração executiva não explicada pelo desempenho. Os níveis não explicados ficaram entre 86% (REMVTT), 95% (REMVCP) e 91% (REMACOES).

4.3 Análise do Desalinhamento entre Remuneração Executiva e Desempenho

A partir da parcela de remuneração não explicada pelo desempenho, procurou-se identificar características do CA e seus efeitos na remuneração desalinhada com o desempenho, avaliada pela parte da remuneração executiva que não explicada pelo desempenho da empresa. Os resultados são apresentados na Tabela 3.

As variáveis dependentes dos três testes realizados, são resíduos dos testes anteriores, apresentados na Tabela 2. Assim, seus valores positivos e negativos, com média zero, demonstram a parte da remuneração não explicada pelo desempenho medido por ROE, Market-to-book e Q de Tobin. 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.

Sobre os resultados, a dualidade de cargos entre CEO e Chairman não apresentou efeitos estatisticamente significativos com a remuneração não explicada pelo desempenho. Contrariamente ao esperado, uma vez que os CEOs podem optar por não compartilhar totalmente as informações com o conselho, pois isso pode aumentar o monitoramento e reduzir comportamentos oportunistas (Hoitash & Mktchyan, 2021), o que agravaria o desalinhamento, os resultados demonstram que tal prática não implica em aumentos ou reduções do custo de

agência avaliado pela remuneração desalinhada, rejeitando **H2**. Assim, os resultados revelam que a dualidade de cargos não prejudica o alinhamento da remuneração executiva, sendo, em certo nível, um ponto favorável, diante da expectativa de piora da variável, alinhado aos achados de Brandão et al. (2019) sobre empresas no Brasil, contrariando Atay (2018) pelos resultados com empresas turcas.

Tabela 3

Relações entre remuneração desalinhada e CA – n=1.310, i=174

Var. Dependentes Var. Independentes	REMVTNe			REMVCpNe			REMACOESNe		
	Coef.	p-valor		Coef.	p-valor		Coef.	p-valor	
c	-3.341,54	0,169		-2.327,35	0,058 ***		-1.332,55	0,173	
DUAL	-67,74	0,841		392,81	0,123		-159,60	0,409	
INDEPCA	-128,92	0,789		292,18	0,361		-30,16	0,901	
CATAM	136,57	0,042 **		62,55	0,074 ***		50,92	0,026 **	
DIRPODER	599,12	0,011 **		239,34	0,052 ***		406,12	0,001 *	
REMMEDCA	1,81	0,036 **		0,07	0,872		1,24	0,004 *	
GOV	441,69	0,340		-107,40	0,729		383,22	0,049 **	
TAM	258,76	0,095 ***		225,18	0,003 *		101,51	0,114	
END	520,14	0,277		238,65	0,453		2,62	0,990	
Setor	Sim			Sim			Sim		
R ² within	0,01			0,01			0,02		
R ² between	0,28			0,23			0,30		
R ² overall	0,20			0,15			0,18		
Chow	10,00	0,000 *		9,31	0,000 *		8,25	0,000 *	
Hausman	9,06	0,248		10,4	0,167		12,98	0,073 ***	
Breusch-Pagan	1.299,28	0,000 *		1223,99	0,000 *		1076,58	0,000 *	

Legenda: ***p-valor<0,1; **p-valor<0,05; *p-valor<0,01. REMVTNe: remuneração variável total, desalinhada com o desempenho; REMVCpNe: remuneração variável de curto prazo, desalinhada com o desempenho; REMACOESNe: remuneração por ações, desalinhada com o desempenho; INDEP: nível de independência do conselho de administração; DUAL: dualidade de cargos CEO e Chairman; CATAM: tamanho do conselho de administração; DIRPODER: poder da diretoria; REMMEDCA: remuneração média do conselho de administração; TAM: porte da empresa; END; endividamento da empresa; Setor: indica o uso de variáveis dummies para controle do setor da empresa.

