



Editor Responsável: Rodrigo de Souza Gonçalves
Andrea de Oliveira Gonçalves
Editor Associado: Paulo Vitor Souza de Souza
Processo de Avaliação: Double Blind Review pelo SEER/OJS

Influência do Conselho de Administração e Concentração Acionária no Desalinhamento entre Remuneração Executiva e Desempenho

RESUMO

Objetivo: Analisar a influência do conselho de administração e da concentração acionária no desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho.

Método: Pesquisa descritiva e quantitativa por meio de dados secundários de 196 companhias listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), entre 2010 e 2021, tratados por regressão de dados em painel.

Originalidade/Relevância: Em geral, os estudos avaliam a existência da relação e a sensibilidade entre o nível de remuneração e o desempenho. Este estudo avança ao tratar determinantes e investigar fatores capazes de afetar a parcela de remuneração que não é explicada pelo desempenho, a qual pode estar desconectada de uma contribuição direta aos acionistas.

Resultados: Os principais resultados indicam que conselhos maiores e mais independentes têm dificuldade em definir pacotes de remuneração, pois elevam os níveis de remuneração desalinhada. Igualmente, maior número de diretores em relação aos conselheiros eleva o desalinhamento, aumentando custos de agência. Sobre a concentração acionária, os resultados evidenciam a importância de essa não estar concentrada nos dois primeiros acionistas, pois seu monitoramento não foi capaz de reduzir o problema de desalinhamento.

Contribuições teóricas/metodológicas: Contribui ao identificar riscos para as companhias, vinculados a conselhos maiores e mais independentes, e o maior número de executivos por conselheiro, pois agravam o problema entre agente-principal. Fornece evidências de que a maior propriedade de um terceiro grande acionista pode promover alinhamento de interesses. Desse modo, colabora para as decisões de melhoria da estrutura e dos processos de governança.

Palavras-chave: Teoria da Agência, Governança Corporativa, Remuneração Executiva, Conselho de Administração, Concentração Acionária.

Luiz Henrique Figueira Marquezan^{ID}
Universidade Federal de Santa Maria, RS,
Brasil
luizmarquezan@gmail.com

Maria Laura Pereira Velho^{ID}
Universidade Federal de Santa Maria, RS,
Brasil
marialauravelho@gmail.com

Fernanda Severo de Souza^{ID}
Universidade Federal de Santa Maria, RS,
Brasil
ferrsevero@gmail.com

Larissa Degenhart^{ID}
Universidade Federal de Santa Maria, RS,
Brasil
larissa.degenhart@ufsm.br

Recebido: Maio 12, 2023
Revisado: Setembro 05, 2023
Aceito: Setembro 06, 2023
Publicado: Setembro 30, 2023



How to Cite (APA)

Marquezan, L. H. F., Velho, M. L. P., Souza, F. S., & Degenhart, L. (2023). Influência do Conselho de Administração e Concentração Acionária no Desalinhamento entre Remuneração Executiva e Desempenho. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 26 (2), 181-212. <http://dx.doi.org/10.51341/cgg.v26i2.3063>

1 INTRODUÇÃO

A fim de mitigar os conflitos e custos decorrentes da separação entre propriedade e controle, denominados pela Teoria da Agência como problemas e custos de agência (Bebchuk & Fried, 2005; Jensen & Meckling, 1976), surgiu a Governança Corporativa (GC). Uma de suas finalidades é garantir que os acionistas obterão retorno sobre seu investimento (Barkema & Gomes-Mejia, 1998; Shleifer & Vishny, 1997) por meio de elementos e mecanismos como Conselho de Administração (CA), sistemas de incentivo e remuneração por recompensa, sistemas legais de mercado para proteção de investidores e afins.

Dentre seus mecanismos, a remuneração de executivos é utilizada como incentivo para reduzir os problemas de agência, de forma a alinhar os interesses entre agente e principal (Jensen & Meckling, 1976). Podem ser adotadas diversas modalidades de remuneração (Correia et al., 2014), como remuneração fixa (salários e benefícios), remuneração por desempenho (variável e participação acionária) e, formas especiais de remuneração (Wood & Picarelli, 2004), com o intuito de recompensar e punir os agentes em decorrência de sua performance, motivando-os a agir no sentido de buscar maior eficiência para a empresa (Jensen, 1998).

Os estudos sobre essa temática buscam entender o comportamento da remuneração e o retorno dos acionistas no mercado brasileiro (Araújo & Ribeiro, 2017), principalmente no que diz respeito às relações entre remuneração de executivos e desempenho financeiro (Aguilar & Pimentel, 2017). Em geral, os resultados demonstram que existe relação entre remuneração de executivos e desempenho financeiro e de mercado das empresas (Aguilar & Pimentel, 2017; Degenhart et al., 2017; Ernel & Medeiros, 2020; Leite & Hein, 2019).

Todavia, os resultados encontrados em pesquisas nacionais e internacionais não são conclusivos (Araújo & Ribeiro, 2017). A partir de uma meta-análise de 219 estudos norte-americanos, Essen et al. (2015) constataram diferenças nos resultados da relação entre remuneração executiva e desempenho, com predominância de relações fracas entre ambos. Sob

essa perspectiva, em empresas listadas no Brasil, mesmo em estudos que encontraram relações entre remuneração e desempenho, os níveis de explicação ficaram entre 2,7% (Leite & Hein, 2019), 4,1% (Silva et al., 2018), 13,3% (Ernel & Medeiros, 2020), 15,1% (Santos & Silva, 2019), 31,9% (Degenhart et al., 2017) e 72,6% (Souza et al., 2017).

Esses resultados evidenciam que, em geral, grande parte da remuneração não é explicada pelo desempenho organizacional, o que aponta para desalinhamento entre a remuneração paga e o desempenho entregue pelos executivos e sinaliza para um custo de agência sem evidências de uma contribuição direta aos acionistas, denominada remuneração desalinhada ou não explicada pelo desempenho (Marquezan et al., 2021). Essa é a parcela de remuneração investigada nesse estudo. Nessa linha, Correia et al. (2014) afirmaram que são necessários outros mecanismos de GC para que as políticas de remuneração sejam efetivas para alinhar os interesses entre agentes e principais. Um dos principais mecanismos para esse fim é o CA, pois é responsável pela realização de contratos ótimos, capazes de garantir o alinhamento de interesses e maximizar o retorno dos acionistas (Jensen, 1993), assim como pelo monitoramento e supervisão das decisões (IBGC, 2015).

Estudos que investigaram o monitoramento dos executivos pelo CA, pelo pressuposto de que conselhos com uma estrutura ideal seriam capazes de contribuir com o desempenho da empresa e alinhar os interesses, vêm apresentando resultados divergentes (Parente & Machado Filho, 2020; Van Ees et al., 2009). Evidências indicaram que conselhos mais independentes estão presentes em situações em que há oportunidade de expropriação por parte do agente, restringindo a influência da diretoria sobre o CA e problemas pela dualidade de cargos (Fraile & Fradejas, 2013; Linck et al., 2008).

