

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL**  
**FACULDADE DE CIÊNCIAS CONÔMICAS**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE**

**STYLIANO DRAGO VLASSIS**

**A SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO DOS DIRETORES E AS RELAÇÕES  
FAMILIARES ENTRE CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E ALTA DIRETORIA**

**PORTO ALEGRE**

**2021**

**STYLIANO DRAGO VLASSIS**

**A SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO DOS DIRETORES E AS RELAÇÕES  
FAMILIARES ENTRE CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E ALTA DIRETORIA**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Marco Antônio dos Santos Martins

**PORTO ALEGRE**

**2021**

**STYLIANO DRAGO VLASSIS**

**A SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO DOS DIRETORES E AS RELAÇÕES  
FAMILIARES ENTRE CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E ALTA DIRETORIA**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Aprovada em: Porto Alegre, 30 de junho de 2021.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Marco Antônio dos Santos Martins – Orientador

UFRGS

---

Profa. Dra. Fernanda Gomes Victor

UFRGS

---

Prof. Dr. Everton da Silveira Farias

UFRGS

---

Profa. Dra. Frederike Monika Budiner Mette

PUCRS

### CIP - Catalogação na Publicação

Vlassis, Styliano Drago

A sensibilidade da remuneração dos diretores e as relações familiares entre conselho de administração e alta diretoria / Styliano Drago Vlassis. -- 2021.

50 f.

Orientador: Marco Antônio dos Santos Martins.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Porto Alegre, BR-RS, 2021.

1. Remuneração executiva. 2. Relações familiares. 3. Governança corporativa. 4. Sensibilidade da remuneração de executivos. I. Martins, Marco Antônio dos Santos, orient. II. Título.

## RESUMO

VLASSIS, Styliano Drago. **A sensibilidade da remuneração dos diretores e as relações familiares entre conselho de administração e alta diretoria**. 2021. 50 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2021.

A presente pesquisa objetivou analisar a influência das relações familiares entre diretores e membros de administração na sensibilidade da remuneração de executivos das companhias listadas no índice IBRX 100 da B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) nos anos de 2017 a 2019. Dessa forma, efetuou-se uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental, utilizando-se dos dados disponíveis nos bancos de dados da Economatica® e nos Formulários de Referência das companhias na B3 através do software R. A análise foi efetuada com base na regressão de dados em painel, para 67 companhias, utilizando-se Mínimos Quadrados Generalizados (GLS), com a estimação de Hausman-Taylor. Como variável dependente se adotou a variação da remuneração total da diretoria em relação ao ano anterior das companhias da amostra. Para tal, analisou-se a presença de vínculos familiares entre conselheiros e diretores, além da variação de valor de mercado das firmas em relação ao ano anterior. Ademais, controlou-se a análise com a utilização de variáveis atreladas ao desempenho organizacional, como: tamanho da companhia, segmento, retorno do patrimônio líquido, controle acionário e percentual de conselheiros eleitos pelo acionista majoritário. Os resultados auferidos demonstraram que a presença dos laços familiares descritos se mostrou significativa em relação à sensibilidade da remuneração executiva, tendo a afetado de forma negativa. Assim, a pesquisa contribui para o enriquecimento da literatura e discussões acerca do assunto, ressaltando a importância dos mecanismos de governança corporativa na mitigação de problemas de agência.

**Palavras-chaves:** Sensibilidade da remuneração de executivos. Relações familiares. Governança corporativa. Remuneração executiva. Conselho de administração.

## ABSTRACT

VCLASSIS, Styliano Drago. **Pay-performance sensitivity and family ties between board members and top management.** 2021. 50 f. Master's thesis (Master in Accounting and Controllershship) – Pos-Graduate Program in Accounting and Controllershship, Federal University of Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2021.

This research aims to analyze the influence of family ties between top managers and members of board on the pay-performance-sensitivity of executive compensation of companies from the IBRX 100 index of B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) in the years 2017 to 2019. Thus, his is a quantitative, descriptive, and documentary research, using the data available in the databases of Economatica® and the Reference Forms of the companies listed in B3 through software R. The analysis was based on panel data regression, for 67 companies, using Generalized Least Squares (GLS), with Hausman-Taylor estimation. As dependent variable, the variation of the total remuneration of the management in relation to the previous year of the companies in the sample was adopted. For this purpose, the presence of family ties between directors and officers was analyzed, in addition, the market value variation of firms over the previous year. Furthermore, the analysis was controlled using variables linked to organizational performance, such as: company size, segment, return on equity, shareholding control and percentage of board members elected by the majority shareholder. The results obtained showed that the presence of the described family ties was significant in relation to the pay performance sensitivity and affected it negatively. Thereby the research contributes to the enrichment of the literature and discussions on the subject, highlighting the importance of corporate governance mechanisms in mitigating agency problems.

**Keywords:** Pay performance sensitivity. Family ties. Corporate governance. Executive compensation. Board of directors.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>6</b>
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA .....	8
1.2	OBJETIVOS.....	9
1.2.1	<b>Objetivo Geral</b> .....	9
1.2.2	<b>Objetivos Específicos</b> .....	9
1.3	JUSTIFICATIVA.....	9
1.4	DELIMITAÇÃO DO ESTUDO .....	11
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>12</b>
2.1	TEORIA DA AGÊNCIA.....	12
2.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	14
2.3	REMUNERAÇÃO EXECUTIVA .....	17
2.4	SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO AO DESEMPENHO E RELAÇÕES FAMILIARES.....	18
2.5	ESTUDOS RELACIONADOS E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES .....	19
<b>3</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>24</b>
3.1	CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA E AMOSTRA.....	24
3.2	AMOSTRA E COLETA DOS DADOS.....	24
3.3	VARIÁVEIS DO ESTUDO .....	32
3.3.1	<b>Variável dependente</b> .....	32
3.3.2	<b>Variáveis independentes</b> .....	32
3.3.3	<b>Variáveis de controle</b> .....	33
3.4	ANÁLISE DOS DADOS .....	34
<b>4</b>	<b>RESULTADOS E ANÁLISES ESTATÍSTICAS</b> .....	<b>36</b>
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA .....	36
4.2	MATRIZ DE CORRELAÇÃO .....	37
4.3	REGRESSÃO DOS DADOS .....	38
4.4	MODELO SEM EMPRESAS DO SETOR FINANCEIRO .....	39
<b>5</b>	<b>CONCLUSÕES</b> .....	<b>42</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>45</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As relações familiares sanguíneas e afetivas estão entre os primeiros vínculos formados pelos humanos e são consideradas entre as mais fortes sob ponto de vista sociológico (RAMOS, 2020; SIMÕES, 2007). Donnelley (1967) define empresas familiares como aquelas que estejam ligadas a uma família por ao menos duas gerações e com diretrizes organizacionais influenciadas pelos interesses e objetivos da família controladora. Essa relação pode ser observada no processo de sucessão, na indicação de parentes ao Conselho de Administração, nos valores institucionais mesclando-se com os valores da empresa, além de outros fatores.

As empresas familiares compõem a maioria da força empresarial mundial, sendo responsáveis por metade do Produto Interno Bruto (PIB) do planeta. No Brasil, os números não são diferentes, as firmas familiares geram cerca de dois terços dos empregos diretos e praticamente metade da produção nacional. Em um primeiro momento, o objetivo dessas firmas é o de corresponder aos desejos do fundador, mas com a evolução, crescimento e sucessões o ambiente dessas empresas se torna mais complexo, levando a necessidade de profissionalização de gestão, bem como de fontes de financiamento para seus projetos (ORO; BEUREN; HEIN, 2009; PETRY; NASCIMENTO, 2009; SANTOS; SILVA, 2018).

Existem duas formas para as firmas estruturarem seu capital e se financiarem: através de dívida ou do capital próprio. Através da primeira buscam financiamento em instituições financeiras por empréstimos ou emitindo títulos de dívida, securitizáveis ou não, tais como as debêntures. Quando utilizam a segunda forma, é através de financiamento dos sócios ou da abertura de capital, ofertando ações em bolsa de valores, através de uma oferta pública inicial ou *initial public offering* (IPO) e depois através de ofertas secundárias, chamadas de *follow on* (MARTINS; TERRA, 2014; MODIGLIANI; MILLER, 1958).

Em geral, as companhias decidem por abrir capital em busca de oportunidades de curto e longo prazo e os recursos obtidos no processo afeta positivamente o crescimento em ambos os cenários. O mercado de capitais brasileiro se caracteriza por muitas empresas familiares, além de empresas de capital misto e companhias que passaram por processo de privatização, além disso há a baixa proteção legal aos acionistas minoritários. Isso leva a alta concentração de controle acionário por poucos controladores (ADAM *et al.*, 2020; BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; STEFFEN; ZANINI, 2012).

Nos mercados saxões, a abertura de capital de uma firma é uma transformação drástica, pois ocorre a separação entre a propriedade e o controle, sob à ótica da Teoria Contratual da Firma, surge o conflito de agência, no qual o principal delega a um agente a execução de algo

em seu nome. Considerando que ambos agem buscando maximizarem sua utilidade, o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal. Com o intuito de poder controlar as ações do agente, o principal pode oferecer remuneração variável ao agente, além de delegar, dentre outras atividades, o monitoramento dos gestores a um conselho de administração ou *board* independente (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014; FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN; MECKLING, 1976).

A Governança Corporativa (GC) surge neste contexto com intuito de minimizar as divergências ocasionadas pelos conflitos de agência (IBGC, 2015). Em busca do bom desempenho da gestão e visando aumentar o valor da empresa, por meio da determinação de melhores práticas gerenciais, a Governança atua criando mecanismos de incentivo e monitoramento e estabelecendo um conjunto de relações entre gestores, acionistas, stakeholders e o conselho de administração. Este último sendo o responsável, dentre outras atribuições, pela fiscalização das boas práticas gerenciais.

Espera-se que um conselho de administração mais independente seja mais eficaz no controle dos gestores e haja de acordo com o interesse dos acionistas (BYRD; HICKMAN, 1992), entretanto, firmas mais novas têm mais dificuldade de atrair membros do conselho com essa expertise, tais firmas acabam colocando amigos e parentes no conselho. Os laços entre a alta administração e o conselho trazem vantagens como uma interação mais fluída entre a alta direção e o *board*, em contrapartida essa situação pode reduzir a eficiência de monitoramento e controle (CHAHINE; GOERGEN, 2014).

No mercado norte-americano, estudos verificaram uma sensibilidade na remuneração maior para a alta direção na presença de laços sociais ou familiares destes como membros do conselho de administração, enquanto em outros mercados o comportamento observado foi inverso. A *pay performance sensitivity* (PPS) ou sensibilidade da remuneração dos diretores é uma forma de medir a variação da riqueza de um administrador da firma com base na variação do valor de mercado da companhia para seus sócios. Trata-se de um incentivo aos gestores para que hajam de acordo com o interesse dos investidores (CHAHINE; GOERGEN, 2014; CIEŚLAK, 2018; JENSEN; MURPHY, 1990).

No mercado brasileiro, de acordo com executivos financeiros que participaram de ofertas públicas iniciais, não houve perspectiva de mudança de controle majoritário da maioria das empresas envolvidas (STEFFEN; ZANINI, 2012). Isso se reflete na estrutura de propriedade concentrada das companhias listadas em bolsa, pois em grande parte delas, poucos acionistas detém o maior do poder de voto (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015). Soma-se ainda a proteção aos minoritários reduzida em países com sistema jurídico que adotam o *code*

*law*, sistema baseado em um código civil, e temos na bolsa de valores brasileira um conflito de agência diferente daquele encontrado na bolsa norte-americana: o conflito Principal-Principal (JENSEN; MECKLING, 1976; LA PORTA *et al.*, 2000a).

Este conflito se caracteriza pela concentração das ações com poder de voto na mão de grandes acionistas, pois estes ao assumirem uma certa quantidade de controle passarão a buscar benefícios privados, onerando os demais investidores, o chamado entrincheiramento. Os proprietários muitas vezes se utilizam da emissão de ações preferenciais sem direito a voto para abertura de capital, mantendo assim o controle da companhia com participação no capital inferior do que o necessário se não houvesse essa classe de ações. Esta divisão de ações resulta em uma separação do controle (tomada de decisões) e do fluxo de caixa (participação no capital total) (SILVEIRA *et al.*, 2004).

Neste contexto, a Teoria da Agência fundamenta este estudo, pois aborda problemas de assimetria da informação, que afetam a relação entre dois interessados em maximizarem sua utilidade (JENSEN; MECKLING, 1976). Em oposição ao conflito Principal-Agente, mais visto em mercados com estrutura de capital dispersa, este estudo aborda a Teoria da Agência sob a ótica do conflito Principal-Principal, no qual o interesse dos acionistas majoritários nem sempre estará alinhado com o interesse dos acionistas minoritários, ocasionando expropriação de riquezas destes por aqueles (BEN ALI, 2014; JENSEN; MECKLING, 1976; LA PORTA *et al.*, 2000a).

## 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Em mercados regidos pelo *code law*, estima-se que a maioria das empresas nos 27 países mais ricos possui estrutura de propriedade concentrada e são controladas majoritariamente por famílias ou pelos governos (LA PORTA *et al.*, 2000b). No Brasil não é diferente, em média o maior acionista possui cerca de 59% do capital votante, podendo decidir dentre outros aspectos a eleição de membros do Conselho de Administração (PINTO; LEAL, 2013). Tal influência age sobre o monitoramento e fiscalização do Conselho de Administração, além de impactar a remuneração executiva da companhia, que tem como um dos seus papéis alinhar os objetivos dos acionistas e diretores.