Igualmente, o nível de independência do CA não se mostrou estatisticamente significativo em nenhum dos testes realizados, levando à rejeição de **H3**. Desse modo, os resultados agregam evidências divergentes as discussões recentes sobre independência do CA e remuneração no contexto brasileiro, como as de Freitas et al. (2020), que constataram que o percentual de membros independentes aumenta a remuneração e de Brandão et al. (2019), que observaram que membros independentes no CA reduzem a sensibilidade da remuneração sobre o desempenho. Explicações possíveis para o resultado encontrado podem estar relacionadas ao baixo nível de independência dos conselhos da amostra analisadas (média de 24%), uma vez que a teoria da agência discute que um conselho com mais membros independentes é mais efetivo para controlar e monitorar os gestores (Jensen, 1993), ou seja, o número de conselheiros independentes reflete no monitoramento, pois, estes conselheiros, quando em maior número, tem maior probabilidade de analisar as decisões dos gestores e tomar medidas disciplinares quando estes não agem em prol dos interesses dos acionistas (Agha & Hossain, 2022).

Analisando o tamanho do conselho, os testes demonstraram que, quanto maiores os CAs das empresas analisadas, maior o nível de remuneração não explicada pelo desempenho, com relações positivas e significativas a 5% e 10%, rejeitando **H4**. Apesar de a relação esperada ser negativa, pois os pacotes de remuneração são elaborados e negociados pelo CA (Andrade et al., 2009; Bebchuck & Fried, 2003; Fraile & Fradejas, 2013), órgão responsável por controlar os executivos, os resultados revelam que um maior número de conselheiros, além de não reduzir os interesses oportunistas dos executivos por remuneração, acaba por elevar o nível de remuneração desalinhada ao desempenho, também identificado por Ntim et al. (2017). Assim, os resultados não somam evidências ao controle dos executivos pelo CA, o que foi identificado

pela presença de maior concentração acionária, capaz de melhorar a sensibilidade entre as duas variáveis (Freitas et al., 2020).

Conselhos maiores, apesar de somarem conhecimentos e experiências diversificadas, apresentam problemas de decisão, ligados a dificuldades de comunicação, de organização, de coesão e de formação de consenso, limitando a capacidade de controle sobre os executivos (Eisenberg et al., 1998; Forbes & Milliken, 1999; Jensen, 1993; Ozkan, 2007). Revela-se, portanto, como um mecanismo de governança com baixo desempenho sobre a atuação pelo alinhamento de interesses por meio dos pacotes de remuneração, alinhado aos achados de Rehman et al. (2021) a respeito da ineficácia do conselho nesta atividade.

Ainda, destaca-se que diretorias maiores em relação ao número de conselheiros (DIRPODER) elevam o custo de agência, medido pela remuneração desalinhada ao desempenho. Os resultados são identificados na remuneração variável, seja em dinheiro, por bônus e participações nos lucros, quanto pelo recebimento de ações. Os testes apontaram relações estatisticamente significativas a 1%, 5% e 10%, não rejeitando **H5**. Explicações possíveis envolvem a influência ou pressão de um maior número de diretores, elevando o poder gerencial (Bebchuck & Fried, 2003), sobre as decisões dos pacotes de remuneração variável, em um menor número de conselheiros, assim como pode estar relacionada à diversidade de fatores que envolvem as atividades de cada executivo, sendo empregadas outras formas de avaliar o desempenho individualmente, tornando complexa o alinhamento das informações e metas (Jensen, 1993), o que oportunizaria expropriação por parte dos executivos (Bruce & Skovoroda, 2013). No entanto, independentemente da motivação, as consequências envolvem maior desalinhamento entre remuneração recebida e desempenho entregue ao principal, reforçando o custo de agência.