Por outro lado, Freitas et al. (2020) mostraram que o percentual de membros independentes do CA aumenta o nível remuneratório, assim, em casos em que o CA é relativamente fraco ou ineficaz, as políticas de remuneração tendem a ser favoráveis aos

gestores, o que incorre no surgimento de um custo de agência adicional: a própria remuneração executiva (Bebchuk & Fried, 2005). Em contrapartida, em ambientes de maior concentração acionária, os próprios controladores podem exercer maior monitoramento sobre os gestores, substituindo a tarefa que seria do CA (Shleifer & Vishny, 1997). Jensen e Meckling (1976) afirmaram que uma alta concentração acionária por um único acionista reduziria os custos, assim como a capacidade de o gestor intervir na sua remuneração, pois esse não conseguiria utilizar sua influência (Bebchuk & Fried, 2005), o que pode afetar a parcela de remuneração não explicada pelo desempenho.

A partir destas discussões, entende-se que o CA, a estrutura de propriedade e o uso de incentivos para a gestão compõem um importante conjunto de mecanismos de GC (Aguilera et al., 2015). Diante disso, objetivo desta pesquisa é analisar a influência do CA e da concentração acionária no desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho. Para isso, foram analisados dados secundários de 196 empresas, listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), do período de 2010 a 2021, tratados por meio de regressão com erros robustos.

O estudo se justifica, pois, o Brasil é um país caracterizado pela alta concentração acionária, fraca proteção aos investidores, com a presença de conflitos de agência entre agente-principal, e entre principal-principal (La Porta et al., 1999; La Porta et al., 2000). Em ambientes com alta concentração acionária e conflitos entre principal-principal, o desempenho empresarial pode não influenciar significativamente o montante pago aos gestores (Wang & Xiao, 2011), além de não existir consenso na literatura sobre os benefícios da alta concentração acionária (Ernel & Monte, 2018).

Em geral, os estudos avaliam a existência da relação entre o nível de remuneração e o desempenho (ver, por exemplo, Aguiar & Pimentel, 2017; Degenhart et al., 2017; Ernel & Medeiros, 2020; Leite & Hein, 2019; Silva et al., 2018), bem como, a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho (ver, por exemplo, Brandão et al., 2019; Iglesias et al.,

2022). Este estudo se diferencia dos anteriores, ao tratar determinantes e investigar fatores capazes de afetar a parcela de remuneração que não é explicada pelo desempenho organizacional, a qual pode estar desconectada de uma contribuição direta aos acionistas, entendida como um custo de agência (Marquezan et al., 2021).

Igualmente, ainda são incipientes na literatura nacional investigações sobre a influência da concentração acionária (Freitas et al., 2020) e a composição do CA (Brandão et al., 2019) no nível de remuneração executiva. A pesquisa se diferencia de estudos anteriores que investigaram os efeitos da concentração acionária e características do CA no montante de remuneração executiva, como os de Freitas et al. (2020) e Theiss e Beuren (2017), uma vez que busca identificar se esses elementos são capazes de aumentar ou diminuir o montante de remuneração em si, mas a parcela que é paga acima ou abaixo dos níveis de desempenho.

Para a literatura, empresas e profissionais, o estudo discute e alerta sobre os riscos da remuneração executiva desalinhada do desempenho organizacional e a influência do CA e da concentração acionária sobre essa. O CA é avaliado por três aspectos: independência, dualidade de cargos e número de membros. A concentração acionária é analisada pela decomposição da participação em ações ordinárias dos três maiores acionistas. Adicionalmente, busca-se investigar o poder dos executivos sobre o CA, pelo maior número de diretores em relação ao de conselheiros. Desse modo, ao analisar um período de 12 anos, contribui tanto com as discussões sobre estruturas de GC quanto com as que buscam esclarecer a dinâmica dos conflitos de agência presentes em empresas listadas no Brasil. Além disso, ajuda a identificar ganhos e falhas na atuação das organizações e colabora para as decisões de melhoria da estrutura e dos processos de governança.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Remuneração Executiva e Desempenho

O sistema de compensação e incentivo é uma ferramenta de GC utilizada na atenuação dos conflitos de agência, com o intuito de que os agentes tomem decisões que maximizem o capital para o principal (Silva et al., 2018). Dentre esses, são identificadas 3 formas principais: remuneração (fixa, variável e bônus), ações e opções (Tirole, 2006). Esses incentivos podem ser atrelados ao desempenho de diversas formas, das quais a mais comum é por meio de bônus com base no crescimento dos lucros, a fim de incentivar os executivos a obterem ganhos de curto prazo (Berk & Demarzo, 2010), enquanto que as remunerações por ações e opções de ações possuem efeitos de longo prazo (Taylor, 1994).

Diversos estudos vêm sendo realizados no mercado brasileiro, a fim de compreender a relação entre remuneração e desempenho, com resultados contraditórios (Aguiar & Pimentel, 2017). Souza et al. (2017), ao investigarem a relação entre remuneração e desempenho de 228 companhias de capital aberto entre os anos 2011 a 2013 utilizando indicadores financeiros e não financeiros, encontraram resultados que indicam a existência de relação significativa e positiva entre desempenho financeiro e remuneração. Entretanto, no que diz respeito ao desempenho de mercado e remuneração, não identificaram relações relevantes, constatando que políticas de remuneração podem não ser efetivas no alinhamento de interesses. Alinhado a isso, Degenhart et al. (2017) identificaram que apenas as variáveis Retorno do Ativo (ROA) e tamanho da empresa foram estatisticamente significativas para explicar as variações da remuneração executiva (separada em fixa, variável e total).

Em contrapartida, Silva et al. (2018), ao examinarem a relação entre remuneração executiva e indicadores de desempenho de 48 empresas listadas no Ibovespa com informações de 2014 a 2017, encontraram evidências de que os indicadores financeiros (Lucro por ação e ROE) não foram estatisticamente significativos na explicação das variações da remuneração

dos gestores, enquanto indicadores de mercado (variação do valor de mercado e Q de Tobin) explicaram parte da remuneração. Além disso, Aguiar e Pimentel (2017) analisaram a relação entre remuneração e desempenho financeiro e de mercado de 333 empresas entre os anos de 2011 e 2015, e identificaram a existência de relação positiva e significativa entre o nível de remuneração executiva e desempenho financeiro e de mercado das empresas brasileiras.

Para tanto, as evidências empíricas indicam que as políticas de remuneração visam atrelar a remuneração dos gestores ao desempenho da empresa (Frydman & Jenter, 2010). O conjunto dos diferentes tipos de remuneração é uma forma de compensação e incentivo que tem os objetivos de alinhar interesses entre executivos, conselheiros e acionistas, da mesma forma que busca direcionar esforços para curto ou longo prazo, frequentemente discutido com base na Teoria da Agência (Bebchuk & Weisbach, 2010; Silveira, 2010).