Sendo assim, em um ambiente de relações familiares entre membros do Conselho de Administração e da diretoria se pode esperar uma menor fiscalização da gestão. Além disso, considerando um dos papéis do *board* de determinar a remuneração executiva, a remuneração dos executivos com vínculos com conselheiros tende a ser menos sensível às oscilações de valor de mercado das empresas.

Neste contexto, busca-se responder a seguinte pergunta motivadora: **Qual a relação entre os laços familiares no conselho de administração e alta diretoria das firmas e a sensibilidade da remuneração executiva?**

## 1.2 OBJETIVOS

Com o propósito de responder à questão problema previamente exposta, apresenta-se a seguir o objetivo geral, bem como os objetivos específicos, os quais esta pesquisa propõe atingir.

### 1.2.1 Objetivo Geral

Essa pesquisa tem como objetivo geral analisar a relação entre os laços familiares no conselho de administração e alta diretoria das firmas e a sensibilidade da remuneração executiva das empresas listadas na B3 S.A - Brasil Bolsa Balcão (B3) no período de 2017 a 2019 e que compõem o Índice IBRX 100.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Mensurar a sensibilidade da remuneração dos diretores;
- b) analisar os laços familiares entre membros da alta administração e membros do *board*;
- c) analisar as relações entre a sensibilidade da remuneração dos diretores e os laços familiares entre membros do *board* e da alta diretoria.

## 1.3 JUSTIFICATIVA

A maioria das firmas são controladas por seus fundadores, por seus familiares ou por seus herdeiros. As empresas familiares tem grande valia na produção de bens e serviços na economia nacional, estima-se que sejam responsáveis por 60% dos empregos diretos e 48% da produção (BURKART; PANUNZI; SHLEIFER, 2003; PETRY; NASCIMENTO, 2009).

A necessidade de financiamento, além da oportunidade de venda por um valor mais atrativo, bem como aumento de prestígio e ganho de reputação junto a clientes, fornecedores e credores são motivos pelos quais uma firma opta por abrir seu capital. Entretanto, ao abrir seu capital, ao contrário do mercado americano, no Brasil, a maioria das companhias listadas em bolsa permanecem com um ou mais acionistas controladores (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; STEFFEN; ZANINI, 2012).

Tendo em vista tanto este cenário de concentração do controle, quanto o fato destas empresas serem familiares e que muitos destes controladores indicam ao conselho de administração e à diretoria familiares e amigos, esta pesquisa se mostra relevante no cenário do mercado de capitais brasileiro, pois o conflito entre os interesses dos acionistas majoritários e dos acionistas minoritários caracteriza o conflito Principal-Principal, mais comum problema de agência no Brasil (CHAHINE; GOERGEN, 2014; VICTOR, 2013).

Nesse contexto, a governança corporativa surge visando mitigar tais problemas de agência, através de diversos mecanismos externos e internos de controle, destacando-se a remuneração executiva como um deles. Uma das medidas nessa esfera é a adoção de pacotes de remuneração aos diretores que permita alinhar seus interesses aos dos acionistas com base no desempenho financeiro da firma. A publicação do Formulário de Referência a partir de 2010 foi de suma importância para aumentar a transparência no assunto.

O presente estudo pretende contribuir com a literatura ao analisar de que forma as relações familiares entre diretores e membros do conselho de administração afetam a sensibilidade da remuneração dos diretores, pois estudos internacionais identificaram comportamentos antagônicos nesta relação. Chahine e Goergen (2014) encontraram uma relação positiva entre o relacionamento familiar de executivos e conselheiros e a sensibilidade da remuneração executiva, assim como Chen, Chittoor e Vissa (2020) em empresas familiares na Índia. Já McConaughy (2000) e Cieślak (2018) encontraram evidências opostas, de que essa relação seria negativa.

Essas relações familiares ainda não foram abordadas na literatura brasileira com relação à remuneração executiva, bem como ainda é pouco abordada à ótica do problema de agência Principal-Principal, decorrente da concentração acionária identificada no mercado de ações brasileiro. Além disso, com o aumento exponencial dos pequenos investidores pessoa física na B3 (D'ÁVILA; CUTAIT, 2020) e sendo estes prováveis acionistas minoritários se espera, também, contribuir em uma melhor alocação dos recursos dos poupadores no mercado de capitais.

Ademais, sendo um tema relativamente recente na literatura, mas relevante para o mercado financeiro ainda há escassez de estudos sobre o assunto na literatura brasileira. Um dos motivos pode ser aos dados ainda limitados divulgados pelas empresas através do Formulário de Referências, tendo a pesquisa abordado a remuneração total das diretorias, uma vez que os dados divulgados não são individualizados.

#### 1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

A pesquisa irá ser delimitada às empresas que compõem a carteira teórica IBRX 100 da B3 S.A - Brasil Bolsa Balcão (B3), que são as empresas mais negociadas na bolsa e as mais representativas do mercado de capitais brasileiro. Dentre as empresas do IBRX 100, foram excluídas as holdings, ações duplicadas e aquelas que não divulgaram todas as informações necessárias ao estudo. Adicionalmente, os dados divulgados pelas empresas através do Formulário de Referências são limitados, tendo a pesquisa abordado a remuneração total das diretorias, uma vez que os dados divulgados não são individualizados.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

A construção do referencial teórico aborda a Teoria base utilizada no presente estudo capítulo trata dos aspectos pertinentes à Teoria da Agência, Governança Corporativa, remuneração executiva, sensibilidade da remuneração ao desempenho e desenvolvimento da hipótese de pesquisa.

### 2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

Inicialmente, as empresas têm em seus fundadores e proprietários o poder de decisão dos assuntos de suas rotinas, uma vez que a propriedade e o controle se encontram centralizados nestes. Essas firmas utilizando de suas capacidades passam a se expandir levando a ganhos de escala e com a diluição de seus custos fixos passam a ter uma curva de custo marginal caindo no curto prazo. Devido a diversos fatores como limitações tecnológicas, limitação de capacidade produtiva ou dificuldades de gestão as empresas têm seu crescimento estancado (COASE, 1937).

Com a abertura de capital de uma firma, espera-se uma separação entre a propriedade e o controle da empresa, no qual o principal delega a um agente a execução de algo em seu nome. Ao ter um terceiro administrando a firma do qual o principal é proprietário surge assimetria de informação, pois este não tem acesso a todas as informações que o primeiro e, em adição, existe razão para crer que o gestor contratado para tal não execute com o mesmo cuidado que o proprietário faria, considerando agentes maximizadores de utilidade. Esse choque é denominado conflito de Agência. (JENSEN; MECKLING, 1976)

Diante disto, surgem os custos de agência, compreendidos os custos de contratos entre o principal e o agente, seu monitoramento, os custos incorridos pelos agentes na sinalização ao principal de sua honestidade e perdas decorrentes dos conflitos entre ambos no que tange às decisões tomadas que não maximizem valor. Em qualquer situação envolvendo duas ou mais pessoas em esforços conjuntos surgem custos de agência, mesmo que a relação de agência entre as partes seja implícita. (JENSEN; MECKLING, 1976; POSNER, 2000).

Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como as despesas que o principal incorre para monitorar o agente, as despesas do agente ao conceder em dar garantias contratuais e eventuais custos residuais. Como exemplo, temos mecanismos contratuais buscando incentivar o agente a agir no melhor interesse dos acionistas, bem como custos de monitoramento dos agentes, suportados pelos acionistas.

Adicionalmente, Jensen e Meckling (1976) afirmam que os acionistas minoritários podem se dar conta que os interesses do proprietário-controlador podem se distinguir dos seus, afetando assim o preço que os investidores estão dispostos a pagar nas ações, em decorrência de custos de monitoramento e da divergência de interesses. Este tipo de problema de Agência não decorre da separação entre controle e propriedade, mas sim pela estrutura de propriedade concentrada das firmas, é o chamado conflito Principal-Principal (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008; VICTOR, 2013).

Apesar de Adjaoud e Ben-Amar (2010) relatarem este conflito como principal problema de agência na Bolsa de Valores de Toronto, ele é menos comum em países anglo-saxões, como Estados Unidos e Inglaterra. Neste sentido, a baixa proteção legal aos acionistas minoritários contribuiria para a geração desta situação, La Porta *et al.* (2000) apontaram que o sistema jurídico influenciaria a defesa aos interesses dos investidores minoritários, com países que adotam o *common law* oferecendo mais garantias, ao passo que aqueles com o *code law* seriam mais suscetíveis a expropriações de riquezas por parte dos majoritários.

A alta concentração de poder decisório das companhias abertas na B3, na qual estima-se que em mais de 70% os cinco maiores acionistas detém mais de 50% do capital votante (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015), é um fator que sugere a existência do problema de agência Principal-Principal nas firmas brasileiras. Ben Ali (2014) encontra evidências de baixa qualidade da divulgação em firmas com concentração de propriedade e de votos, bem como em firmas familiares, pois nestes casos pode não haver interesse por parte dos controladores em divulgar as informações, facilitando assim expropriação de riqueza.

As vantagens obtidas pelo controlador podem se dar de diversas formas, seja através de indicação de membros familiares desqualificados para ocupação de cargos de gestão na empresa, através de benefícios não-pecuniários, até roubo de lucros. Este pode se dar de forma direta ou pela venda de produção, ativos da empresa ou venda de ações abaixo do valor de mercado para outras firmas de propriedade do majoritário (LA PORTA *et al.*, 2000a). Ehrhardt & Nowak (2001) encontraram alguns desses benefícios em IPOs de firmas familiares na Alemanha, um país com legislação com pouca proteção aos minoritários. Foram encontrados pagamento excessivo a gerentes, ganhos de reputação e aquisições de itens de luxo.

Os conflitos de agência podem ser definidos de acordo com as partes interessadas e que tem seus objetivos desalinhados. O problema mais visto na literatura é o problema Tipo I, ou Principal-Agente, definido pelo impasse entre proprietário e controlador de uma firma, já o problema tipo II, Principal-Principal, caracteriza-se pelos diferentes objetivos entre acionistas majoritários (controladores) e acionistas minoritários. Ademais, a literatura ainda aborda uma

terceira forma de conflito entre acionistas e credores, no qual os primeiros expropriam riquezas dos segundos, ao assumirem riscos mais elevados ao escolherem projetos mais arriscados, pois os credores de dívidas têm direito a juros fixos em caso de sucesso e correm maior risco em caso de insucesso, já os acionistas podem obter ganhos significativos e arcam com menor parte de prejuízos (JENSEN; MECKLING, 1976; SAITO; SILVEIRA, 2008). No Quadro 1 apresenta-se as principais características dos problemas tipo I e tipo II, uma vez que são mais aplicáveis ao estudo.

**Quadro 1 - Características de Problemas de Agência**

<b>Características</b>	<b>Tipo I</b>	<b>Tipo II</b>
Problema de agência	Separação entre propriedade e controle levam a um desalinhamento entre os objetivos dos gestores corporativos e dos investidores.	Propriedade concentrada em uma família, grupo de negócios ou governo.
Resultado dos problemas de agência	Estratégias que beneficiam os gestores à custa dos acionistas, como vadiagem ( <i>shirking</i> ), benefícios não-pecuniários, remuneração excessiva e projetos de estimação.	Estratégias que beneficiam acionistas majoritários à custa dos acionistas minoritários, como expropriação de riquezas, nepotismo e corrupção política.
Executivos	Gestores profissionais que geralmente escalaram cargos na empresa ou foram contratados baseados em suas competências e qualificações. Monitorados por conselho de administração e pelo mercado.	Geralmente membros da família ou associados por relações sociais ou casamento. Monitorados por consenso familiar.
Conselho de Administração	Legitimados por instituições legais e sociais, com a obrigação fiduciária de ser o guardião dos interesses dos acionistas.	Precisam estabelecer sua legitimidade. São geralmente tidos como " <i>rubber stamp</i> " dos controladores e, portanto, ineficientes.
Propriedade	Dispersa. Propriedade de 5% a 20% já é considerada concentrada.	Concentrada. Geralmente pelo menos 50% do controle da companhia está nas mãos dos acionistas majoritários.

Fonte: adaptado de Victor (2013, p. 40).

Nesse contexto de expropriação de riqueza dos acionistas a governança corporativa demonstra o seu papel, ao envolver mecanismos internos e externos para garantir que as decisões das firmas sejam tomadas visando o melhor interesse dos acionistas, maximizando assim o retorno do aporte feito pelos fornecedores de capital.

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa (GC), segundo Silva (2012), pode ser definida como um conjunto de processos, condutas e políticas que tem como principal objetivo garantir que as equipes atuem em conformidade com as boas práticas da empresa, condicionando ações de seus

gestores em busca do atendimento aos propósitos de seus Stakeholders. É comum no ambiente corporativo existir conflitos de interesses ligados ao poder de decisão entre as pessoas que compõem a sua gestão e a própria empresa. Neste sentido, para Silveira (2005), a GC se torna eficiente quando é capaz de estabelecer um conjunto de instrumentos que visam o alinhamento dos esforços de ambas as partes.

De acordo com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, é fundamental para as empresas que adotam as boas práticas que o Conselho de Administração seja atuante em relação ao direcionamento estratégico da companhia, orientando e supervisionando sua gestão, inclusive considerando o papel das firmas de auditoria independente. O Conselho de Administração é o guardião do objeto social e do sistema de governança. É ele que decide os rumos do negócio, conforme o melhor interesse da organização (IBGC, 2015).

É de suma importância destacar a relevância do sistema de Governança Corporativa e de um Conselho de Administração qualificado nas organizações, evitando-se assim diversos fracassos empresariais como conflitos de interesses mal gerido, abusos de poder, fraudes e erros estratégicos. Algumas características das práticas de Governança variam de acordo com ambientes e estruturas corporativas. Nas empresas brasileiras o modelo predominante é o Insider System (estilo atribuído à Europa Continental e Japão) caracterizado por grandes acionistas no comando diário das operações, propriedade mais concentrada, influência de conglomerados industriais-financeiros, baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais e foco voltado para outros stakeholders não financeiros (stakeholder oriented) (IBGC, 2015).