Por fim, dentre as variáveis de controle, o tamanho da empresa, a remuneração média do CA e o nível de governança se mostraram estatisticamente significativas, sinalizando que empresas maiores tendem a ter mais dificuldades com as políticas de remuneração, possivelmente pela complexidade na elaboração dos contratos diante do maior número de áreas, unidades de negócio e diretores a serem avaliados e recompensados.

Na Tabela 4 é apresentada uma análise complementar, segregando a remuneração em pagamentos inferiores e superiores ao esperado. Foram testadas as observações que apresentaram erro negativo, em que o valor pago de remuneração foi inferior ao calculado nas regressões (apresentadas na Tabela 2), e aquelas com erro positivo, com pagamentos acima do cálculo estimado. As variáveis foram operacionalizadas em módulo.

Tabela 4

Análise Complementar – Pagamentos inferiores e superiores ao valor calculado

	REMVTTe		REMVCpNe		REMACOESNe	
	Inferiores	Superiores	Inferiores	Superiores	Inferiores	Superiores
c	6.460,16 *	-36.824,74 *	3.062,47 *	-20.800,51 *	1.726,58 *	-7.986,33 ***
DUAL	2,68	492,79	50,57	1.139,51	-37,48	37,09
INDEPCA	-234,25	-1.144,07	-195,77	988,39	-45,25	-377,08
CATAM	-22,89	313,62 *	-16,50	149,57 *	5,44	64,76
DIRPODER	371,10 **	885,91 ***	112,30	463,47	206,83 *	439,19 ***
REMMEDCA	-0,46	1,57	-0,73 *	1,07	0,21	1,70 ***
GOV	-5,25	84,68	-39,66	-777,94 ***	55,03	205,62
TAM	-254,78 *	2338,60 *	-48,32 ***	1.268,47 *	-63,39 *	602,88 **
END	639,31 **	494,86	-323,03 **	1.446,10 *	360,14 *	-369,01
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² within	0,06	0,17	0,03	0,09	0,04	0,05
R ² between	0,15	0,46	0,11	0,51	0,21	0,26
R ² overall	0,07	0,42	0,07	0,42	0,17	0,17

Legenda: ***p-valor<0,1; **p-valor<0,05; *p-valor<0,01. REMVTTe: remuneração variável total, desalinhada com o desempenho; REMVCpNe: remuneração variável de curto prazo, desalinhada com o desempenho; REMACOESNe: remuneração por ações, desalinhada com o desempenho; INDEP: nível de independência do conselho de administração; DUAL:

dualidade de cargos CEO e Chairman; CATAM: tamanho do conselho de administração; DIRPODER: poder da diretoria; REMMEDCA: remuneração média do conselho de administração; TAM: porte da empresa; END; endividamento da empresa; Setor: indica o uso de variáveis *dummies* para controle do setor da empresa.

Esta análise indica que tanto a dualidade de cargos (DUAL), quanto o nível de independência do CA (INDEP), não exercem efeitos sobre o desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho da amostra analisada, reforçando os achados da Tabela 3. Relativo ao tamanho do CA (CATAM), os achados evidenciam que conselhos maiores podem ter mais dificuldade em definir as políticas de remuneração, principalmente com relação à remuneração de curto prazo (bônus e participação nos lucros), haja vista a significância estatística positiva desta variável com os montantes de remuneração acima do cálculo estimado.

Ainda, verifica-se que o poder da diretoria (DIRPODER) agrava o desalinhamento, tanto para mais, quanto para menos, reforçando os achados de que um número maior de diretores em relação aos conselheiros é capaz de influenciar os montantes de remuneração. Com as relações para ambos os sentidos, os resultados revelam que há maior complexidade na elaboração dos pacotes de remuneração, na medida que há mais diretores a serem monitorados e incentivados e menos conselheiros para discutirem e negociarem os incentivos.

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).

Por fim, as variáveis de controle tamanho e endividamento indicam que empresas maiores e mais endividadas apresentam maior desalinhamento entre remuneração e desempenho. As relações estatisticamente significativas, principalmente com a remuneração de curto prazo (bônus e participação nos lucros), demonstram que conforme ambos se elevam, o montante pago abaixo do estimado diminui, enquanto o montante pago acima aumenta.