No entanto, tendo em vista as evidências de desalinhamento entre remuneração e desempenho, pelo baixo nível de explicação dos modelos utilizados em pesquisas anteriores (ver, por exemplo, Degenhart et al., 2017; Ernel & Medeiros, 2020; Leite & Hein, 2019; Santos & Silva, 2019), existe a necessidade de utilização de outros mecanismos para o alinhamento de interesses entre agente e principal (Correia et al., 2014). O IBGC (2015) aponta que o CA é responsável pela política de remuneração e monitoramento dos gestores, porém, em organizações com alta concentração acionária, os controladores são capazes de monitorar os gestores, substituindo a tarefa do CA (Shleifer & Vishny, 1997), conforme discutido a seguir.

2.2 Conselho de Administração, Concentração Acionária e Hipóteses da Pesquisa

O CA é definido como o principal órgão de GC (Jensen, 1993), responsável pela elaboração e negociação dos pacotes de remuneração (Andrade et al., 2009; Fraile & Fradejas, 2013) e vem sendo objeto de diversos estudos (Parente & Machado Filho, 2020). Inclui temas como dualidade de cargos entre presidente do CA (*Chairman*) e diretor presidente (Brandão et

al., 2019; Freitas et al., 2020), membros independentes (Brandão et al., 2019; Freitas et al., 2020; Santos et al., 2018), dentre outros.

No que tange a influência de características do CA sobre a remuneração dos executivos, Freitas et al. (2020) analisaram os impactos da estrutura do CA e concentração acionária sobre a remuneração total dos executivos em 232 empresas listadas na B3, com dados de 2014 a 2016. Os resultados encontrados mostram que a proporção de diretores atuantes no CA e a dualidade do CEO reduzem a remuneração, enquanto o percentual de membros independentes do CA, aumenta a remuneração.

Granzotto e Sonza (2019) buscaram identificar a eficiência dos mecanismos de GC relativos à compensação de executivos, por meio de incentivos explícitos e implícitos e o monitoramento (CA), na resolução dos conflitos de agência. Utilizando dados de 42 empresas listadas na B3 entre 1999 e 2016 em um painel não balanceado, identificaram que o monitoramento de executivos tem maior eficiência na redução dos conflitos de agência, pois os conselheiros verificam as ações dos executivos de forma ativa, o que afeta positivamente o desempenho.

A relação com o monitoramento dos executivos é uma das condições para a eficácia do CA como mecanismo de GC (Brandão et al., 2019). CAs mais independentes tornam a participação do conselho mais efetiva (Weisbach, 1988), enquanto a dualidade de cargos entre CEO e *Chairman* aumenta a probabilidade de uma maior remuneração não atrelada ao desempenho (Vieira & Silva, 2018), pois pode interferir no monitoramento e foi proibida pela modificação trazida pela Lei nº 14.195, de 2021 ao § 3º do art. 138 da Lei Federal 6.404/76. Isto posto, incorre-se nas seguintes hipóteses:

H1: A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro está positivamente relacionada à dualidade de cargos entre o CEO e *Chairman*.

H2: A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro está negativamente relacionada ao nível de independência do CA.

Estudos sobre a relação entre remuneração e desempenho também encontram problemas de limitação na elaboração dos contratos, o que pode estar relacionado à abordagem do poder gerencial – *Managerial Power Approach* (Bebchuk & Fried, 2005), na qual há indícios de distorções nas políticas de recompensas, favorecendo o nível de remuneração executiva (Akram et al., 2019). Executivos entrincheirados na empresa, resultante da dificuldade de articulação dos acionistas, podem influenciar suas próprias remunerações (Bebchuk et al., 2002).

Evidências apontam que a presença de diretores no CA pode aumentar (Brandão et al., 2019) ou diminuir (Freitas et al., 2020) o montante de remuneração. Além disso, Core et al. (1999) mostraram que a composição do CA tem capacidade de influenciar o nível de remuneração executiva e, à medida que a diretoria exerce poder sobre o CA, consegue influenciar a elaboração dos contratos e impor cláusulas que aumentem seus benefícios (Bebchuk & Fried, 2005), o que agrava os problemas de agência.

Por outro lado, o tamanho do CA é capaz de afetar positivamente o desempenho da empresa (Jensen, 1993). Logo, conselhos maiores poderiam ser capazes de analisar os contratos de compensação por diferentes aspectos, o que corrobora os achados sobre a melhoria da sensibilidade da remuneração ao desempenho (Ataay, 2018; Sarhan et al., 2019) e pode implicar em alinhamento de interesses e na possível redução da parcela de remuneração não explicada pelo desempenho. Em vista disso, propõe-se:

H3: A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro está negativamente relacionada ao tamanho do CA.

H4: A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro está positivamente relacionada ao maior número de executivos por conselheiros.

O CA é considerado o principal órgão da estrutura de governança (Johnson et al., 1996), pois, quando a propriedade é pulverizada, os acionistas não conseguem arcar sozinhos com os custos do monitoramento. Assim, elegem um CA e atribuem a seus membros a responsabilidade de monitorar os executivos (Berk & Demarzo, 2010). Todavia, quando há concentração acionária, os próprios controladores são capazes de monitorar os gestores e desempenhar a tarefa que seria do CA (Shleifer & Vishny, 1997). Jensen e Meckling (1976) abordaram o papel da estrutura de controle e afirmaram que a dispersão do controle proporciona menor estímulo ao monitoramento nas decisões, o que confere maior poder discricionário aos gestores em mercados com baixa concentração (Shleifer & Vishny, 1997).

Entretanto, a concentração acionária é apontada como a principal causa dos conflitos entre acionistas (principal-principal), pois está relacionada com o controle e propriedade das organizações (Silveira et al., 2008). Quando a concentração é baixa, acionistas majoritários tendem a aumentar valor para todos os acionistas optando por estratégias de maximização de lucro (Shleifer & Vishny, 1997). Em contrapartida, em um ambiente de alta concentração os controladores podem buscar suprir seus interesses próprios, em detrimento dos benefícios aos acionistas minoritários (Morck et al., 2005).

Diante das evidências de que a maior concentração leva a uma maior capacidade dos acionistas em proteger seus interesses (Conyon & He, 2011), estudos demonstram que mecanismos de governança relativos à estrutura de controle e ao CA são capazes de influenciar a remuneração executiva, refletindo no valor das empresas (Iglesias et al., 2022). Nessa perspectiva, o controlador assume o papel de monitoramento dos executivos que caberia ao CA (Dyck & Zingales, 2004) e pode influenciar os pacotes de remuneração (Jiang et al., 2009).