Para Silveira, Perobelli e Barros, (2008), a GC também busca através de seus processos possibilitar maior chance de retorno para os fornecedores de recursos sobre seu investimento. Contudo, em função da existência da separação entre propriedade e controle entre as pessoas que efetuam os aportes financeiros e os tomadores de decisão é que surge o risco de os recursos não serem bem aplicados ou desviados. As grandes corporações tendem a passar por esta situação, uma vez que os gestores (em empresas de estrutura de propriedade pulverizada ou concentrada) acabam por não arcar com o ônus financeiro da tomada de decisão.

A partir de fatores como sistema jurídico local, em especial a proteção a acionistas minoritários, o sistema de financiamento das empresas, maturidade do mercado de capitais, além de políticas de dividendos, é que a governança corporativa se desenvolve nos diferentes países. (Shleifer, & Vishny, 2000). Considerando os locais nos quais as firmas estão inseridas,

suas instituições, será possível desenvolver os modelos e políticas de governança mais adequados às realidades de cada país. (LA PORTA *et al.*, 2000a; MARTINS; TERRA, 2014)

Para Silva (2006), o contexto de internacionalização das companhias, desregulamentações da economia e da abertura de capital das empresas públicas, fez com que o mercado de capitais brasileiro passasse a demandar a modernização de sua gestão e a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa nas companhias, tornando-as mais competitivas. As empresas brasileiras são caracterizadas pela alta concentração de propriedade no acionista majoritário (em torno de 51% do capital e quase 73% dos direitos de votos) criando um ambiente propício para a geração de conflitos de interesses entre majoritários e minoritários (SONZA; KLOECKNER, 2014). De acordo com Mendonça, Martins e Terra (2019) existe uma relação de ineficiência quando as decisões estão concentradas em uma só pessoa ou em uma só família, sendo imprescindível que a empresa busque alternativas para garantir o aporte dos acionistas minoritários, minimizando decisões oportunistas de seus controladores através de contratos legais.

Levando em consideração que a concentração de propriedade pode vir a gerar conflitos de agência, Armitage *et al.* (2017) consideram que é necessário haver proximidade e alinhamento dos interesses de acionistas e gestores através da utilização de mecanismos regulatórios e de mercado, sejam eles internos ou externos. Os mecanismos externos, são utilizados após os controles internos das companhias demonstrarem incapacidade. Tais mecanismos são exógenos às firmas, sendo eles sistema jurídico, mercado no qual a empresa está inserida, auditorias externas e demais partes interessadas, dentre outros (AGUILERA *et al.*, 2015).

Já os mecanismos internos são aqueles adotados pela própria companhia dentro de seu ambiente, como controles, incentivos, independência do conselho de administração, estrutura de propriedade, remuneração executiva (VICTOR, 2013). Um mecanismo bastante analisado no Brasil é a estrutura de propriedade das empresas, devido à concentração em poucos acionistas do controle das companhias, fato agravado pelo sistema jurídico e de proteção a acionistas minoritários no país. As características do Conselho de Administração também são objetos de estudos em relação ao mercado de capitais brasileiro, sendo analisados a quantidade de membros que o compõe, a separação entre o presidente do conselho e o presidente da companhia, além da quantidade de membros considerados independentes (FAMA; JENSEN, 1983; FONSECA; SILVEIRA, 2016; LEAL; SILVA; VALADARES, 2002).

### 2.3 REMUNERAÇÃO EXECUTIVA

Além disso, um dos principais mecanismos internos da Governança Corporativa é a remuneração executiva, que está ligada diretamente ao desempenho empresarial e vem sendo um dos principais instrumentos da mitigação dos conflitos de agência (VICTOR *et al.*, 2010). Frente a isto, o estabelecimento salarial dos executivos deve advir do desenvolvimento de políticas de remuneração transparentes e formais, conectadas as práticas de Gestão de Pessoas (GP). De acordo com (COMBS *et al.*, 2006), através das práticas de GP pode-se evidenciar a correlação entre desempenho do agente e da organização, onde as políticas de reconhecimento e recompensa tem um papel importante nos resultados dos negócios.

Muito embora, deve-se considerar que o fator motivacional vai além de apenas recompensas e programas de remuneração, sendo crucial o trabalho de forma global, alinhando as práticas de GP com a estratégia geral da organização e do mercado, onde as mesmas agreguem valor aos que contribuem na geração de bons resultados (OLIVEIRA; OLIVEIRA, 2011). Deste modo, torna-se evidente o fato de não poder haver desvinculação da remuneração executiva com a área de Recursos Humanos, sendo a remuneração uma das principais atividades deste setor. Contudo, a temática tem interconexão com a Contabilidade, o que iniciou a transparecer com os estudos de Silva (1961).

Murphy (1999) propôs mecanismos que pudessem mitigar os custos de agência através de pacotes remuneratórios aos diretores de forma a alinhar os interesses destes aos dos acionistas, sendo assim, foram sugeridos atrelamento de bônus a indicadores de performance, remuneração atrelada ao desempenho da firma e planos de opções de compra de ações. Grande parte do pacote de remuneração dos executivos é composta por três componentes, quais sejam: salário fixo, remuneração variável e remuneração baseada em ações. Importante destacar que alguns deste mecanismos podem causar efeitos contrários, pois os gestores podem assumir riscos mais elevados visando elevar sua remuneração ou ainda podem incorrer em manipulação dos resultados, com fim de incrementar o valor das ações (MURPHY, 1999; SILVA; CHIEN, 2013; VICTOR, 2013).

No Brasil, cerca de 55,5% da remuneração dos administrados é fixa, sendo o restante distribuído entre variável (31,2%) e em ações (13,2%). Espera-se que os executivos prefiram receber mais remuneração fixa do que variável, devido à aversão ao risco, já em relação a parcela variável do pacote de remuneração, costuma ser um bônus atrelado a metas anuais de desempenho da companhia. Por fim, a remuneração baseada em ações pode ser paga

diretamente através da propriedade de ações ou através de planos de opções de compra (MURPHY, 1999; VICTOR, 2013).

#### 2.4 SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO AO DESEMPENHO E RELAÇÕES FAMILIARES

Considerando o pacote de remuneração como um contrato visando garantir que os diretores atuem de acordo com os interesses dos acionistas, a remuneração executiva entre parcelas pode ser afetada pela estrutura de propriedade. Em firmas com controle acionário disperso a literatura sugere que uma das formas de alinhar os objetivos dos gestores e dos proprietários se daria através da remuneração variável. Já em firmas com controle concentrado, o alinhamento entre acionistas majoritário e os gestores poderia se dar através de um incremento da remuneração fixa (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; MURPHY, 1999).

Pesquisas de diferentes regiões apontam para resultados diversos. Cieślak (2018) pesquisou a *pay-performance sensitivity* na Suécia, no período de 2001 a 2013, com foco no problema de agência tipo II e encontrou que uma sensibilidade à performance menor em empresas controladas por famílias do que em outros tipos de firmas. Já Chen, Chittoor e Vissa (2020), ao analisarem o mesmo problema, também sob à ótica do problema de agência Principal-Principal, encontraram remuneração maior de CEOs de empresas controladas por famílias, como também identificaram uma sensibilidade da remuneração ao desempenho superior.

De acordo com Victor (2013) diversas pesquisas buscaram relacionar a remuneração executiva ao desempenho, tendo a maioria das abordagens utilizando indicadores de mercado, algumas lançam mão de indicadores contábeis, como Lippert e Porter (1997) e Merhebi *et al.* (2006). Já Jiang, Habib e Smallman (2009) usaram medidas contábeis como ROE (*Return-on-Equity*) e Lucro Líquido como variáveis de desempenho, além de medidas de mercado, como retorno da ação e Q de Tobin.

Relacionando o assunto com a Teoria da Agência, além do trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976), destaca-se o *paper* de Jensen e Murphy (1990), modelo mais utilizado nas pesquisas empíricas sobre o tema, estudo que relacionou a variação de mercado das 250 maiores companhias abertas norte-americanas com a variação da remuneração executiva dos CEOs, esse incentivo da remuneração variável pode ser visto como forma de minimizar conflitos proveniente da alta concentração de controle de acionistas majoritários, entretanto, os autores não identificaram que o PPS da amostra, \$2,59, criaria incentivos adequados à maximização do

valor da empresa. No Brasil, entretanto, os estudos sobre o tema não apresentaram resultados sólidos, destacando-se (BRANDÃO *et al.*, 2019; MURPHY, 1999; VICTOR, 2013).

Não se deve esperar em empresas de propriedade concentrada a influência do Conselho de Administração no pacote de remuneração oferecido aos executivos, pois não se espera que a autonomia do órgão resulte em uma fiscalização adequada. Nesse contexto, característico no Brasil, a concentração pode levar a um conselho ineficiente, uma vez que se utilizariam dele para benefício próprio, através de um conselho grande e ineficaz (DESENDER, 2009; VICTOR, 2013).

Ao contrário de relacionamentos sociais como associação a mesmos clubes, estudos em mesmas universidades e experiências conjuntas de trabalho, os relacionamentos familiares são considerados fortes pela sociologia, podendo-se inferir maior interação social entre os relacionados. Tais relações familiares referem-se de laços mais íntimos dos indivíduos, contribuindo para ambiente de confidencialidade e cumplicidade entre as partes envolvidas (CHAHINE; GOERGEN, 2014; RAMOS, 2020)

Em empresas familiares Adam *et al.* (2020) identificaram um relação negativa entre o conflito de agência Principal-Principal (tipo II) e a presença de membros não familiares no Conselho de Administração. O estudo indicou que a alta concentração acionária de uma família leva a presença de menos membros de fora da família no Conselho, visando evitar o enfraquecimento do controle familiar sobre a corporação.

O modelo no qual este estudo se baseou é o modelo de sensibilidade de remuneração proposto por Jensen e Murphy (1990), o qual verificou a variação unitária da remuneração do CEO de companhias em dólares para cada variação de 1.000 dólares no valor de mercado das respectivas empresas. Entretanto, como não há divulgação dos dados individualizados por executivo, adotou-se como critério para auferir a *pay-performance sensitivity* utilizando o modelo de Jensen e Murphy para toda a diretoria.

## 2.5 ESTUDOS RELACIONADOS E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

No Quadro 2 são apresentados estudos nacionais e internacionais relacionados à sensibilidade da remuneração dos administradores ou *Pay Performance Sensitivity* (PPS).

**Quadro 2 - Estudos relacionados com Remuneração Executiva**

<b>Autores</b>	<b>Origem</b>	<b>Principais Resultados</b>
Victor (2013)	Nacional	Os principais resultados obtidos sugerem que existe um efeito complementar entre a estrutura de propriedade e a regulamentação, fazendo com que a divulgação obrigatória de informações ocasione um impacto não uniforme sobre sensibilidade da remuneração ao desempenho das empresas. Mais especificamente, a sensibilidade da remuneração ao desempenho após a lei varia positivamente em empresas que não possuem acionista controlador definido e negativamente em empresas familiares.
Chahine e Goergen (2013)	Internacional	Os autores concluem que o desempenho do IPO está positivamente relacionado à força dos laços sociais, mas negativamente à força dos laços familiares. Também descobrem que, controlando os laços sociais, a independência do conselho afeta os preços de IPO e o desempenho operacional pós-IPO. Além disso, mostram que a associação entre o desempenho do IPO e os vínculos depende se eles estão com diretores internos ou externos.
Chahine e Goergen (2014)	Internacional	Os autores descobrem que os laços sociais e familiares aumentam o PPS. Por sua vez, o PPS melhora o desempenho do IPO. Mais importante, um PPS maior aumenta o efeito positivo dos laços sociais no desempenho do IPO, enquanto reduz o efeito negativo dos laços familiares.
Correia, Amaral e Louvet (2014)	Nacional	Na análise de dados em painel, a remuneração mostrou-se associada à independência do Conselho, à maior participação de investidores institucionais no capital e, também, ao tamanho da empresa. Concluiu-se que a remuneração dos administradores de companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa é, em parte, explicada pelos instrumentos de governança relativos ao Conselho de Administração e à estrutura de propriedade.
Aguiar e Pimentel (2017)	Nacional	Os resultados indicam que a relação entre remuneração e desempenho pode ocorrer tanto com desempenho financeiro, quanto com desempenho de mercado, tanto em termos de relações de curto prazo, quanto de relações de longo prazo. Além disso, incrementos na remuneração tendem a gerar melhores desempenhos futuros. Finalmente, os resultados sugerem relação bidirecional entre remuneração e desempenho.
Cieślak (2018)	Internacional	A autora encontrou evidências que a sensibilidade da remuneração executiva de CEOs familiares é significativamente menor do que em outros tipos de empresas na Suécia. Além disso, empresas com duas classes de ações possuem menor sensibilidade de pagamentos ao desempenho contábil do que empresas com uma classe única de ações.
Brandão <i>et al.</i> (2019)	Nacional	Os resultados deste estudo indicam que a proporção de executivos e de membros independentes no conselho de administração reduz a PPS, medida de eficácia da compensação dos executivos operacionalizada pela relação contemporânea entre incremento da remuneração dos gestores e incremento de valor de mercado da empresa.
Chen, Chittoor e Vissa (2020)	Internacional	Os autores fornecem fortes evidências que os CEOs de famílias indianas recebem salários maiores e assimetria de sensibilidade de remuneração ao desempenho em firmas com desempenhos superiores em comparação a CEOs profissionais.