Uma síntese das hipóteses é apresentada na Figura 3.

Figura 3

Resumo das hipóteses e resultados

Hipótese	E*	R*	Decisão
H1: A remuneração dos executivos está diretamente relacionada ao desempenho financeiro e desempenho de mercado.	+	+	Não rejeita
H2: O desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho organizacional está diretamente relacionado à dualidade de cargos entre CEO e Chairman.	+	=	Rejeita
H3: O desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho organizacional está inversamente relacionado ao nível de independência do conselho de administração.	-	=	Rejeita
H4: O desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho organizacional está inversamente relacionado ao tamanho do CA.	-	+	Rejeita
H5: O desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho organizacional está diretamente relacionado ao maior número de executivos por conselheiro.	+	+	Não Rejeita

*E: resultado esperado; R: resultado encontrado

Fonte: Dados da pesquisa.

Em geral, os achados revelam que as expectativas sobre os mecanismos de governança não contribuem para melhorar o alinhamento entre a remuneração executiva e o desempenho organizacional. Estes resultados são preocupantes, na 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.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo dedicou-se em apresentar e discutir relações entre remuneração executiva, desempenho organizacional e a atuação do conselho de administração de empresas listadas na B3. Em particular, buscou fatores ligados ao CA que possam demonstrar eficácia na redução dos níveis de remuneração desalinhada do desempenho, sendo essa um custo de agência.

Os resultados demonstram que as companhias analisadas apresentam contratos de remuneração executiva explicados pelos seus resultados, avaliados por medidas contábeis e de mercado. Entretanto, reforçando os achados de estudos anteriores, parte significativa da remuneração é não explicada pelo desempenho, resultando em um volume, intitulado neste estudo de remuneração desalinhada.

Na sequência, a remuneração desalinhada foi testada com variáveis ligadas ao CA, buscando relações que contribuam para sua redução. Os resultados revelaram efeitos que prejudicam os níveis de governança e elevam os custos de agência e merecem atenção das organizações e seus investidores, pois a manutenção de conselhos maiores está ligado ao aumento do desalinhamento entre remuneração e desempenho. Possíveis consequências disso estão ligadas à expropriação do principal pelo agente, bem como o aumento dos custos com o CA sem contraprestação para a melhoria no desenho dos contratos de desempenho, de forma que alinhem interesses do agente (remuneração executiva) e do principal (desempenho organizacional).

Ainda, buscou-se uma forma de avaliar a complexidade dos pacotes de remuneração, por meio da quantidade de diretores, considerando que isso eleva a diversidade de metas de desempenho a serem consideradas para avaliar suas ações, tornando-a mais complexa e exigindo maior número de informações a serem analisadas e processadas. Ponderou-se isso com o número de conselheiros, visto que um CA mais amplo poderia compensar, unindo conhecimentos e experiências diversas, elaborando contratos de compensação por desempenho com maior alinhamento entre metas de avaliação dos executivos e efeitos para os interesses do principal. Os resultados revelam que esta relação colabora com o problema do desalinhamento da remuneração das companhias analisadas e merece esforços dos CAs em garantir o inverso. Potenciais efeitos estão relacionados a aumento do nível de expropriação, como resultado do poder gerencial ou da complexidade dos contratos, não sendo minimizado pelo aumento de membros do CA para avaliar informações e julgar o desempenho.

Considerando os resultados encontrados, o estudo contribui para a literatura que analisa remuneração executiva e desempenho organizacional, com evidências de suas relações ao testar a diferentes formas de remuneração com indicadores de desempenho financeiro e de mercado, principalmente, por analisar a remuneração desalinhada, avaliada pela parte da remuneração não explicada pelo desempenho, uma forma de custo de agência. Colabora com a literatura sobre CA como mecanismo de GC, ao apresentar novos resultados sobre problemas de sua eficácia em reduzir os problemas de agência. Também apresenta evidências sobre a complexidade na avaliação de contratos de desempenho, observando a diversidade de executivos e o número de conselheiros para avaliar suas ações, julgar e recompensar seus desempenhos.