Em geral, as evidências da literatura internacional confirmam que a remuneração executiva tende a níveis menos elevados em mercados de maior concentração acionária (Crocchi et al., 2012; Hartzell & Starks, 2003; Luo, 2015). Logo, se as companhias elevam o desempenho

para acionistas sem a respectiva relação com a remuneração, o desalinhamento entre ambos cresce, com possível conflito de agência. Sob essa ótica, Ataay (2018) identificou que em empresas da Turquia há sensibilidade entre remuneração e desempenho, porém, quando a concentração acionária é maior, a sensibilidade diminui, resultados que corroboram as evidências de que a concentração acionária pode prejudicar a qualidade da governança, no tocante à estrutura e composição do CA (Crisóstomo et al., 2020).

No cenário brasileiro, os resultados também convergem para a constatação de associação negativa entre concentração acionária e remuneração executiva (Freitas et al., 2020; Theiss & Beuren, 2017). Assim, é possível verificar que a estrutura de controle, representada pela concentração acionária é um dos determinantes da remuneração (Correia et al., 2014), e pode influenciar a parcela de remuneração não explicada pelo desempenho.

Nesse sentido, propõe-se:

H5: A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro está positivamente relacionada ao nível concentração acionária.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Classificação, população e amostra da pesquisa

A coleta de dados foi realizada a partir de fontes secundárias divulgadas pelas empresas na B3. Nesse sentido, a pesquisa é caracterizada como quantitativa e descritiva, pois testou as hipóteses por meio de modelos econométricos elaborados com as variáveis propostas.

Com relação à população e amostra, a primeira foi composta por empresas de diferentes setores e níveis de GC listadas na B3, excluindo as do setor financeiro por terem maior regulamentação que os demais setores, o que pode ter impacto sobre a remuneração executiva (Degenhart et al., 2017), procedimento também adotado por Freitas et al. (2020) e Silva et al. (2018). A composição da amostra pode ser visualizada na Tabela 1 e compreendeu as empresas

listadas em julho de 2022 que divulgaram as informações necessárias para o desenvolvimento da pesquisa, totalizando 196 empresas e 1.740 observações em um painel não balanceado.

Tabela 1

Amostra da pesquisa

Setor	Número de empresas
Bens Industriais	38
Consumo Cíclico	57
Consumo não Cíclico	19
Materiais Básicos	23
Petróleo Gás e Biocombustíveis	4
Saúde	8
Tecnologia da Informação	4
Telecomunicações	3
Utilidade Pública	40
Total	196

Ainda, a escolha do período de análise de 2010 a 2021 se deu a partir da disponibilidade de informações, tendo em vista que as empresas começaram a divulgar dados referentes a remuneração executiva em 2010. Por fim, apesar da modificação trazida pela Lei nº 14.195, de 2021 ao § 3º do art. 138 da Lei Federal 6.404/76, sobre a não dualidade dos principais cargos do CA e da diretoria executiva, optou-se por não excluir as observações do ano de 2021, uma vez que se observou que a maioria das empresas analisadas já adotava essa prática de governança, conforme discutido nos resultados.

3.2 Variáveis e modelos econométricos

Com o intuito de testar as hipóteses apresentadas, foram desenvolvidos dois modelos econométricos. As descrições, fonte, autores base e relações esperadas de cada variável são apresentadas na Figura 1.

Figura 1

Variáveis da pesquisa

Nome	Descrição	Fonte	Autores base	RE*
Variável dependente				
REMVne	Remuneração variável dos executivos não explicada pelo desempenho, exceto remuneração por ações, em módulo.	Módulo do resíduo da eq [1].	Marquezan et al. (2021)	
Variáveis independentes				
DUAL (H1)	Dualidade de cargos entre diretor presidente (CEO) e presidente do CA (<i>Chairman</i>): 0 para dualidade; 1 para não dualidade.	FRE**	Brandão et al. (2019); Correia et al. (2014); Freitas et al. (2020)	+
INDEP (H2)	Nível de independência do CA, medido pela razão entre o número de membros independentes e o número total de membros do CA.	FRE	Brandão et al. (2019), Chhaochharia e Grinstein (2009), Freitas et al. (2020)	-
CATAM (H3)	Tamanho do CA.	FRE	Correia et al. (2014); Marquezan et al. (2021)	-
DIR/CA (H4)	Poder da diretoria, medido pela razão entre o número de membros da diretoria executiva e o número de membros do CA.	FRE	Marquezan et al. (2021).	+
ConcAC (H5)	Nível de concentração acionária, medido pela proporção de ações ordinárias pertencentes ao maior acionista (ConcAC1); segundo maior (ConcAC2); terceiro maior (ConcAC3).	Economática	Adaptado de Brandão et al. (2019), Correia et al. (2014), Freitas et al. (2020)	-
Variáveis de controle				
TAM	Porte da empresa, medido pelo logaritmo do Ativo Total.	Economática	Chhaochharia e Grinstein (2009); Degenhart et al. (2017); Firth et al. (2007); Freitas et al. (2020).	+
END	Nível de endividamento da empresa, medido pela razão entre a dívida bruta e o Ativo Total.	Economática	Freitas et al. (2020)	+

*RE: Relação Esperada; **FRE: formulário de referência.

Para obtenção da variável dependente REMVne, foi utilizado o modelo econométrico apresentado na equação [1]. REMVne é o resíduo desta equação, em módulo.

$$REMV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

Sendo:

$REMV_{it}$: remuneração variável (bônus e participações nos lucros) dos executivos da empresa *i* no tempo *t*;

β_0 : constante do modelo;

$\beta_1 \dots \beta_2$: parâmetros das variáveis explicativas do modelo;

ROE : Retorno sobre o patrimônio líquido da empresa *i* no tempo *t*;

ROA : Retorno sobre o ativo da empresa *i* no tempo *t*;

ε_{it} : termos de erro do modelo.

Relativo à equação [1], espera-se que o desempenho financeiro das empresas seja estatisticamente significativo e positivo para explicar as variações da remuneração. Para testes de H1 à H5, o modelo [2] é assim descrito:

$$\text{REMVne}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{INDEP}_{it} + \beta_2 \text{DUAL}_{it} + \beta_3 \text{CATAM}_{it} + \beta_4 \text{DIR/CA}_{it} + \beta_5 \text{ConcAC}_{it} + \beta_6 \text{TAM}_{it} + \beta_7 \text{END} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

Sendo:

REMVne_{it} : remuneração variável dos executivos não explicada pelo desempenho da empresa i no tempo t ;

β_0 : constante do modelo;

β_1 a β_7 : parâmetros das variáveis explicativas do modelo;

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

DUAL : dualidade de cargos entre diretor presidente (CEO) e presidente do CA (Chairman) da empresa i no tempo t ;

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

DIR/CA : tamanho da Diretoria em relação ao tamanho do CA da empresa i no tempo t ;

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

TAM : tamanho da empresa i no tempo t ;

END : endividamento da empresa i no tempo t ;

Com relação às hipóteses sobre a influência do CA, para H1, espera-se que a dualidade de cargos do CEO seja positiva e estatisticamente significativa, o que implica em aumento do desalinhamento entre remuneração e desempenho. Para H2 e H3, espera-se que ambas as variáveis apresentem relações negativas e estatisticamente significativas, uma vez que a expectativa teórica é que um CA com maior nível de independência (INDEP) e com mais conselheiros (CATAM) seja capaz de atuar para reduzir a remuneração desalinhada do

desempenho, por meio da elaboração de contratos mais robustos e maior monitoramento sobre os gestores.