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Da análise dos estudos apresentados, pode-se inferir que quando há a abertura de capital da firma, há diminuição de incentivos para que a alta diretoria haja em interesse dos acionistas. Havendo separação de propriedade e controle, haverá interesse do agente pela maximização de sua própria utilidade, no caso tipo 1 de conflito de agência entre principal e agente. Não havendo tal separação, o agente poderá agir por influência política dos controladores no caso tipo 2 de

problema de agência, que se dá entre principais: acionistas majoritários e acionistas minoritários (BEN ALI, 2014; JENSEN; MECKLING, 1976).

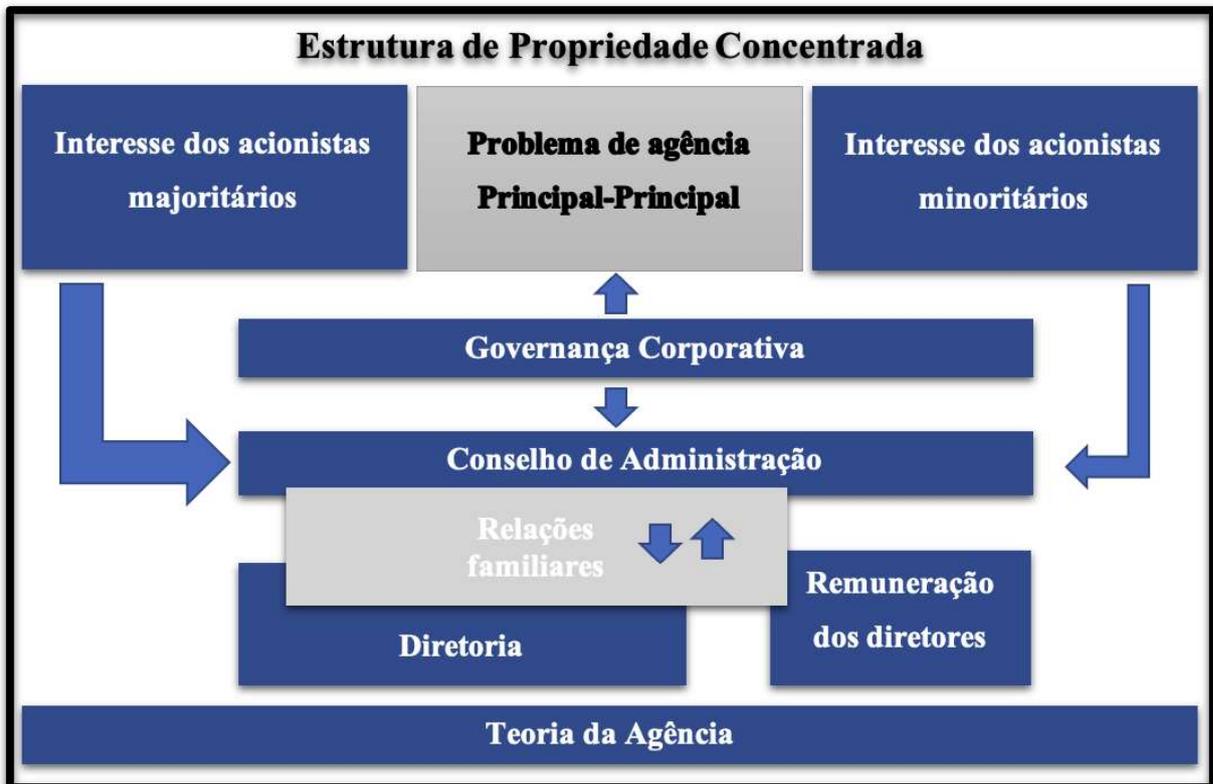
Além de participar de decisões estratégicas e definição da remuneração dos diretores, o papel do conselho de administração é monitorar a alta diretoria, visando mitigar os conflitos de agência. No caso de estrutura de propriedade diversa, os acionistas tendem a preferir conselheiros independentes à firma, garantindo maior monitoramento dos gestores, entretanto, firmas novas têm menos chances de contratar um conselheiro independente com conhecimento e habilidades para executar suas tarefas, recorrendo assim a familiares e amigos da alta diretoria para assumirem tais atribuições no *board*. (CHAHINE; GOERGEN, 2014; ROSENSTEIN; WYATT, 1990).

Uma das formas de garantir o alinhamento dos objetivos dos diretores aos dos acionistas é pela remuneração variável através de bônus, de ações da companhia ou de opções de compra de ações. Ocorre que diretores com relações familiares indicados já costumam ter ações da empresa, sendo assim, é esperado que esses tenham uma sensibilidade da remuneração maior do que diretores sem essas relações (CHAHINE; GOERGEN, 2014). Brandão *et al.* (2019) encontraram uma relação negativa entre a sensibilidade da remuneração de diretores e a presença de conselheiros independentes no conselho de administração das empresas que compõe a carteira teórica do Índice Brasil (IBRX) 100, com as 100 empresas mais negociadas na B3.

Considerando o conflito de agência entre os acionistas minoritários e os majoritários, tendo estes controle sobre a companhia, a governança corporativa traz mecanismos buscando alinhar os objetivos, entretanto, ponderando o poder dos controladores sobre o conselho de administração e deste sobre a diretoria, a pesquisa pretende avaliar a influência das relações familiares entre membros do conselho de administração e da alta diretoria na sensibilidade da remuneração executiva, com suporte da Teoria da Agência e os interesses desalinhados entre acionistas majoritários e minoritários.

Com base nas relações expostas, a Figura 1 demonstra o desenho de pesquisa:

Figura 1 - Desenho da Pesquisa



Fonte: elaboração própria.

A partir da Figura 1, observa-se as relações que guiaram a pesquisa. A primeira surge no papel do Conselho de Administração de mitigar os conflitos de agência através da Governança Corporativa, tendo a determinação da remuneração executiva como um dos instrumentos para tal. Já a segunda origina-se nas relações familiares entre membros da diretoria e conselheiros e de que forma isso afeta a sensibilidade da remuneração dos executivos às variações de valor de mercado das firmas, de onde surgem as hipóteses de pesquisa.

Apesar de Chahine e Goergen (2013, 2014) terem encontrado que membros da alta diretoria com relações familiares possuem incentivos através do valor da empresa para agirem em favor do interesse dos acionistas e que essa relação afeta positivamente a sensibilidade da remuneração da alta diretoria, McConaughy (2000) encontrou evidências opostas em empresas familiares, nas quais os CEOs da própria família necessitam de menos incentivos adicionais, possuem remuneração inferior e têm uma menor sensibilidade da remuneração à performance da firma. Cieślak (2018) também encontrou uma sensibilidade menor para CEOs familiares em comparação a outros tipos de empresas no mercado sueco, o qual possui concentração acionária similar à encontrada no Brasil.

Nesse contexto, partindo de tais pressupostos e de que em um mercado concentrado se espera uma menor sensibilidade à remuneração dos diretores ao valor de mercado das empresas, elenca-se a Hipótese 1 (H1):

**H1:** A remuneração executiva em empresas com laços familiares entre membros do conselho de administração e da diretoria é menos sensível à variação de mercado do que nas demais empresas.

Diversos estudos acerca da remuneração excluem empresas do setor financeiro de suas análises, pois as firmas deste ramo costumam remunerar seus executivos com salários acima da média das demais companhias em função do risco atrelado às suas atividades (SANTOS; SILVA, 2018). Partindo desta premissa, busca-se analisar as relações da pesquisa no contexto de firmas não-financeiras, surgindo a Hipótese 2 (H2):

**H2:** A remuneração executiva em empresas com laços familiares entre membros do conselho de administração e da diretoria é menos sensível à variação de mercado do que nas demais empresas no contexto de firmas não-financeiras.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo detalha a classificação da pesquisa, sua amostra, como os dados foram coletados, analisados, além de detalhamento das variáveis utilizadas no modelo.

#### 3.1 CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA E AMOSTRA

Tem-se que a pesquisa é quantitativa em relação à abordagem (RAUPP; BEUREN, 2006), pois se utilizou de instrumentos estatísticos para analisar as relações entre a sensibilidade da remuneração dos diretores ao desempenho e os vínculos familiares entre diretores e conselheiros.

Em relação aos objetivos, trata-se de pesquisa descritiva, tendo em vista o objetivo de estabelecer relação entre as variáveis de relações familiares entre membros do conselho de administração e da diretoria e a *pay performance sensitivity* dos gestores (GIL, 2012).

Já quanto aos procedimentos técnicos, é uma pesquisa documental que se utilizou de fontes primárias, pois reuniu informações financeiras divulgadas pelas companhias de acordo com características definidas para possibilitar a análise de relação entre as variáveis (RAUPP; BEUREN, 2006).

#### 3.2 AMOSTRA E COLETA DOS DADOS

A população do estudo abrange as empresas com ações que compõem o índice IBRX 100 da B3, que é uma carteira teórica que indica o desempenho médio das cotações dos 100 ativos mais representativos e negociados no mercado acionário brasileiro, sendo composto por ações e *units* exclusivamente de companhias listadas na B3 e é atualizado quadrimestralmente. Para compor o índice, os ativos necessitam ter presença em 95% dos pregões das últimas três carteiras e não ser classificado como *penny stock*. O valor de mercado do IBRX 100 em Maio/2021 é de R\$ 4,65 trilhões ou U\$ 889,58 bilhões, enquanto o IBOVESPA na mesma data tem valor de R\$ 4,5 trilhões ou U\$ 860,9 bilhões (B3, 2021).

Devido à necessidade de utilização do valor de mercado das companhias via preço das ações, optou-se por escolher tal conjunto de empresas, pois são as companhias com maior volume de negociação e representatividade no mercado acionário brasileiro. Além disso, trata-se das empresas mais relevantes do mercado de capitais nacional. (BRANDÃO *et al.*, 2019) Na Tabela 1, são listadas as empresas que compõem o índice em maio/2021:

**Tabela 1 - Empresas que compõem o índice IBRX 100**

<b>Código</b>	<b>Ação</b>	<b>Tipo</b>	<b>Qtde. Teórica</b>	<b>Part. (%)</b>
ABEV3	AMBEV S/A	ON	4.358.542.894	2,57%
ALPA4	ALPARGATAS	PN N1	168.770.200	0,26%
ALSO3	ALIANSCSONAE	ON ED NM	127.376.805	0,13%
AMAR3	LOJAS MARISA	ON NM	111.476.495	0,02%
ASAI3	ASSAI	ON ED NM	156.928.631	0,50%
AZUL4	AZUL	PN N2	327.262.616	0,50%
B3SA3	B3	ON NM	2.039.811.398	4,14%
BBAS3	BRASIL	ON NM	1.283.197.221	1,50%
BBDC3	BRADESCO	ON N1	1.253.093.907	1,02%
BBDC4	BRADESCO	PN N1	4.261.649.634	4,01%
BBSE3	BBSEGURIDADE	ON NM	671.584.841	0,59%
BEEF3	MINERVA	ON NM	240.482.896	0,09%
BIDI11	BANCO INTER	UNT N2	151.210.581	1,38%
BIDI4	BANCO INTER	PN N2	33.413.008	0,10%
BPAC11	BTGP BANCO	UNT N2	236.093.794	1,00%
BPAN4	BANCO PAN	PN N1	341.124.068	0,25%
BRAP4	BRADSPAR	PN N1	222.604.507	0,62%
BRDT3	PETROBRAS BR	ON NM	1.164.958.126	1,03%
BRFS3	BRF AS	ON NM	811.759.800	0,67%
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	264.640.575	0,55%
BRML3	BR MALLS PAR	ON NM	843.728.684	0,32%
BTOW3	B2W DIGITAL	ON NM	201.802.882	0,54%
CCRO3	CCR AS	ON NM	1.115.693.556	0,53%
CESP6	CESP	PNB N1	182.017.689	0,18%
CIEL3	CIELO	ON NM	1.112.196.638	0,15%
CMIG4	CEMIG	PN N1	1.081.211.185	0,51%
COGN3	COGNA ON	ON ATZ NM	1.847.994.874	0,28%
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	187.714.249	0,21%
CPLE6	COPEL	PNB ED N1	570.829.074	0,14%
CRFB3	CARREFOUR BR	ON NM	391.758.726	0,34%
CSAN3	COSAN	ON NM	292.309.436	1,04%
CSNA3	SID NACIONAL	ON	642.398.790	1,23%
CVCB3	CVC BRASIL	ON NM	200.884.562	0,19%
CYRE3	CYRELA REALT	ON ED NM	281.154.098	0,26%
DTEX3	DURATEX	ON NM	273.813.447	0,26%
ECOR3	ECORODOVIAS	ON NM	172.602.770	0,08%
EGIE3	ENGIE BRASIL	ON NM	254.792.279	0,41%
ELET3	ELETROBRAS	ON EDR N1	358.018.408	0,52%
ELET6	ELETROBRAS	PNB EDR N1	242.977.127	0,35%
EMBR3	EMBRAER	ON NM	736.143.105	0,45%
ENBR3	ENERGIAS BR	ON NM	231.489.471	0,17%
ENEV3	ENEVA	ON NM	1.258.511.620	0,73%
ENGI11	ENERGISA	UNT N2	250.679.709	0,44%
EQTL3	EQUATORIAL	ON NM	1.010.286.085	0,97%
EZTC3	EZTEC	ON ED NM	95.756.217	0,12%
FLRY3	FLEURY	ON NM	303.800.430	0,31%
GGBR4	GERDAU	PN N1	995.903.643	1,30%