Com esses achados, o estudo contribui para as empresas e seus gestores, pois, entrelaça as discussões e evidências das relações entre dois mecanismos de governança, buscando elementos que permitam identificar ganhos e falhas na atuação das organizações. Neste ponto, alerta-se para os problemas evidenciados pelos resultados, com atenção necessária aos contratos de remuneração executiva por desempenho e às interações entre conselheiros e diretores.

Cabe destacar que o estudo possui limitações ligadas às variáveis estudadas, que oportunizam novas pesquisas, incluindo outros fatores que demonstrem independência, conhecimento e experiência do CA, assim como gênero, idade e outros fatores que avaliem a

composição do conselho. Ainda, o estudo analisa a remuneração total, que poderia ser analisada pela remuneração do CEO ou remuneração média, assim como recomenda-se avançar pelo uso de outras formas de avaliar o desempenho.

REFERÊNCIAS

- Agha, M., & Hossain, M. M. (2022). Are board monitoring and CEO incentives substitutes for each other? Evidence from Australian market reaction to acquisition announcements. *International Review of Financial Analysis*, 81, 102042. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102042>
- Aguiar, A. B., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545-568. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- Akram, F.; & Abrar ul haq, M. (2019). Assessing the effect of managerial power on firm performance through the perceptual lens of executive remuneration. *Journal of Social Sciences & Humanities*, 27(1), 293-309. <https://mpr.ub.uni-muenchen.de/100050/>
- Andrade, L. P. de; Salazar, G. T.; Calegário, C. L. L.; & Silva, S. S. (2009) Relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *RAM - Revista de Administração Mackenzie*, 10(4), 4-31. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000400002>
- Anthony, R. N.; & Govindarajan, V. (2002). *Sistemas de controle gerencial*. São Paulo: Atlas.
- Attay, A. (2018). Performance sensitivity of executive pay: the role of ownership structure, board leadership structure and board characteristics. *Economic Research-Ekonomiska Istraživanja*, 31(1), 1152-1168. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1456951>
- Atkinson, A. A.; Banker, R. D.; Kaplan, R. S.; & Young, M. (2008). *Contabilidade gerencial* (2nd ed.). São Paulo: Atlas.
- Barkema, H. G.; & Gomez-Mejia, L. R. (1998). Managerial compensation and firm performance: A general research framework. *Academy of Management Journal*, 41(2), 135-145. <https://doi.org/10.5465/257098>
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92. <https://doi.org/10.1257/089533003769204362>
- Bebchuk, L. A.; & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *Review of Financial Studies*, 23(3), 939-961. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp121>
- Becht, M.; & Delong, J. B. (2002). Corporate governance and control. *Anais do NBER Macroeconomics Annual Conference*, working paper9371. Cambridge, 168 p.
- Beuren, I. M.; Zanievycz, M. da S.; Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos Executivos Versus Desempenho das Empresas. *Revista de Administração FACES Journal*, 13(2), 8-25. <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES2014V13N2ART1556>
- Blanes, F., de Fuentes, C., & Porcuna, R. (2019). Executive remuneration determinants: New evidence from meta-analysis. *Economic Research-Ekonomiska Istraživanja*, 33(1), 1-23. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1678503>
- Boone, A. L.; Casares Field, L.; Karpoff, J. M.; & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66-101. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.004>
- Boyd, B. K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, 15, p. 335-344. <https://www.jstor.org/stable/2486778>
- Brandão, I. de F.; Vasconcelos, A. C. de; Luca, M. M. M. de; Crisóstomo, V. L.; (2019) *Revista Contabilidade e Finanças, USP, São Paulo*, 30(79), p 28-41. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), p. 403-423. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005>
- Bushman, R. M. & Smith, A. J. (2003) Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Economic Policy Review*, 9(1), 65-87. <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/2003/EPRvol9no1.pdf>