Ainda, para H4, espera-se uma relação positiva e estatisticamente significativa, pois um número maior de executivos em relação ao CA (DIR/CA) apresenta maior poder de influência sobre sua remuneração e, conseqüentemente, aumenta o desalinhamento entre remuneração e desempenho. Por fim, a hipótese relativa à influência da concentração acionária (H5), espera-se que o nível de concentração acionária (ConcAC) seja estatisticamente significativo e positivo e agrave o desalinhamento entre remuneração e desempenho, uma vez que a capacidade de influência dos controladores sobre as decisões e remuneração executiva tende a se elevar conforme se eleva o nível de concentração acionária, o que diminui o poder do CA e dos gestores e pode acentuar os conflitos de agência.

3.4 Coleta, tratamento e análise dos dados

A coleta dos dados teve como base a listagem das empresas na B3 em julho de 2022 e ocorreu no mesmo mês. As informações relativas à remuneração executiva e a composição do CA foram obtidas a partir das seções 12.6/8 e 13.2 dos formulários de referência divulgados pelas empresas na B3 e os demais dados a partir do banco de dados Economática. Após a coleta, foram organizados no *Microsoft Excel*, de acordo com empresa e ano correspondente, revisados, *winsozizados* ao nível de 1% e tratados no *software Stata*.

A análise quantitativa das hipóteses se deu por meio da aplicação de regressão de dados em painel com erro padrão robusto, utilizando o método de mínimos quadrados ordinários (MQO), modelo mais utilizado nas pesquisas sobre determinantes da remuneração executiva (Ernel & Monte, 2018; Freitas et al., 2020; Theiss & Beuren, 2017). Os testes de robustez são apresentados e discutidos no tópico dos resultados.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Apresentação dos resultados

Para os testes de H1 a H5, os dados da estatística descritiva são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2

Estatística Descritiva

Variável	Média	Desvio Padrão	Min	Max
CATAM	7,41	3,52	0,00	30,00
INDEP	0,21	0,24	0,00	0,92
REMV	2.717,27	4.477,99	0,00	23.789,33
DIR/CA	0,78	0,78	0,00	28,57
ConcAC1	49,37	27,12	0,14	100,00
ConcAC2	13,26	10,75	0,00	49,15
ConcAC3	5,85	6,09	0,00	27,34
ROE	6,86	37,53	-233,06	128,53
ROA	2,70	10,24	-45,88	25,24
TAM	14,95	1,86	9,43	20,71
END	0,29	0,20	0	1,04

Os dados de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) possuem média de 6,86, enquanto os relativos ao retorno sobre o ativo (ROA) apresentam média de 2,7. A respeito da remuneração variável (composta por bônus e participação nos lucros), é possível verificar que nem todas as empresas estudadas adotaram essa política de remuneração.

Com relação à composição do CA, o nível de independência (INDEP) é baixo, com média de 21%, enquanto o poder da diretoria (DIR/CA) apresenta média de 0,78 executivos por conselheiro. Nesse sentido, é possível afirmar que existe maior possibilidade de influência dos gestores sobre o CA. Em relação a variável DUAL, os dados indicam que a separação dos principais cargos do CA e da diretoria executiva alcança 89% das observações, indicando que a maioria das empresas analisadas adotava uma boa prática de GC, mesmo antes da modificação pela Lei nº 14.195, de 2021 ao § 3º do art. 138 da Lei Federal 6.404/76.

Por fim, relativo ao nível de concentração acionária verifica-se que a proporção de ações ordinárias pertencentes ao maior acionista (ConAc1) tem média de 49,3%, ao segundo maior (ConAc2) de 13,26% e ao terceiro maior (ConAc3) de 5,85%, o que evidencia um alto nível de

concentração acionária nas empresas analisadas e maior poder dos acionistas controladores.

A partir da parcela de remuneração não explicada pelo desempenho, procurou-se identificar a influência do CA e do nível de concentração acionária sobre essa. Os resultados são apresentados na Tabela 3. A base para formação da variável dependente do teste a seguir é o resíduo do teste da equação [1], ou seja, originalmente são valores positivos e negativos que demonstram a parte da remuneração não explicada pelo desempenho financeiro medido pelo ROE e ROA. Para uso na equação e testes de H1 a H5, adota-se o módulo destes valores, pois busca-se identificar fatores que explicam o desalinhamento, independentemente do sentido deste.

Tabela 3

Influência do conselho de administração e concentração acionária no desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho

Observações	1740			
Var. Dependente	REMVne			
Var. Independentes	Beta	Erro Padrão	t	p-valor
INDEP	1.138,77	659,22	1,73	0,09***
DUAL	91,13	293,85	0,31	0,76
CATAM	120,9	52,69	2,29	0,02**
DIR/CA	76,64	43,88	1,75	0,08***
ConcAC1	-18,97	15,01	-1,26	0,21
ConcAC2	18,21	22,73	0,80	0,42
ConcAC3	-67,89	34,52	-1,97	0,05**
TAM	876,75	269,54	3,25	0,00*
END	37,26	1158,28	0,03	0,97
C	-10.327,16	4.256,05	-2,43	0,02 **
R-sq	0,05			
Teste F p-valor	0,01*			
Teste de Chow	F: 9,16; p-valor: 0,000			
Teste de Hausman	χ^2 : 24,84; p-valor: 0,003			

***p-valor<0,1; **p-valor<0,05; *p-valor<0,01

Inicialmente, sobre os elementos de validação do teste, foi realizado através de regressão de dados em painel não balanceado com erros robustos (correção para autocorrelação e heterocedasticidade) e método MQO. Os testes de Hausman e Chow sinalizaram para o uso de efeitos fixos. O teste de significância conjunta das variáveis (teste F) demonstra que o modelo é estatisticamente significativo para explicar as variações da remuneração variável não explicada pelo desempenho, com um nível de explicação de 5%.

Em relação ao CA e os executivos, o nível de independência (INDEP) e o tamanho do conselho de administração (CATAM) apresentam relações positivas e estatisticamente significativas com a remuneração desalinhada. O mesmo ocorre com a razão entre o número de diretores e de conselheiros (DIR/CA), o que eleva o volume de remuneração não explicada pelo desempenho. A concentração acionária demonstra resultados divergentes. Não foram identificadas relações significativas para os dois principais acionistas. Ter um terceiro acionista importante reduz REMVne, melhorando o alinhamento entre remuneração e desempenho.