<b>Código</b>	<b>Ação</b>	<b>Tipo</b>	<b>Qtde. Teórica</b>	<b>Part. (%)</b>
GNDI3	INTERMEDICA	ON NM	593.438.080	1,90%
GOAU4	GERDAU MET	PN N1	693.699.918	0,41%
GOLL4	GOL	PN N2	139.276.933	0,13%
HAPV3	HAPVIDA	ON NM	1.265.256.490	0,72%
HGTX3	CIA HERING	ON ED NM	126.186.408	0,14%
HYPE3	HYPERA	ON NM	410.147.968	0,56%
IGTA3	IGUATEMI	ON ED NM	85.796.919	0,12%
IRBR3	IRBBRASIL RE	ON NM	1.255.286.531	0,30%
ITSA4	ITAUSA	PN EJ N1	4.515.538.171	1,79%
ITUB4	ITAUNIBANCO	PN EJ N1	4.770.095.054	5,17%
JBSS3	JBS	ON ED NM	1.388.025.890	1,65%
JHSF3	JHSF PART	ON NM	288.832.602	0,08%
KLBN11	KLABIN S/A	UNT N2	922.294.338	1,01%
LAME3	LOJAS AMERIC	ON N1	249.502.964	0,20%
LAME4	LOJAS AMERIC	PN N1	847.010.651	0,70%
LCAM3	LOCAMERICA	ON NM	323.763.077	0,34%
LIGT3	LIGHT S/A	ON ED NM	372.555.324	0,26%
LINX3	LINX	ON NM	147.968.946	0,22%
LREN3	LOJAS RENNER	ON ED NM	785.417.914	1,25%
LWSA3	LOCAWEB	ON NM	427.663.748	0,49%
MEAL3	IMC S/A	ON NM	264.441.032	0,04%
MGLU3	MAGAZ LUIZA	ON NM	2.668.955.512	2,11%
MOVI3	MOVIDA	ON NM	132.113.940	0,09%
MRFG3	MARFRIG	ON NM	368.864.634	0,28%
MRVE3	MRV	ON ED NM	293.978.672	0,20%
MULT3	MULTIPLAN	ON N2	245.888.754	0,22%
NEOE3	NEOENERGIA	ON NM	226.098.192	0,14%
NTCO3	GRUPO NATURA	ON NM	841.433.075	1,62%
PCAR3	P. ACUCAR-CBD	ON NM	156.928.631	0,25%
PETR3	PETROBRAS	ON N2	3.684.060.179	3,36%
PETR4	PETROBRAS	PN N2	4.566.457.037	4,25%
PRIO3	PETRORIO	ON NM	161.444.083	0,58%
PSSA3	PORTO SEGURO	ON NM	93.637.072	0,18%
QUAL3	QUALICORP	ON NM	283.467.789	0,30%
RADL3	RAIADROGASIL	ON NM	1.072.645.150	1,11%
RAIL3	RUMO S.A.	ON NM	1.218.081.171	0,96%
RAPT4	RANDON PART	PN ED N1	177.421.406	0,10%
RENT3	LOCALIZA	ON NM	593.841.434	1,51%
SANB11	SANTANDER BR	UNT	355.642.348	0,54%
SAPR11	SANEPAR	UNT N2	200.991.234	0,17%
SBFG3	GRUPO SBF	ON NM	88.709.474	0,09%
SBSP3	SABESP	ON EJ NM	339.999.111	0,57%
SULA11	SUL AMERICA	UNT N2	284.566.116	0,37%
SUZB3	SUZANO S.A.	ON NM	724.921.241	1,96%
TAEE11	TAESA	UNT N2	218.568.274	0,36%
TIMS3	TIM	ON NM	808.485.985	0,39%
TOTS3	TOTVS	ON ED NM	480.228.410	0,59%
UGPA3	ULTRAPAR	ON NM	1.085.987.426	0,90%

<b>Código</b>	<b>Ação</b>	<b>Tipo</b>	<b>Qtde. Teórica</b>	<b>Part. (%)</b>
USIM5	USIMINAS	PNA ED N1	513.796.208	0,46%
VALE3	VALE	ON NM	5.130.801.424	22,05%
VIVT3	TELEF BRASIL	ON	444.219.852	0,75%
VVAR3	VIAVAREJO	ON NM	1.595.508.601	0,74%
WEGE3	WEG	ON EB NM	1.482.296.002	2,05%
YDUQ3	YDUQS PART	ON ED NM	300.483.575	0,35%
Total			84.075.171.721	100,00%

Fonte: B3 (2021).

Foram coletados os dados das 101 ações que compunham o índice IBRX 100 no quadrimestre Maio-Agosto de 2021, após foram excluídas as ações duplicadas de empresas que têm mais de uma ação listada no índice (preferencial e ordinária). Adicionalmente, excluíram-se companhias que não tinham todos os dados do formulário de referência necessários para a realização da pesquisa. Por fim, optou-se por analisar os últimos três exercícios com dados publicados por todas as empresas da amostra, quais sejam: 2017, 2018 e 2019.

A amostra totalizou 233 observações de 88 empresas diferentes no período distribuídas como demonstrado na Tabela 2.

**Tabela 2 - Composição da amostra por ano**

<b>Ano</b>	<b>Quantidade</b>
2017	57
2018	88
2019	88
Total	233

Fonte: elaborada a partir de dados da pesquisa (2021).

As empresas que compõem a amostra representam 95,24% do IBRX 100, considerando as ações ordinárias e preferenciais. O valor de mercado das companhias em 31/12/2019, último ano da amostra, é de mais de R\$ 4 trilhões. Na Tabela 3 detalhamos as empresas que compõem a amostra.

**Tabela 3 - Detalhes das empresas da amostra**

<b>Código</b>	<b>Ação</b>	<b>Segmento</b>	<b>Nível de Governança</b>	<b>Valor de Mercado (em milhares)</b>	<b>Part. IBRX 100 (%)</b>
ABEV3	AMBEV S/A	Cervejas e refrigerantes	Tradicional	293.678.223	2,57%
ALPA4	ALPARGATAS	Calçados	Nível 1	17.519.415	0,26%
ALSO3	ALIANSCSONAE	Locadora de imóveis	Novo Mercado	13.325.847	0,13%
AMAR3	LOJAS MARISA	Tecidos, vestuário e calçados	Novo Mercado	3.461.937	0,02%
B3SA3	B3	Serviços financeiros diversos	Novo Mercado	87.196.861	4,14%

<b>Código</b>	<b>Ação</b>	<b>Segmento</b>	<b>Nível de Governança</b>	<b>Valor de Mercado (em milhares)</b>	<b>Part. IBRX 100 (%)</b>
BBAS3	BRASIL	Bancos	Novo Mercado	150.587.594	1,50%
BBDC3	BRADESCO	Bancos	Nível 1	282.075.111	5,03%
BBSE3	BBSEGURIDADE	Seguradoras	Novo Mercado	75.271.864	0,59%
BEEF3	MINERVA	Carnes e derivados	Novo Mercado	5.141.734	0,09%
BIDI11	BANCO INTER	Bancos	Nível 1	10.750.473	1,48%
BPAN4	BANCO PAN	Bancos	Nível 1	12.103.145	0,25%
BRAP4	BRADESPAR	Minerais metálicos	Nível 1	12.967.224	0,62%
BRFS3	BRF SA	Carnes e derivados	Novo Mercado	28.573.945	0,67%
BRKM5	BRASKEM	Petroquímicos	Nível 1	24.520.763	0,55%
BRML3	BR MALLS PAR	Exploração de imóveis	Novo Mercado	15.226.819	0,32%
BTOW3	B2W DIGITAL	Produtos diversos	Novo Mercado	32.890.191	0,54%
CCRO3	CCR SA	Exploração de rodovias	Novo Mercado	38.339.600	0,53%
CESP6	CESP	Energia elétrica	Nível 1	10.521.931	0,18%
CIEL3	CIELO	Serviços financeiros diversos	Novo Mercado	22.648.362	0,15%
COGN3	COGNA ON	Serviços educacionais	Novo Mercado	18.689.586	0,28%
CPFE3	CPFL ENERGIA	Energia elétrica	Novo Mercado	40.962.645	0,21%
CPLE6	COPEL	Energia elétrica	Nível 1	18.905.728	0,14%
CSAN3	COSAN	Exploração, refino e distribuição	Novo Mercado	27.191.727	1,04%
CSNA3	SID NACIONAL	Siderurgia	Tradicional	19.473.416	1,23%
CVCB3	CVC BRASIL	Viagens e turismo	Novo Mercado	6.523.042	0,19%
CYRE3	CYRELA REALT	Edificações	Novo Mercado	11.413.638	0,26%
DTEX3	DURATEX	Madeira	Novo Mercado	11.532.336	0,26%
ECOR3	ECORODOVIAS	Exploração de rodovias	Novo Mercado	9.070.836	0,08%
EGIE3	ENGIE BRASIL	Energia elétrica	Novo Mercado	41.449.129	0,41%
ELET3	ELETROBRAS	Energia elétrica	Nível 1	51.246.979	0,87%
EMBR3	EMBRAER	Material aeronáutico e de defesa	Novo Mercado	14.522.858	0,45%
ENBR3	ENERGIAS BR	Energia elétrica	Novo Mercado	13.130.213	0,17%
ENEV3	ENEVA	Energia elétrica	Novo Mercado	13.783.452	0,73%
ENGI11	ENERGISA	Energia elétrica	Nível 2	21.041.102	0,44%
EQTL3	EQUATORIAL	Energia elétrica	Novo Mercado	23.022.141	0,97%

<b>Código</b>	<b>Ação</b>	<b>Segmento</b>	<b>Nível de Governança</b>	<b>Valor de Mercado (em milhares)</b>	<b>Part. IBRX 100 (%)</b>
EZTC3	EZTEC	Edificações	Novo Mercado	11.781.300	0,12%
FLRY3	FLEURY	Serviços médico-hospitalares, análises e diagnósticos	Novo Mercado	9.670.208	0,31%
GGBR4	GERDAU	Siderurgia	Nível 1	32.325.938	1,30%
GNDI3	INTERMEDICA	Serviços médico-hospitalares, análises e diagnósticos	Novo Mercado	41.160.004	1,90%
GOLL4	GOL	Transporte aéreo	Nível 2	13.081.865	0,13%
HAPV3	HAPVIDA	Serviços médico-hospitalares, análises e diagnósticos	Novo Mercado	47.476.770	0,72%
HGTX3	CIA HERING	Vestuário	Novo Mercado	5.529.015	0,14%
HYPE3	HYPERA	Medicamentos e outros produtos	Novo Mercado	22.522.999	0,56%
IGTA3	IGUATEMI	Exploração de imóveis	Novo Mercado	9.328.579	0,12%
IRBR3	IRBBRASIL RE	Seguradoras	Novo Mercado	36.272.040	0,30%
ITSA4	ITAUSA	Bancos	Nível 1	118.392.790	1,79%
ITUB4	ITAUNIBANCO	Bancos	Nível 1	336.277.120	5,17%
JBSS3	JBS	Carnes e derivados	Novo Mercado	68.758.051	1,65%
JHSF3	JHSF PART	Edificações	Novo Mercado	4.549.368	0,08%
KLBN11	KLABIN S/A	Papel e celulose	Nível 2	20.098.364	1,01%
LAME3	LOJAS AMERIC	Produtos diversos	Nível 1	38.550.351	0,89%
LCAM3	LOCAMERICA	Aluguel de carros	Novo Mercado	11.408.557	0,34%
LIGT3	LIGHT S/A	Energia elétrica	Novo Mercado	7.221.473	0,26%
LINX3	LINX	Programas e serviços	Novo Mercado	6.359.278	0,22%
LREN3	LOJAS RENNER	Tecidos, vestuário e calçados	Novo Mercado	44.599.520	1,25%
MEAL3	IMC S/A	Restaurante e similares	Novo Mercado	1.588.688	0,04%
MGLU3	MAGAZ LUIZA	Eletrrodomésticos	Novo Mercado	77.244.742	2,11%
MOVI3	MOVIDA	Aluguel de carros	Novo Mercado	5.686.112	0,09%
MRFG3	MARFRIG	Carnes e derivados	Novo Mercado	6.981.936	0,28%
MRVE3	MRV	Edificações	Novo Mercado	9.564.343	0,20%
MULT3	MULTIPLAN	Exploração de imóveis	Nível 2	19.653.156	0,22%
NEOE3	NEOENERGIA	Energia elétrica	Novo Mercado	30.199.269	0,14%
NTCO3	GRUPO NATURA	Produtos de uso pessoal	Novo Mercado	33.475.034	1,62%

<b>Código</b>	<b>Ação</b>	<b>Segmento</b>	<b>Nível de Governança</b>	<b>Valor de Mercado (em milhares)</b>	<b>Part. IBRX 100 (%)</b>
PCAR3	P. ACUCAR-CBD	Alimentos	Nível 1	23.592.121	0,25%
PETR3	PETROBRAS	Exploração, refino e distribuição	Nível 2	407.218.847	7,61%
PRI03	PETRORIO	Exploração, refino e distribuição	Novo Mercado	4.419.459	0,58%
PSSA3	PORTO SEGURO	Seguradoras	Novo Mercado	20.260.064	0,18%
QUAL3	QUALICORP	Serviços médico-hospitalares, análises e diagnósticos	Novo Mercado	10.442.764	0,30%
RADL3	RAIADROGASIL	Medicamentos e outros produtos	Novo Mercado	36.802.859	1,11%
RAIL3	RUMO S.A.	Transporte ferroviário	Novo Mercado	40.690.315	0,96%
RAPT4	RANDON PART	Material rodoviário	Nível 1	4.325.074	0,10%
RENT3	LOCALIZA	Aluguel de carros	Novo Mercado	35.826.172	1,51%
SANB11	SANTANDER BR	Bancos	Tradicional	182.954.265	0,54%
SAPR11	SANEPAR	Água e saneamento	Nível 2	9.844.576	0,17%
SBFG3	GRUPO SBF	Produtos diversos	Novo Mercado	7.392.747	0,09%
SBSP3	SABESP	Água e saneamento	Novo Mercado	41.393.358	0,57%
SULA11	SUL AMERICA	Seguradoras	Nível 2	24.797.324	0,37%
SUZB3	SUZANO S.A.	Papel e celulose	Novo Mercado	53.537.112	1,96%
TAEE11	TAESA	Energia elétrica	Nível 2	10.721.761	0,36%
TIMS3	TIM	Telecomunicações	Novo Mercado	37.934.280	0,39%
TOTS3	TOTVS	Programas e serviços	Novo Mercado	12.308.756	0,59%
UGPA3	ULTRAPAR	Exploração, refino e distribuição	Novo Mercado	27.672.042	0,90%
USIM5	USIMINAS	Siderurgia	Nível 1	11.946.382	0,46%
VALE3	VALE	Minerais metálicos	Novo Mercado	273.337.485	22,05%
VIVT3	TELEF BRASIL	Telecomunicações	Tradicional	91.470.453	0,75%
VVAR3	VIAVAREJO	Eletrodomésticos	Novo Mercado	14.510.422	0,74%
WEGE3	WEG	Motores, compressores e outros	Novo Mercado	72.700.765	2,05%
YDUQ3	YDUQS PART	Serviços educacionais	Novo Mercado	14.281.398	0,35%
<b>Total</b>				<b>4.018.897.539</b>	<b>95,24%</b>

Fonte: B3 (2021).