- Bruce, A., & Skovoroda, R. (2013). Bankers' bonuses and the financial crisis: Context, evidence and the rhetoric-policy gap. *Business History*, 55(2), 139–160. <https://doi.org/10.1080/00076791.2012.715283>
- Cadman, B.; Carter, M. E.; & Hillegeist, S. (2010) The incentives of compensation consultants and CEO pay. *Journal of Accounting and Economics*, 49(3), 263–280. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.03.002>
- Camargos, M. A.; Helal, D. H.; & Boas, A. P. (2007). Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. *Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção*, Foz do Iguaçu, PR, Brasil.
- Campbell, K.; Johnston D; Sefcik S. E.; & Soderstrom N. S. (2007). Executive compensation and non-financial risk: an empirical examination. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 436–462. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2007.05.001>
- Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2009). CEO Compensation and Board Structure. *The Journal of Finance*, 64(1), p. 231-261. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01433.x>
- Chen, Y.; & Jermias, J. (2014). Business strategy, executive compensation and firm performance. *Accounting & Finance*, 54(1), 113-134. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2012.00498.x>
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157–176. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.10.006>
- Coles, J.; Daniel, N.; & Naveen, L. (2008). Boards: does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>
- Correia L. F.; Amaral H. G.; & Louvet P. (2014). Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(1), 2-37. <https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/115>
- Degenhart, L., Martins, D. de L. C. da C., & Hein, N. (2017). Desempenho Econômico-Financeiro e Remuneração dos Diretores Executivos das Empresas Brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(3), 118-135. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v36i3.33129>
- Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M. T. (1998). Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35-54. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00003-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00003-8)
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Ernel, M. D. A.; & Medeiros. V. (2020) Plano de Remuneração baseado em Ações: uma análise dos determinantes de sua utilização. *Revista Contabilidade e Finanças*, 31(82), 84-98. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2963481>
- Essen, M., Otten, J.; & Carberry, E. J. (2015). Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*, 41(1), 164-202. <https://doi.org/10.1177/0149206311429378>
- Forbes, D. P. & Milliken, F. (1999). Cognition and Corporate Governance: Understanding Board of Directors as Strategic Decision-Making Groups. *Academy of Management Review*, 24(3), 489-505. <https://www.jstor.org/stable/259138>
- Firth, M.; Fung, P. M. Y.; & Rui, O. M. (2007). How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. *Journal of Business Research*, 60(7), 776–785. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.01.014>
- Fraille, I. A.; & Fradejas, N. A. (2013). Ownership structure and board composition in a high ownership concentration context. *European Management Journal*, 32(4), 646-657. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.10.003>
- Freitas, M. R. O.; Pereira, G. M.; Vasconcelos, A. de C. de; & Luca, M. M. M. de. (2020). Concentração Acionária Conselho de Administração e Remuneração de Executivos. *ERA - Revista de Administração de Empresas*, 60(5), 322-335. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020200503>
- Ganzotto, A.; & Sonza, I. B. (2019). Compensar ou Monitorar os Executivos? *Race - Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 18(3), 393-418. <https://doi.org/10.18593/race.20740>
- Greene, W. H. *Econometric Analysis*. (5. ed.). Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.