4.2 Discussão dos resultados

Os resultados revelaram que a dualidade de cargos entre CEO e *Chairman* (DUAL) não apresenta relação estatisticamente significativa, levando à rejeição de H1. Os resultados demonstram que a dualidade de cargos não é prejudicial para o alinhamento da remuneração com o desempenho, o que corrobora os achados de Marquezan et al. (2021) e Brandão et al. (2019) sobre empresas no Brasil e diverge de Atay (2018) pelos resultados encontrados com empresas turcas, sendo favorável em certo nível, diante das expectativas teóricas.

Além disso, as evidências encontradas mostraram que, conforme se eleva o nível de independência (INDEP), aumenta a parcela de remuneração desalinhada, com relação estatisticamente positiva e significativa ao nível de 10%, resultando na rejeição de H2. Isso pode estar relacionado ao fato de o CEO ser um dos poucos participantes com informações internas, o que eleva os níveis de assimetria ao concentrar informações e aumenta seus níveis de remuneração (Zorn et al., 2017). Os achados corroboram os estudos de Freitas et al. (2020), que constataram o percentual de membros independentes como fator que aumenta a remuneração, Brandão et al. (2019), pois observaram que membros independentes no CA reduzem a sensibilidade da remuneração sobre o desempenho, e, Marquezan et al. (2021) que encontraram que a independência do CA aumenta o desalinhamento entre remuneração e

desempenho.

Do mesmo modo, o tamanho do CA (CATAM) teve relação positiva e significativa ao nível de 5%, e também reflete na piora do desalinhamento entre remuneração e desempenho, implicando na rejeição de H3, semelhante ao resultado encontrado por Marquezan et al. (2021). Esse resultado sugere que conselhos menores podem ser mais coesos nas decisões e implementar pacotes de remuneração mais eficazes (Core et al., 1999), ao passo que conselhos maiores podem enfraquecer a estrutura de governança corporativa (Jensen, 1993).

O poder da diretoria (DIR/CA) revelou uma relação significativa e positiva a 10% o que implica que um número maior de diretores em relação ao número de conselheiros aumenta o desalinhamento entre remuneração e desempenho, permitindo decidir pela não rejeição de H4. Explicações possíveis estão relacionadas à abordagem do poder gerencial, pois um maior número de diretores é capaz de exercer maior pressão e influência sobre um conselho mais fraco ou ineficaz, o que eleva o poder gerencial (Bebchuk & Fried, 2005) e, conseqüentemente, a própria remuneração.

Ademais, para o nível de concentração acionária, os achados apontam para resultados divergentes. Enquanto a concentração nos dois primeiros acionistas não influencia a remuneração, os resultados indicam que um terceiro acionista (ConcAC3) importante pode atuar pela redução da remuneração desalinhada, rejeitando H5, mas adicionando um elemento condicional aos achados. Este resultado pode ser explicado pelo potencial conflito principal-principal quando há um ou poucos acionistas com grande poder (Silveira et al., 2008), com menor atenção aos interesses de acionistas minoritários (Morck et al., 2005), pois em ambientes com alta concentração acionária e conflitos entre principal-principal, o desempenho empresarial pode não influenciar o montante pago aos gestores (Wang & Xiao, 2011).

Assim, a participação de um terceiro acionista com maior poder de voto pode atuar como contraponto, pois este está mais próximo dos minoritários do que os dois primeiros, o que

melhora o alinhamento entre remuneração e desempenho. Tal achado, em certa medida, relaciona-se às evidências de redução dos níveis de remuneração quando há maior concentração (Crocí et al., 2012; Hartzell & Starks, 2003; Luo, 2015), melhora a sensibilidade da remuneração em relação ao desempenho organizacional e diverge dos achados de Crisóstomo et al. (2020).

Um resumo das hipóteses e seus resultados é apresentado na Figura 2.

Figura 2

Resumo das hipóteses e resultados

Hipótese	E*	R*	Decisão
H1: O desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho organizacional está positivamente relacionado à dualidade de cargos entre CEO e Chairman.	+	NS*	Rejeita
H2: O desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho organizacional está negativamente relacionado ao nível de independência do conselho de administração.	-	+	Rejeita
H3: O desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho organizacional está negativamente relacionado ao tamanho do CA.	-	+	Rejeita
H4: O desalinhamento entre a remuneração executiva e desempenho organizacional está positivamente relacionado ao maior número de executivos por conselheiro.	+	+	Não Rejeita
H5: A remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado está positivamente relacionada ao nível concentração acionária.	+	-	Rejeita

*E: resultado esperado; R: resultado encontrado; NS: Não significativa;

Considerando o CA como principal órgão de governança, responsável pelos pacotes de remuneração, e a concentração acionária como forma de monitoramento do CA e do executivo, a pesquisa procurou analisar a influência do CA e da concentração acionária no desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho. A dualidade de cargos, um aspecto vinculado ao enfraquecimento dos sistemas de governança, não interfere em tal fenômeno, contrariamente ao esperado. Também contrariando as expectativas das hipóteses, conselhos maiores e com maior número de independentes tendem a piorar a relação principal-agente, pois elevam os níveis de remuneração desalinhada. Assim, apesar da complexidade na elaboração dos contratos e os diferentes fatores externos e de mercado, que podem influenciar os níveis de desempenho e remuneração (Bebchuk & Fried, 2005), a pesquisa identifica fatores específicos do CA que apresentam impactos desfavoráveis e elevam os custos de agência.

Ainda, destaca-se a relação entre executivos e conselheiros. Quanto maior a proporção

de executivos por membros do CA, maior o nível de remuneração desalinhada, evidência de poder dos executivos em maior número, bem como, dificuldade dos conselheiros em propor pacotes de remuneração que contemplam um maior número de diretores. Tal achado apresenta um alerta para as companhias, na medida que a maior complexidade dos pacotes para diferentes executivos pode prejudicar o principal, o que alerta para problemas entre agente-principal.

Por fim, a concentração acionária demonstrou-se um aspecto de atenção. A maior concentração no primeiro e no segundo maior acionista não melhora a relação entre as variáveis, o que aponta para potenciais problemas entre principal-principal. Entretanto, a participação de um terceiro importante acionista pode atenuar tal problema ao reduzir a remuneração desalinhada, e pode ocorrer pela distribuição de forças entre os acionistas.

Ademais, os resultados indicam a presença de conflitos entre agente-principal, uma vez que um maior número de executivos por conselheiro tende a agravar o desalinhamento, assim como, entre principal-principal, pois o controlador tem poder para assumir o papel de monitoramento dos executivos que caberia ao CA (Dyck & Zingales, 2004) e influenciar os pacotes de remuneração (Jiang et al., 2009). Contudo, os dois maiores acionistas parecem desconsiderar o custo com níveis mais elevados de remuneração (Cao et al., 2011), enquanto as evidências demonstram que o terceiro maior acionista parece estar desempenhando este papel.