Nas tabelas 4 e 5 são apresentados os dados das companhias da amostra por segmento e por nível de governança. Destacando-se a representatividade das empresas financeiras em cerca

de 19%, mas com valor de mercado de aproximadamente 35% da amostra. Já no nível de governança a grande maioria das firmas estão no nível 1 e no Novo Mercado.

**Tabela 4 - Companhias da amostra por segmento**

<b>Segmento</b>	<b>Quantidade</b>	<b>Part. Amostra (%)</b>	<b>Valor de Mercado (em milhares)</b>	<b>Part. Amostra (%)</b>
Financeiro e outros	17	19,32%	1.407.792.834,88	34,94%
Consumo cíclico	20	22,73%	373.010.542,69	9,26%
Consumo não cíclico	7	7,95%	460.201.042,77	11,42%
Bens industriais	7	7,95%	212.648.264,15	5,28%
Materiais básicos	9	10,23%	459.739.020,33	11,41%
Utilidade pública	14	15,91%	333.443.757,62	8,28%
Petróleo, gás e biocombustíveis	4	4,55%	466.502.074,57	11,58%
Saúde	6	6,82%	168.075.605,09	4,17%
Tecnologia da informação	2	2,27%	18.668.034,04	0,46%
Telecomunicações	2	2,27%	129.404.733,16	3,21%
Total	88	100,00%	4.029.485.909,30	100,00%

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

**Tabela 5 - Companhias da amostra por nível de governança**

<b>Nível de governança</b>	<b>Quantidade</b>	<b>Part. Amostra (%)</b>	<b>Valor de Mercado (em milhares)</b>	<b>Part. Amostra (%)</b>
Tradicional	4	4,55%	587.576.356,81	14,58%
Nível 2	8	9,09%	546.373.946,99	13,56%
Nível 1	16	18,18%	1.006.020.544,16	24,97%
Novo Mercado	60	68,18%	1.889.515.061,34	46,89%
Total	88	100,00%	4.029.485.909,30	100,00%

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Os dados do formulário de referência da pesquisa serão coletados através do software estatístico R, utilizando o pacote *GetDFPData* que acessa os dados financeiros das companhias listadas em bolsa no sistema ITR/DFP, os dados de eventos corporativos no sistema FRE e os dados de registro das empresas no sistema FCA (PERLIN; KIRCH; VANCIN, 2019). Os dados contábeis e financeiros foram extraídos através da plataforma Economatica®, assim como ela também foi utilizada para coleta de dados adicionais. Adicionalmente, devido a inconsistências

nos dados extraídos, foi necessário realizar consultas adicionais diretamente aos formulários de referência de empresas para validar ou corrigir tais informações.

### 3.3 VARIÁVEIS DO ESTUDO

Para que seja possível operacionalizar a pesquisa as variáveis apresentadas nesta seção foram utilizadas para buscar elucidar o problema de pesquisa. A sequência desta seção aborda de forma segregada às variáveis dependentes e independentes de interesse e de controle, visando respaldar de forma teórica as escolhas, bem como evidenciar o local de coleta dos dados.

#### 3.3.1 Variável dependente

O modelo no qual este estudo se baseou é o modelo de sensibilidade de remuneração proposto por Jensen e Murphy (1990), o qual verificou a variação unitária da remuneração do CEO de companhias em dólares para cada variação de 1.000 dólares no valor de mercado das respectivas empresas. Sendo assim, adota-se como variável dependente a variação da remuneração executiva da diretoria de cada firma da amostra do ano  $t$  em relação ao ano  $t - 1$ :

**Quadro 3 - Variável dependente**

Descrição	Sigla	Métrica	Sinal Esperado	Suporte Teórico	Coleta
Varição da remuneração dos diretores	$\Delta REM$	Varição da remuneração total da diretoria da empresa no ano $t$ em relação ao ano $t - 1$ .	Não se aplica	Jensen e Murphy (1990), Victor (2013), Chahine e Goergen (2014), Brandão <i>et al.</i> , (2019)	Formulário de referência através do pacote do R GetDFPData

Fonte: elaborado pelo autor.

#### 3.3.2 Variáveis independentes

O estudo se propõe a acrescentar ao modelo de Jensen e Murphy o papel das relações familiares entre membros da alta diretoria e do conselho de administração na sensibilidade da remuneração executiva, sendo assim, a variável FAMI verifica a quantidade das relações familiares supramencionadas em cada empresa da amostra e em cada ano. Tais informações foram obtidas no Formulário de Referência, no item 12.9 – Relações Familiares através do pacote do R GetDFPData para todas as empresas da amostra. Para mensurar a variável foram consideradas as relações familiares de consanguinidade entre pais e filhos(as), entre irmãos, entre avós e netos(as) e entre cônjuges, bem como relações de afinidade como sogros(as) e genros ou noras, cunhados(as) e padrastos/madras e enteados(as). Adicionalmente, visando

reduzir efeitos decorrentes do tamanho das companhias, a quantidade de laços familiares identificadas foi ponderada pelo logaritmo natural do tamanho das firmas.

Utiliza-se, também, como variável explicativa para a variação da remuneração dos diretores a variação do valor de mercado de cada firma no ano  $t$  em relação ao ano  $t - 1$ . Por fim, se utiliza de uma variável interveniente da variação do valor de mercado de cada firma com a variável de relações familiares:

**Quadro 4 - Variáveis independentes**

Descrição	Sigla	Métrica	Sinal Esperado	Suporte Teórico	Coleta
Laços familiares	FAMI	Presença de vínculos familiares entre membros da diretoria e do conselho de administração ponderada pelo tamanho.	+/-	Chahine e Goergen (2014)	Formulário de referência através do pacote do R GetDFPData
Variação do valor de mercado	$\Delta VM$	Valor da firma no ano $t$ subtraído do valor no ano $t - 1$	+	Jensen e Murphy (1990), Victor (2013), Brandão <i>et al.</i> , (2019)	Base de dados Economática

Fonte: elaborado pelo autor.

### 3.3.3 Variáveis de controle

Como variáveis de controle do estudo, utiliza-se o tamanho da companhia, o retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), o segmento da Companhia, a concentração de direitos de voto pelos acionistas majoritários, além da quantidade de membros do Conselhos de Administração indicados por estes.

**Quadro 5 - Variáveis de controle**

Descrição	Sigla	Métrica	Sinal Esperado	Suporte Teórico	Coleta
Concentração de direitos de voto	CONCEN	Percentual de ações ordinárias detidas pelos acionistas controladores da empresa em $t$	+	Correia <i>et al.</i> (2014); Brandão <i>et al.</i> , (2019)	Formulário de referência através do pacote do R GetDFPData
Membros do CA indicados pelo controlador	MAJCA	Percentual de membros do conselho de administração indicados pelos acionistas controladores da empresa em $t$	+	Correia <i>et al.</i> (2014); Brandão <i>et al.</i> , (2019)	Formulário de referência através do pacote do R GetDFPData

Descrição	Sigla	Métrica	Sinal Esperado	Suporte Teórico	Coleta
Segmento	SEGM	Variável dummy com o segmento da firma	Não se aplica	Victor (2013), Brandão <i>et al.</i> , (2019)	Base de dados Económica
Tamanho	TAMANHO	Logaritmo neperiano do ativo total	+	Victor (2013), (Brandão <i>et al.</i> , 2019)	Base de dados Económica
Retorno sobre o ativo	ROA	Lucro líquido/Ativo total	+	Aguiar e Pimentel (2017), Brandão <i>et al.</i> , (2019)	Base de dados Económica
Nível de governança corporativa	NivelGov	Variável dummy para empresas do Novo Mercado	+/-	Aguiar e Pimentel (2017), Brandão <i>et al.</i> , (2019)	Base de dados Económica

Fonte: elaborado pelo autor.

### 3.4 ANÁLISE DOS DADOS

Para estimar a sensibilidade da remuneração executiva, será utilizada a seguinte equação, com base no modelo de Jensen e Murphy (1990):

$$\Delta REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln VM_{i,t} + \beta_2 FAM_{i,t} + \beta_3 \text{Tamanho} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{CONCEN} + \beta_6 \text{NivelGov} + \beta_7 \text{SEGM} + \varepsilon$$

Em que:

$\Delta REM_{i,t}$  = variação da remuneração executiva do período  $t$  em relação ao período  $t - 1$  para cada empresa  $i$  da amostra ponderada pela variação do valor de mercado;

$\Delta VM_{i,t}$  = variação do valor de mercado de cada firma da amostra no período  $t$  em relação ao período  $t - 1$ ;

$FAM_{i,t}$  = quantidade de vínculos familiares em cada empresa da amostra no período  $t$  ponderada pelo logaritmo natural do tamanho;

$\text{Tamanho}_{i,t}$  = logaritmo natural do ativo total de cada empresa da amostra no período  $t$ ;

$\text{ROA}_{i,t}$  = retorno sobre o ativo para cada empresa da amostra no ano  $t$ ;

$\text{CONCEN}_{i,t}$  = percentual de membros do conselho de administração indicados pelo acionista controlador para cada empresa da amostra no ano  $t$ ;

$\text{NivelGov}_{i,t}$  = variável *dummy* que indica se a empresa  $i$  está listada no Novo Mercado da B3 no período  $t$ , atribuindo 1 se estiver e 0 caso contrário;

$SEGM_{i,t} = dummy$  indicando cada um dos setores da B3;  
 $\varepsilon_{i,t}$  = erro da regressão.

Visando a operacionalização do modelo de regressão, foi necessário executar alguns procedimentos preliminares. Utilizou-se a técnica de *winsorize* a nível de 1%, em todo o período do estudo, para às variáveis contínuas, exceto as que estão na forma de logaritmo, como o tamanho da companhia (TAM) ou variáveis *dummy*, como nível de governança corporativa (NívelGov) e segmento (SEGM). Essa técnica visa ao tratamento das observações consideradas extremas (outliers), sendo que não as exclui, apenas as torna menos extremas (WOOLDRIDGE, 2002). Posteriormente, verificou-se a normalidade dos dados, por meio do Teste de Kolmogorov-Smirnov, observando que as variáveis apresentam distribuição normal. Além disso, apurou-se a estatística descritiva das variáveis.

As hipóteses de pesquisa foram testadas usando o modelo de regressão linear múltipla obtido pelo método de painel de dados. Essa abordagem permite levar em consideração os efeitos individuais, melhorando a estimativa e controlando os efeitos no tempo (WOOLDRIDGE, 2002). Registra-se que se adotou o painel desbalanceado, pois algumas empresas não possuíam dados em todos os períodos.

Foram utilizados efeitos fixos para controlar as diferenças no nível de compensação dos executivos, garantindo que se meça a variação por empresa, ajudando a controlar variáveis como habilidades gerenciais não observáveis (GAO; LI, 2015).

Após determinar qual especificação de regressão é mais apropriada para o modelo, examinou-se sua confiabilidade, pois apesar da heterogeneidade temporal e espacial, o modelo pode ser mal especificado em outros aspectos. Portanto, foram executados testes de multicolineariedade (teste variance inflation factors – VIF), autocorrelação (teste de Wooldridge) e heterocedasticidade (teste de Wald). A correção de autocorrelação e heterocedasticidade foi realizada por meio de clusterização, tornando os erros robustos.

Destaca-se que todas as técnicas estatísticas desenvolvidas na pesquisa foram operacionalizadas por meio do Software Stata®.

## 4 RESULTADOS E ANÁLISES ESTATÍSTICAS

Este capítulo aborda os resultados auferidos na pesquisa, bem como sua interpretação e análise. Dessa forma, apresentam-se a estatística descritiva das variáveis que foram objeto de estudo (4.1), sua matriz de correlação (4.2) e a regressão dos dados em painel (4.3), por meio de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS).

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 6 apresenta a estatística descritiva da remuneração dos executivos e do valor de mercado em seus valores originais (R\$ unidades para a remuneração e R\$ mil para o valor de mercado).

**Tabela 6** - Estatística descritiva da remuneração executiva e valor de mercado em valores brutos

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão
Remuneração total	50.402,68	675.835.456,56	33.427.067,28	71.602.982,24
Remuneração per capita	19.416,78	27.683.502,09	4.132.287,37	3.942.534,35
Valor de Mercado	919.673,90	407.218.846,60	36.968.833,49	67.449.776,09

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Com base na Tabela 6, podemos observar que a remuneração executiva anual média nas empresas da amostra no período de 2017 a 2019 foi de R\$ 33.427.067,28, ao passo que a remuneração *per capita* média para o período foi de R\$ 4.132.287,37. Os valores apresentados são maiores do que Brandão *et al.* (2019), o que é esperado, tendo em vista que o período analisado pelos autores naquele trabalho foi de 2013 a 2015. O valor médio de mercado das companhias que compõe a amostra é de quase R\$ 37 bilhões, também em linha com os achados de pesquisas anteriores e com divulgações da B3.