- Gujarati, D. N.; & Porter D. C. (2011). *Basic Econometrics*. (5. ed.). New York, NY: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Heisler, W. J. (2007). Ethical choices in the design and administration of executive compensation programs. *Business Horizons*, 50, 277–290. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2006.12.001>
- Hoitash, U., & Mkrtchyan, A. (2021). Internal governance and outside directors' connections to non-director executives. *Journal of Accounting and Economics*, 73, 101436. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2021.101436>
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código de melhores práticas de governança corporativa*. (5. ed.). São Paulo: IBGC.
- Ihlenfeldt, E. L.; Colauto, R. D.; & Barros, C. M. E. (2019). Qualidade do Conselho de Administração na Internacionalização de Companhias Brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 15(4), 87-108. <https://doi.org/10.4270/ruc.2019429>
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure, and performance in continental Europe. *The International Journal of Accounting*, 41(2), 176–197. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.04.002>
- Leite, M.; & Hein, N. (2019). Relação entre Remuneração dos Executivos e o Desempenho Econômico e Financeiro em Empresas Brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 9(1), 17-36. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v9i1.6078>
- Linck, J.; Netter, J.; & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308–328. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.004>
- Mascena, K. M. C. de; Barakat, S. R.; Isabella, G.; & Fischmann, A. A. (2020). A Influência da estrutura do Conselho de Administração e da concentração acionária na divulgação de relatórios GRI. *Revista Brasileira de Gestão e Negócios*, 22(3), 608–627. <https://doi.org/10.7819/rbg.n.v22i3.4075>
- Méndez, C. F.; García, R. A.; & Rodríguez, E. F. (2011). Corporate governance and executive pay in the Spanish market. *The Spanish Review of Financial Economics*, 9(2), 55–68. <https://doi.org/10.1016/j.srfe.2011.09.004>
- Ntim, C. G.; Lindop, S.; Thomas, D. A.; Abdou, H.; & Opong, K. K. (2017). Executive pay and performance: the moderating effect of CEO power and governance structure. *The International Journal of Human Resource Management*, 30(6), 921-963. <https://doi.org/10.1080/09585192.2017.1282532>
- Ozkan, N. (2007). Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(5), p. 349-364. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2006.08.002>
- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2019). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), 1251–1297. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00330-x>
- Rehman, A. ur, Ali, T., Hussain, S., & Waheed, A. (2021). Executive remuneration, corporate governance and corporate performance: Evidence from China. *Economic Research-Ekonomika Istraživanja*, 34(1), 1–26. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2020.1867214>
- Sarhan, A. A.; Ntim, C. G.; & Al-Najair, B. (2019). Board diversity, corporate governance, corporate performance, and executive pay. *International Journal of Finance & Economics*, 24(2), 761-786. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1690>
- Sheikh, M. F., Shah, S. Z. A., & Akbar, S. (2017). Firm performance, corporate governance and executive compensation in Pakistan. *Applied Economics*, 50(18), 2012–2027. <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1386277>
- Shleifer, A. & Vishny, R. A (1997). *Survey of corporate governance*. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, R. B.; Silva, D. S. C.; Luca, M. M. M. de; & Vasconcelos, A. de C. de; (2018). Remuneração dos Executivos e Indicadores de Desempenho em Empresas participantes do Ibovespa. *Race - Revista*

- de Administração, Contabilidade e Economia*, 17(3), 867-888.
<http://dx.doi.org/10.18593/race.v17i3.16721>
- Silveira, A. D. M. da. (2010). *Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Simon, H. A. (1990). Bounded Rationality. *Utility and Probability*, 15–18. https://doi.org/10.1007/978-1-349-20568-4_5
- Sora, S. a.; & Natale, S. M. (2004). The ethical dilemma of merging the roles of CEO and chairman of the board. *Corporate Governance*, 4(2), 64–68. <https://doi.org/10.1108/14720700410534985>
- Wood Jr., T.; & Picarelli Filho, V. (2004). *Remuneração e Carreira por Habilidades e por Competências*. São Paulo: Atlas.
- Zorn, M. L.; Shropshire, C.; Martin, J. A.; Combs, J. G.; & Ketchen Jr., D. J. (2017). Home alone: the effects of lone-insider boards on CEO pay, financial misconduct, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 38(13), 2623-2646. <https://doi.org/10.1002/smj.2661>