5 CONCLUSÃO

A pesquisa dedica atenção à remuneração executiva desalinhada com o desempenho, entendida como a parcela recebida pelos executivos que não pode ser explicada pelo desempenho organizacional entregue. Em particular, o artigo foca na remuneração variável de curto prazo, bônus e participação nos lucros, vinculado ao desempenho contábil, pelas taxas de retorno do ativo e do patrimônio líquido. Entende-se que a remuneração desalinhada constitui

um custo de agência, pois o executivo recebe valores acima ou abaixo do desempenho da companhia, potencial problema de desalinhamento de interesses.

Por meio de dados secundários de 2010 a 2021 e teste de regressão linear, os resultados apontam para fraca ação do CA na redução dos problemas de desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional. Os riscos para as companhias estão vinculados à dificuldade de consenso dos conselheiros e acionistas em definir pacotes de remuneração que espelham os níveis de desempenho organizacional no volume de recompensas pagas, assim como, à possibilidade de os membros independentes terem dificuldades em melhorar a sensibilidade da remuneração ao desempenho.

O estudo contribui com a literatura, ao avançar nas investigações entre remuneração executiva, conselho de administração e concentração acionária. Soma-se aos estudos iniciais sobre remuneração desalinhada, tratada como custo de agência. Assim, avança ao tratar determinantes da parcela de remuneração que não é explicada pelo desempenho organizacional das empresas, a qual pode estar desconectada de uma contribuição direta aos acionistas (Marquezan et al., 2021). Para a literatura e empresas, os achados alertam sobre os riscos da remuneração executiva desalinhada do desempenho organizacional e a influência de características do CA e a distribuição da concentração acionária sobre essa.

No geral, os resultados fornecem evidências de que os mecanismos de governança não estão sendo efetivos para mitigar os conflitos de agência entre agente-principal e entre principal-principal. A alteração pela Lei nº 14.195, de 2021 ao § 3º do art. 138 da Lei Federal 6.404/76 trouxe melhorias ao tornar obrigatória a separação de cargos entre o principal diretor da companhia e o presidente do CA, prática que já era adotada pela maioria das companhias. Contudo, os achados sinalizam para a necessidade de limitação de grandes conselhos, assim como, alertam para o número de conselheiros independentes, poder dos executivos e a estrutura de propriedade da empresa. Diante disso, as empresas e órgãos de regulamentação devem

dedicar mais atenção a esses aspectos e buscar um equilíbrio de forma a maximizar a utilidade dos conselhos, estrutura de propriedade e suas políticas de remuneração.

Desse modo, o estudo contribui com as discussões sobre estruturas de GC, pois buscou esclarecer a dinâmica dos conflitos de agência presentes nas empresas que atuam no Brasil, assim como, ajuda a identificar ganhos e falhas na atuação das organizações, colaborando para as decisões de melhoria da estrutura e dos processos de governança. Novas pesquisas podem avançar em tal temática, destacando-se alguns aspectos: identificar e aplicar outras variáveis de desempenho que expliquem a remuneração executiva; incluir outros fatores sobre o CA, especialmente ligados à sua independência, conhecimento e experiência; discutir outras formas de avaliar o poder dos executivos na determinação de seus pacotes de remuneração; analisar diferentes formas de concentração acionária ou poder dos acionistas, tais como a existência de acordos de acionistas e poder dos investidores institucionais; avaliar fatores econômicos externos e culturais que podem influenciar na remuneração desalinhada do desempenho.

REFERÊNCIAS

- Aguiar, A. B., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545-568. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- Aguilera, R.V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). Connecting the dots: bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *Academy of Management Annals*, 9(1), 483–573. <https://doi.org/10.5465/19416520.2015.1024503>
- Akram, F., Abrar Ul Haq, M., & Umrani, W. A. (2019). Assessing the effect of managerial power on firm performance through the perceptual lens of executive remuneration.

- Journal of Social Sciences & Humanities*, 27(1), 293-309, <https://mpr.a.ub.uni-muenchen.de/100050/>
- Andrade, L. P. de, Salazar, G. T., & Calegário, C. L. L., & Silva, S. S. (2009). Governança Corporativa: Uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(4), 4-31. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000400002>
- Araújo, J. A. O., & Ribeiro, M. S. (2017). Trinta anos de pesquisa em Remuneração Executiva e Retorno para o Acionista. *Revista de Educação E Pesquisa Em Contabilidade*, 11(0), 21–40. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i0.1622>
- Ataay, A. (2018). Performance sensitivity of executive pay: the role of ownership structure, board leadership structure and board characteristics. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 1152-1168. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1456951>
- Barkema, H. G., & Gomez-Mejia, L. R. (1998). Managerial compensation and firm performance: a general research framework. *Academy of Management Journal*, 41(2), 135-145. <https://doi.org/10.5465/257098>
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2005). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17, 71–92. <https://doi.org/10.1257/089533003769204362>
- Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *Review of Financial Studies*, 23(3), 939–961. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp121>
- Bebchuk, L. A., Fried, J., & Walker, D. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *National Bureau of Economic Research*. <https://doi.org/10.3386/w9068>
- Berk, J., & Demarzo, P. (2010). *Finanças empresariais*. Porto Alegre: Bookman.

- Brandão, I. F., Vasconcelos, A. C., & Luca, M. M. M. de. (2019). Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade e Finanças*, 30(79), 28-41. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>
- Cao, J., Pan, X., & Tian, G. (2011). Disproportional ownership structure and pay-performance relationship: evidence from China's listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 541-554. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.02.006>
- Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2009). CEO compensation and board structure. *The Journal of Finance*, 64(1), 231-261. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01433.x>
- Canyon M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158–1175. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006>
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, F. D. (1999). Corporate governance, chief executive compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)
- Correia, L. F., Amaral, H. G., & Louvet, P. (2014). Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(1), 2-37, de <https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/115>
- Crisóstomo, V. L., Brandão, I. F., & Lopéz-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholder's power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>

- Croci, E., Gonenc, H., & Ozkan, N. (2012). CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3318–3335. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.07.017>
- Degenhart, L., Martins, D. L. C. C., & Hein, N. (2017). Desempenho Econômico-Financeiro e Remuneração dos Diretores Executivos das Empresas Brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(3), 118-135. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v36i3.33129>
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>
- Ernel, M. D. A., & Medeiros, V. (2020). Plano de Remuneração baseado em Ações: uma análise dos determinantes de sua utilização. *Revista Contabilidade e Finanças*, 31(82), 84-98. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201907620>
- Ernel, M. D. A., & Monte, P. A do. (2018). Controle Acionário, Remuneração de Executivos e Desempenho Empresarial: Evidências para o Mercado Brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, 16(3), 455-491. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2963481>
- Essen, M., Otten, J., & Carberry, E. J. (2015). Assessing managerial power theory: A meta analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*, 41(1), 164-202. <https://doi.org/10.1177/0149206311429378>
- Firth, M., Fung, P. M. Y., & Rui, O. M. (2007). How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. *Journal of Business Research*, 60(7), 776–785. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.01.014>
- Fraile, I. A., & Fradejas, N. A. (2013). Ownership structure and board composition in a high ownership concentration context. *European Management Journal*, 32(4), 646-657. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.10.003>
- Freitas, M. R. O., Pereira, G. M., Vasconcelos, A. C. de., & Luca, M. M. M. de. (2020). Concentração Acionária Conselho de Administração e Remuneração de Executivos.