Na Tabela 7 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis financeiras e de propriedade utilizadas nas análises estatísticas. Os valores para variações da remuneração estão em unidades e os valores de variação de valor de mercado das empresas está em milhares.

**Tabela 7** - Estatística descritiva das variáveis métricas utilizadas nas análises estatísticas

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão
Variação da remuneração total	-80.822.081,16	368.786.030,55	3.679.207,52	29.250.419,08

<b>Variáveis</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio-padrão</b>
Variação da remuneração per capta	19.416,78	27.683.502,09	4.132.287,37	3.942.534,35
Variação do valor de mercado	-6.671.445,00	40.137.000,00	2.141.957,92	5.376.534,51
Tamanho	20,96	28,18	23,71	1,45
ROA	-12,52	44,61	4,56	5,72
Concentração de propriedade	-	1,00	0,46	0,30

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Conforme se depreende da análise da Tabela 7, no período analisado as empresas tiveram um aumento de valor de mercado médio de R\$ 4,3 bilhões, ao passo que a remuneração total da diretoria das companhias da amostra aumentou em média R\$ 4,5 milhões. O desempenho financeiro do período, analisado pelo ROA (Return on Equity), demonstra um desempenho positivo.

#### 4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Visando analisar a correlação entre as variáveis da pesquisa, foi utilizada a matriz de correlação de Pearson, na qual é possível observar os coeficientes entre as variáveis da pesquisa e sua significância estatística.

Com base na Tabela 8 podemos identificar que a variável de laços familiares não está correlacionada com a variação da remuneração dos diretores, nem com a variação de mercado da companhia. Ela apresenta relação com o tamanho da firma, com a concentração do capital votante, bem como com a quantidade de membros indicados ao Conselho de Administração pelos controladores, o que é esperado em relação aos dois últimos, tendo em vista a estrutura de propriedade das empresas no Brasil.

**Tabela 8 - Matriz de correlação de Pearson**

	$\Delta$ Remuneração	$\Delta$ VVM	Laços Familiares	Tamanho	ROA	Concentração
$\Delta$ Remuneração	1,0000					
$\Delta$ VVM	-0,0350	1,0000				
Laços Familiares	0,0244	-0,0286	1,0000			
Tamanho	0,0150	-0,1136	-0,0859	1,0000		
ROA	0,0216	0,0657	-0,1793*	-0,1874*	1,0000	
Concentração	0,0447	0,0922	0,1208	0,2480*	-0,0363	1,0000

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Nota: \*\*\*, \*\* e \* dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A variação da remuneração dos diretores encontra correlação positiva com a variação do valor de mercado das firmas, o que também é esperado, além do seu tamanho. Por fim, identificou-se correlação alta entre a concentração do controle acionário e a representatividade de membros do Conselho de Administração indicados pelo acionista controlador.

#### 4.3 REGRESSÃO DOS DADOS

Na Tabela 9 é demonstrado o resultado das estimações estatísticas, tendo como variável dependente o logaritmo natural da variação da remuneração executiva total da diretoria de cada empresa da amostra para cada ano.

**Tabela 9 - Variação da Remuneração Executiva**

Variável	Sinal esperado (1)	(1) $\Delta$ Remuneração
$\Delta$ VVM	+	-0.0169 (0.013)
Laços Familiares	+/-	-0.1616** (0.067)
Tamanho	+	0.2471 (0.202)
ROA	+	0.0381*** (0.014)
Concentração de propriedade	+/-	-0.1919 (0.584)
Observações		233
Número de empresas		89
R <sup>2</sup>		0.099

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.10

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Nota: \*\*\*, \*\* e \* dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

No que tange à regressão, pode-se perceber que a variável Laços Familiares foi significativa no modelo (5%) em relação à variação da remuneração executiva. O sinal observado foi em linha com a Hipótese 1, na qual a presença de laços familiares entre diretores e membros do conselho de administração resulta em uma sensibilidade da remuneração executiva significativamente menor do que para executivos sem essas relações.

Diante disto, podemos rejeitar a Hipótese 1 de que não há diferenças na sensibilidade da remuneração da alta direção e inferir que existem evidências que ela é menor para diretores com laços familiares com membros do conselho de administração do que para aqueles sem tais vínculos, como encontrado por Cieślak (2018) e McConaughy (2000) em seus estudos.

Por fim, os resultados validam a Teoria da Agência, pois levam a um melhor entendimento de que forma conflitos de agências potenciais entre acionistas majoritários e minoritários podem ser mitigados.

#### 4.4 MODELO SEM EMPRESAS DO SETOR FINANCEIRO

Foram excluídas as 43 observações das 17 companhias do setor financeiro que integravam a amostra, reduzindo o total de observações de 233 para 190. Como se observa na Tabela 10, houve uma diminuição na remuneração total média de R\$ 33,4 milhões para aproximadamente R\$ 23 milhões, o que representa um decréscimo de 31,24%.

**Tabela 30** - Estatística descritiva da remuneração executiva e valor de mercado em valores brutos - Empresas não-financeiras

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão
Remuneração total	50.402,68	166.101.012,52	22.984.833,71	23.059.838,80
Remuneração per capita	25.201,34	27.683.502,09	3.929.883,59	3.621.549,29
Valor de Mercado	919.673,90	407.218.846,60	30.378.527,68	60.127.907,09

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Na Tabela 11, ao comparar os dados das empresas não-financeiras aos dados com as empresas de todos os setores, é perceptível uma diminuição na variação da remuneração total média de 54%, de R\$ 3,68 milhões para R\$ 1,69 milhões. Já a variação da remuneração per capita teve queda menos acentuada, de cerca de 5%. O tamanho médio e ROA também apresentaram redução, o que era esperado tendo em vista à exclusão de empresas do setor financeiro, assim como a concentração de propriedade.

**Tabela 11** - Estatística descritiva das variáveis métricas utilizadas nas análises estatísticas - Empresas Não-Financeiras

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão
Variação da remuneração total	- 80.822.081,16	103.394.725,06	1.690.868,89	13.557.773,95
Variação da remuneração per capta	25.201,34	27.683.502,09	3.929.883,59	3.621.549,29
Variação do valor de mercado	- 6.671.445,00	40.137.000,00	1.462.931,46	4.534.986,34
Tamanho	20,96	27,55	23,51	1,26
ROA	- 12,52	17,15	4,30	4,80
Concentração de propriedade	-	1,00	0,44	0,30

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Com base na Tabela 12, identifica-se correlação negativa e significativa da variável Laços Familiares com as variáveis variação de valor de mercado ponderada e ROA. Além disso, percebe-se correlação da variação de valor de mercado com a variável ROA, sendo esta positiva.

**Tabela 42** - Matriz de correlação de Pearson - Empresas Não-Financeiras (2)

	$\Delta$ Remuneração	$\Delta$ VM	Laços Familiares	Tamanho	ROE	Controle
$\Delta$ Remuneração	1,0000					
$\Delta$ VM	0,0182	1,0000				
Laços Familiares	0,0018	-0,4172*	1,0000			
Tamanho	-0,1701*	0,0876	-0,0558	1,0000		
ROA	-0,0048	0,5875*	-0,2680*	-0,2166*	1,0000	
Controle	-0,0583	0,0972	0,1327	0,2575*	-0,0948	1,0000

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Nota: \*\*\*, \*\* e \* dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Na Tabela 13 é demonstrado o resultado das estimações estatísticas, tendo como variável dependente a variação da remuneração executiva total da diretoria de cada empresa da amostra para cada ano ponderada pelo valor de mercado respectivo.

**Tabela 53 - Variação da Remuneração Executiva – Empresas Não-Financeiras (2)**

Variável	Sinal esperado	(1)
	(1)	$\Delta$ Remuneração
$\Delta$ V/M	+	-0.0010 (0.002)
Laços Familiares	+/-	-0.0006*** (0.000)
Tamanho	+	0.0002 (0.001)
ROA	+	0.0001** (0.000)
Concentração de propriedade	+/-	0.0011 (0.001)
Observações		190
Número de empresas		72
R <sup>2</sup>		0.215

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Nota: \*\*\*, \*\* e \* dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

No que tange à regressão, pode-se perceber que a variável Laços Familiares foi significativa no modelo (5%) em relação à variação da remuneração executiva. O resultado observado foi em linha com a Hipótese 2, na qual a presença de laços familiares entre diretores e membros do conselho de administração resulta em uma sensibilidade da remuneração executiva significativamente menor do que para executivos sem essas relações para empresas não-financeiras.

Além disso, o resultado está alinhado com os achados da amostra incluindo as empresas financeiras. Diante disto, podemos inferir que existem evidências que a sensibilidade da remuneração executiva é menor para diretores com laços familiares com membros do conselho de administração do que para aqueles sem tais vínculos.

## 5 CONCLUSÕES

Nesta seção serão apresentadas as conclusões do estudo, demonstrando os principais resultados da pesquisa, bem como com as considerações gerais, contribuições e limitações da dissertação, além de sugestões para estudos futuros.

### 5.1 RESULTADOS E CONSIDERAÇÕES

O estudo teve como objetivo geral analisar a relação entre os laços familiares no conselho de administração e alta diretoria das firmas e a sensibilidade da remuneração executiva das empresas listadas na B3 no período de 2017 a 2019 e que compõem o Índice IBRX 100 no período compreendido entre 2017 e 2019.

Tal objetivo foi atingido através de uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental, utilizando dados provenientes do Formulário de Referência das companhias da amostra obtidos através do software R e dados financeiros coletados no banco de dados da Economatica®. Lançando mão de meios estatísticos por regressão de dados em painel por meio de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS), visando verificar a relação da sensibilidade da remuneração executiva frente às relações familiares no controle das companhias da amostra.

Foi estimado um modelo de efeitos fixos tendo como variável dependente o logaritmo natural da variação da remuneração total da diretoria executiva em função da quantidade de relações familiares existentes entre executivos e membros do conselho de administração. Também se executou um modelo adotando como variável dependente a ponderação da remuneração executiva pelo valor de mercado das companhias.

As variáveis em questão apresentaram correlação negativa e significativa em relação à variável Laços Familiares indo ao encontro da Hipótese 1, que não pode ser rejeitada. Tal resultado é respaldado na literatura, conforme estudos de McConaughy (2000) no mercado norte-americano e de Cieślak (2018) no mercado sueco, no qual diretores de empresas familiares possuíam uma menor de sensibilidade da remuneração executiva do que seus pares em firmas não-familiares.

Adicionalmente, o mesmo comportamento se observou para a amostra composta pelas empresas que não são do setor financeiro e compõem o índice IBRX 100, ocorrendo uma relação significativa e negativa entre as variáveis, não sendo possível rejeitar a Hipótese 2.

## 5.2 CONTRIBUIÇÕES E IMPLICAÇÕES DA PESQUISA

O estudo sobre remuneração executiva ainda é um tema relativamente pouco abordado nas pesquisas brasileiras, apesar desta realidade estar mudando, com o aumento de pequenos investidores e a estrutura de propriedade das empresas listadas na bolsa, há um aumento da fiscalização dos valores pagos aos administradores, considerando os problemas de agência advindos da alta concentração acionária.

Nesse contexto, a governança corporativa surge visando mitigar tais problemas de agência, através de diversos mecanismos externos e internos de controle, destacando-se a remuneração executiva como um deles. Uma das medidas nessa esfera é a adoção de pacotes de remuneração aos diretores que permita alinhar seus interesses aos dos acionistas com base no desempenho financeiro da firma. A publicação do Formulário de Referência a partir de 2010 foi de suma importância para aumentar a transparência no assunto.

Diante disso, a dissertação teve como objetivo evidenciar o efeito dos laços familiares entre diretores e membros do conselho de administração na sensibilidade da remuneração executiva. Portanto, a principal contribuição do trabalho para a literatura existente foi analisar a relação da sensibilidade da remuneração da alta direção para membros com laços familiares com membros do conselho de administração do que aqueles sem tais vínculos.

## 5.3 LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

A dissertação se propôs a analisar fatores influenciadores da sensibilidade da remuneração executiva e de que forma laços familiares na alta gestão de uma companhia podem afetar tal remuneração. Buscou-se contribuir para difundir novos estudos quanto aos tópicos relacionados à remuneração executiva. Sendo um tema relativamente recente na literatura, mas relevante para o mercado financeiro ainda há escassez de estudos sobre o assunto na literatura brasileira. Um dos motivos pode ser aos dados ainda limitados divulgados pelas empresas através do Formulário de Referências, tendo a pesquisa abordado a remuneração total das diretorias, uma vez que os dados divulgados não são individualizados.

Sugerem-se novos estudos verificando outros possíveis efeitos da presença de relações familiares nas companhias, como desempenho das firmas, desempenho em ofertas públicas de ações, valor de mercado, dentre outros. Também é pertinente comparar o pacote de remuneração das empresas familiares e não-familiares, com objetivo de identificar diferenças nas parcelas fixas e variáveis e de que forma as diretorias são incentivadas a atingirem objetivos

dos acionistas. Além disso, sugere-se o estudo das relações familiares entre os acionistas controladores e o corpo diretivo e conselho de administração.

## REFERÊNCIAS

- ADAM, Camila *et al.* Conflitos de agência em empresas familiares de capital aberto e a composição do Conselho de Administração. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [S. l.], v. 17, n. 45, p. 19–32, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n45p19>. Acesso em: 20 jun. 2020.
- ADJAOUD, Fodil; BEN-AMAR, Walid. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation? **Journal of Business Finance & Accounting**, [S. l.], v. 37, n. 5–6, p. 648–667, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02192.x>. Acesso em: 18 mar. 2020.
- AGUILERA, Ruth V. *et al.* Connecting the dots: bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. **The Academy of Management Annals**, [S. l.], v. 9, n. 1, p. 483–573, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/19416520.2015.1024503> Acesso em 07 abr. 2020
- ARMITAGE, Seth *et al.* Corporate governance challenges in emerging economies. **Corporate Governance: an international review**, [S. l.], v. 25, n. 3, p. 148–154, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/corg.12209>. Acesso em: 18 mar. 2020.
- B3. **Índice Brasil 100 (IBrX 100 B3) | B3**. São Paulo, 2021. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm). Acesso em: 09 jun. 2021.
- BEN ALI, Chiraz. Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and disclosure. **Journal of Applied Business Research (JABR)**, [S. l.], v. 30, n. 2, p. 419, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.19030/jabr.v30i2.8412>. Acesso em: 20 jun. 2020.
- BRANDÃO, Isac de Freitas *et al.* Composition of the board of directors and pay-performance sensitivity. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S. l.], v. 30, n. 79, p. 28–41, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610> Acesso em: 07 abr. 2020
- BRANDÃO, Isac de Freitas; CRISÓSTOMO, Vicente Lima. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, [S. l.], v. 13, n. 3, p. 438–472, 2015. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305842563003>. Acesso em: 20 jun. 2020.
- BURKART, Mike; PANUNZI, Fausto; SHLEIFER, Andrei. Family Firms. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 58, n. 5, p. 2167–2201, 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00601>. Acesso em: 10 jan. 2021.
- BYRD, John W.; HICKMAN, Kent A. Do outside directors monitor managers? **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 32, n. 2, p. 195–221, 1992. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90018-S](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90018-S). Acesso em: 04 dev. 2020.
- CHAHINE, Salim; GOERGEN, Marc. The effects of management-board ties on IPO performance. **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], v. 21, p. 153–179, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.02.001>. Acesso em: 14 set. 2020.
- CHAHINE, Salim; GOERGEN, Marc. Top management ties with board members: How they affect pay-performance sensitivity and IPO performance. **Journal of Corporate Finance**, [S. l.],

*l.*], v. 27, p. 99–115, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.04.007>. Acesso em: 10 jan. 2021.

CHEN, Guoli; CHITTOOR, Raveendra; VISSA, Balagopal. Does nepotism run in the family? CEO pay and pay-performance sensitivity in Indian family firms. **Strategic Management Journal**, [*S. l.*], v. 42, n. 7, p. 1326–1343, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/smj.3263>. Acesso em: 10 jun. 2021.

CIEŚLAK, Katarzyna. Agency conflicts, executive compensation regulations and CEO pay-performance sensitivity: evidence from Sweden. **Journal of Management and Governance**, [*S. l.*], v. 22, n. 3, p. 535–563, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10997-018-9410-3>. Acesso em: 10 jun. 2021.

COASE, Ronald H. The nature of the firm. **Economica**, [*S. l.*], v. 4, n. 16, p. 386–405, 1937. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>. Acesso em: 18 mar. 2020.

COMBS, James *et al.* How much do high-performance work practices matter? A meta-analysis of their effects on organizational performance. **Personnel Psychology**, [*S. l.*], v. 59, n. 3, p. 501–528, 2006. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1744-6570.2006.00045.x>. Acesso em: 10 jan. 2021.

CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes; LOUVET, Pascal. Determinantes da eficiência de conselhos de administração de empresas negociadas na BM&F Bovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [*S. l.*], v. 8, n. 21, p. 46, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/rco.v8i21.63219> Acesso em 07 abr. 2020.

D'ÁVILA, Mariana Zonta; CUTAIT, Beatriz. Apesar de forte queda com crise do coronavírus, Bolsa ganha 440 mil novos investidores em dois meses. **Infomoney**, [*s. l.*], 06 maio 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/apesar-de-forte-queda-com-crise-do-coronavirus-bolsa-ganha-440-mil-novos-investidores-em-dois-meses/>. Acesso em: 1 jun. 2020.

DESENDER, Kurt A. The relationship between the ownership structure and board effectiveness. **SSRN Electronic Journal**, [*S. l.*], 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1440750>. Acesso em: 10 jan. 2021.

DONNELLEY, Robert G. A empresa familiar. **Revista de Administração de Empresas**, [*S. l.*], v. 7, n. 23, p. 161–198, 1967. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0034-75901967000200006>. Acesso em: 20 jun. 2020.

EHRHARDT, Olaf; NOWAK, Eric. **Private benefits and minority shareholder expropriation: empirical evidence from IPOs of German family-owned firms**. Frankfurt a. M.: Goethe University, Center for Financial Studies (CFS), 2001. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10419/25376>. Acesso em: 14 set. 2020.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, [*S. l.*], v. 26, n. 2, p. 301–325, 1983. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/725104>. Acesso em: 10 jan. 2021.

FONSECA, Camila Veneo Campos; SILVEIRA, Rodrigo Lanna Franco da. Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital

aberto. **REAd. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)**, [S. l.], v. 22, n. 1, p. 106–133, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1413-2311.016162016.62739>. Acesso em: 18 mar. 2020.

GAO, Huasheng; LI, Kai. A comparison of CEO pay-performance sensitivity in privately-held and public firms. **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.005>. Acesso em: 10 jan. 2021.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. *E-book*.

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. *E-book*.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). Acesso em: 1 jun. 2020.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, [S. l.], v. 98, n. 2, p. 225–264, 1990. Disponível em: <https://doi.org/10.1086/261677>. Acesso em: 18 mar. 2020.

JIANG, Haiyan; HABIB, Ahsan; SMALLMAN, Clive. The effect of ownership concentration on CEO compensation-firm performance relationship in New Zealand. **Pacific Accounting Review**, [S. l.], v. 21, n. 2, p. 104–131, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/01140580911002053>. Acesso em: 20 jun. 2020.

LA PORTA, Rafael *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 58, n. 1–2, p. 3–27, 2000 a. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9). Acesso em 07 abr. 2020

LA PORTA, Rafael *et al.* Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 55, n. 1, p. 1–33, 2000 b. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>. Acesso em: 1 jun. 2020.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 54, n. 2, p. 471–517, 1999. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>. Acesso em: 19 abr. 2021.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, [S. l.], v. 6, n. 1, p. 7–18, 2002. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-6552002000100002>. Acesso em: 14 set. 2020.

LIPPERT, Robert L.; PORTER, Gayle. Understanding CEO pay: a test of two pay-to-performance sensitivity measures with alternative measures of alignment and influence. **Journal of Business Research**, [S. l.], v. 40, n. 2, p. 127–138, 1997. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(96\)00283-4](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(96)00283-4). Acesso em: 20 jun. 2020.

MARTINS, Henrique Castro; TERRA, Paulo Renato Soares. Determinantes nacionais e setoriais da estrutura de capital na América Latina. **Revista de Administração**

**Contemporânea**, [S. l.], v. 18, n. 5, p. 577–597, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20141154>. Acesso em: 10 jan. 2021.

MCCONAUGHY, Daniel L. Family CEOs vs. nonfamily CEOs in the family-controlled firm: an examination of the level and sensitivity of pay to performance. **Family Business Review**, [S. l.], v. 13, n. 2, p. 121–131, 2000. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2000.00121.x>. Acesso em: 18 mar. 2020.

MENDONÇA, Flávia F. P.; MARTINS, Henrique Castro; TERRA, Paulo R. S. Estrutura de capital e mecanismos de governança externos à firma: uma análise multipaís. **Revista de Administração Contemporânea**, [S. l.], v. 23, n. 6, p. 765–785, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019190109> Acesso em 07 abr. 2020

MERHEBI, Rachel *et al.* Australian chief executive officer remuneration: pay and performance. **Accounting and Finance**, [S. l.], v. 46, n. 3, p. 481–497, 2006. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2006.00178.x>. Acesso em: 20 jun. 2020.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, [S. l.], v. 48, n. 3, p. 261–297, 1958. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1809766>. Acesso em: 1 jun. 2020.

MURPHY, Kevin. Executive compensation. In: ASHENFELTER, O.; CARD, D. (org.). **Handbook of Labor Economics**. [S. l.]: Elsevier, 1999. v. 3, Part Bp. 2485–2563. *E-book*. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:labchp:3-38>. Acesso em: 20 jun. 2020.

OLIVEIRA, Agostinha Mafalda Barra de; OLIVEIRA, Alexandre José de. Gestão de Recursos humanos: uma metanálise de seus efeitos sobre desempenho organizacional. **Revista de Administração Contemporânea**, [S. l.], v. 15, n. 4, p. 650–669, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-65552011000400006>. Acesso em: 18 mar. 2020.

ORO, Ieda Margarete; BEUREN, Ilse Maria; HEIN, Nelson. Análise da relação entre a estrutura de capital e o lucro operacional nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, [S. l.], v. 20, n. 1, p. 67–94, 2009. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/8106/analise-da-relacao-entre-a-estrutura-de-capital-e-o-lucro-operacional-nas-diversas-geracoes-de-empresas-familiares-brasileiras/i/pt-br>. Acesso em: 19 abr. 2021.

PERLIN, Marcelo S.; KIRCH, Guilherme; VANCIN, Daniel. Accessing financial reports and corporate events with GetDFPData. **Brazilian Review of Finance**, [S. l.], v. 17, n. 3, p. 85, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.12660/rbfin.v17n3.2019.78654>. Acesso em: 10 jan. 2021.

PETRY, Luiz Inácio; NASCIMENTO, Auster Moreira. Um estudo sobre o modelo de gestão e o processo sucessório em empresas familiares. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S. l.], v. 20, n. 49, p. 109–125, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000100008> Acesso em: 19 abr. 2021.

PINTO, Marcos Barbosa; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Ownership concentration, top management and board compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, [S. l.], v. 17, n. 3, p. 304–324, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415->

65552013000300004 Acesso em: 10 jan. 2021.

POSNER, Eric A. Agency models in law and economics. **SSRN Electronic Journal**, [S. l.], 2000. Disponível em: <https://doi.org/10.2139/ssrn.204872>. Acesso em: 1 jun. 2020.

RAMOS, Fernando Maciel. **Efeito das conexões sociais entre os CEOs e os membros dos conselhos de administração e fiscal sobre o gerenciamento de resultados**. 2020. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2020. Disponível em: [http://bdtd.ibict.br/vufind/Record/USIN\\_9cdf73d8a50cfb7ffbf3dc0db8031f61](http://bdtd.ibict.br/vufind/Record/USIN_9cdf73d8a50cfb7ffbf3dc0db8031f61). Acesso em: 18 mar. 2020.

RAUPP, Fabiano Maury; BEUREN, Ilse Maria. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, Ilse Maria (org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006. p. 76–97. *E-book*.

ROSENSTEIN, Stuart; WYATT, Jeffrey G. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 26, n. 2, p. 175–191, 1990. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90002-H](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90002-H) Acesso em: 19 abr. 2021.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, [S. l.], v. 48, n. 2, p. 79–86, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000200007>. Acesso em: 20 jun. 2020.

SANTOS, Thaisa Renata; SILVA, Júlio Orestes. A influência da família tem algum efeito? Análise da remuneração dos executivos das empresas familiares e não familiares. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [S. l.], v. 12, p. e148149, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2018.148149>. Acesso em: 18 mar. 2020.

SILVA, André Luíz Carvalhal da. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006. *E-book*.

SILVA, André Luíz Carvalhal da; CHIEN, Alisson Chen Yi. Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, [S. l.], v. 11, p. 481–502, 2013. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305830045002> Acesso em: 19 abr. 2021.

SILVA, Antônio Angarita. Remuneração de diretores nas sociedades anônimas. **Revista de Administração de Empresas**, [S. l.], v. 1, n. 1, p. 93–104, 1961. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0034-75901961000100007>. Acesso em: 18 mar. 2020.

SILVA, Edson. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, conselho de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2012. *E-book*.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2005. *E-book*.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da *et al.* Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade**, [S. l.], v. 39, p. 362–372, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, [S. l.], v. 48, n. 2, p. 51–66, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000200005>. Acesso em 07 abr. 2020

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, [S. l.], v. 12, n. 3, p. 763–788, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000300008>. Acesso em: 18 mar. 2020.

SIMÕES, Thiago Felipe Vargas. A família afetiva: o afeto como formador de família. **IBDFAM–Instituto Brasileiro de Direito de Família**, [S. l.], v. 24, 2007.

SONZA, Igor Bernardi; KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. **Revista de Administração**, [S. l.], v. 49, n. 2, p. 322–338, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.5700/rausp1149>. Acesso em: 18 mar. 2020.

STEFFEN, Helen Cristina; ZANINI, Francisco Antônio Mesquita. Abertura de capital no Brasil: percepções de executivos financeiros. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S. l.], v. 23, n. 59, p. 102–115, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772012000200003>. Acesso em: 20 jun. 2020.

VICTOR, Fernanda. **Estrutura de propriedade e remuneração executiva**: efeitos diretos e indiretos da regulamentação. 2013. Tese (Doutorado em Administração) - Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10183/86849>. Acesso em: 20 jun. 2020.

VICTOR, Fernanda *et al.* Convergência no disclosure da remuneração de executivos no Brasil. In: FONTES FILHO, Joaquim Rubens; LEAL, Ricardo Pereira Câmara (Org.). **Governança corporativa**: internacionalização e convergência: os novos rumos das práticas de governança. São Paulo: Saint Paul, 2010. p. 189-206. *E-book*.