Revista de Administração de Empresas, 60(5), 322-335.

<https://doi.org/10.1590/S0034-759020200503>

Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO compensation. *Annual Review of Financial Economics*, 2, 75-102.

Granzotto, A., & Sonza, I. B. (2019). Compensar ou monitorar os executivos? *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 18(3), 393-418. <https://doi.org/10.18593/race.20740>

Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance*, 58(6), 2351-2374. <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00608.x>

Iglesias, T. M. G., Silva, T. D., Jesuka, D., Peixoto, F. M. (2022). Reflexos da Governança Corporativa sobre a pay-performance sensitivity: Uma nova perspectiva. *Revista de Administração Mackenzie*, 23(1), 1-27. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF220088>

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

Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>

Jensen, M. C. (1998). *Foundations of organizational strategy*. Cambridge: Harvard University Press.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Jiang, H., Habib, A., & Smallman, C. (2009). The effect of ownership concentration on CEO compensation-firm performance relationship in New Zealand. *Pacific Accounting Review*, 21(2), 104-131. <https://doi.org/10.1108/01140580911002053>
- Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409-438. <https://doi.org/10.1177/014920639602200303>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2). <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(00)00065-9)
- Lei n. 14.095, de 26 de agosto de 2021. (2021). Dispõe sobre a proteção de acionistas minoritários. *Diário Oficial da União*. Secretária-geral.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*. Casa Civil.
- Leite, M., & Hein, N. (2019). Relação entre Remuneração dos Executivos e o Desempenho Econômico e Financeiro em Empresas Brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 9(1), 17-36. <https://doi.org/0.18028/rgfc.v9i1.6078>
- Linck, J., Netter, J., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308-328. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.004>
- Luo, Y. (2015). CEO power, ownership structure and pay performance in Chinese banking. *Journal of Economics and Business*, 82, 3-16. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2015.04.003>
- Marquezan, L. H. F., Velho, M. L. P., & Zonatto, V. C. da S. (2021). *Análise das relações entre independência do conselho de administração e o desalinhamento entre*

remuneração executiva e desempenho organizacional. In: Anais do International Conference in Management and Accounting - Congresso de Gestão e Controladoria da UnoChapecó - Congresso FURB de Ciências Contábeis - Congresso de Iniciação Científica. Anais[...] Chapecó, SC.

<https://even3.blob.core.windows.net/anais/401358.pdf>

Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720.
<https://doi.org/10.1257/002205105774431252>

Parente, T. C., & Machado Filho, C. A. P. (2020). Conselhos de administração no Brasil: Revisão da literatura e agenda de pesquisa. *Revista de Administração Mackenzie*, 21(6), 1-33. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMD200066>

Santos, R. C., Orso, L. E., Lizote, S. A., & Marcon, R. (2018). Board of directors: The perspective of independents in the performance of private organizations? Evidences in Brazil. *Revista de Administração Mackenzie*, 19(4), 1–27. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF180003>

Santos, T. R. dos, & Silva, J. O. da. (2019). Desempenho econômico e financeiro e remuneração de executivos em empresas brasileiras familiares e não familiares dos segmentos cíclico e não cíclico. *Revista Universo Contábil*, 15(4), 7-30. <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.2019425>

Sarhan, A. A., Ntim, C. G., & Al-Najair, B. (2019). Board diversity, corporate governance, corporate performance, and executive pay. *International Journal of Finance & Economics*, 24(2), 761-786. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1690>

Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

- Silva, R. B., Silva, D. S. de C., Luca, M. M. M. de., & Vasconcelos, A. C. de. (2018). Remuneração dos Executivos e Indicadores de Desempenho em Empresas participantes do Ibovespa. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 17(3), 867-888. <http://dx.doi.org/10.18593/race.v17i3.16721>
- Silveira, A. D. M. da, Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2008). Atributos Corporativos e Concentração Acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 51-66. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000200005>
- Silveira, A. D. M. da. (2010). *Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Souza, P. V. S. de., Cardoso, R. L., & Vieira, S. S. C. (2017). Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. *Revista Eletrônica de Administração*, 23, 4-28. <https://doi.org/10.1590/1413-2311.175.63859>
- Taylor, S. L. (1994). Executive share options: An economic framework. *Australian Accounting Review*, 4(2), 13-21. <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.1994.tb00154.x>
- Theiss, V., & Beuren, I. M. (2017). Estrutura de Propriedade e Remuneração de Executivos. *Revista de Administração UFSM*, 10(3), 533-550. <https://doi.org/10.5902/19834659>
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton: Princeton University Press
- Van Ees, H., Gabrielsson, J., & Huse, M. (2009). Toward a behavioral theory of boards and corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 307–319. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00741.x>
- Vieira, C. A. M., & Silva, O. M. (2018). Influência da estrutura do conselho de administração e do controle corporativo no turnover do CEO das empresas abertas no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(34), 181-201. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n34p181>

- Wang, K., & Xiao, X. (2011). Controlling shareholders' tunneling and executive compensation: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(1), 89-100. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.09.014>
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 431-460. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90053-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90053-0)
- Wood JR., T., & Picarelli Filho, V. (2004). *Remuneração e Carreira por Habilidades e por Competências*. São Paulo: Atlas.
- Zorn, M. L., Shropshire, C., Martin, J. A., Combs, J. G., & Ketchen, D. J. Jr. (2017). Home alone: the effects of lone-insider boards on CEO pay, financial misconduct, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 38(13), 2623-2646. <https://doi.org/10.1002/smj.2661>

Agradecimentos

Agradecemos os apoios, institucionais e financeiros, do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) e da Fundação Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), para o desenvolvimento desta pesquisa.

Board and Shareholding Concentration in the Misalignment between Executive Compensation and Organizational Performance

ABSTRACT

Objective: To analyze the board influence and the shareholding concentration on the misalignment between executive compensation and performance.

Method: Descriptive and quantitative research, used secondary data from 196 companies listed on B3, from 2010 to 2021, treated by panel data regression.

Originality/Relevance: In general, the studies assess the existence of the relationship and the sensitivity between the level of remuneration and performance. This study advances by addressing determinants and investigating factors capable of affecting the portion of compensation that is not explained by performance, which may be disconnected from a direct contribution to shareholders.

Results: The main results indicate that larger and more independent boards find it difficult to define compensation packages, as they increase levels of misaligned compensation. Likewise, a greater number of directors in relation to board size increases misalignment, increasing agency costs. Regarding shareholding concentration, the results showed the importance of not being concentrated in the first two shareholders, as its monitoring was not able to reduce the problem of misalignment.

Theoretical/Methodological contributions: This study contributes by identifying risks for companies, linked to larger and more independent boards, and a greater number of executives per director, as these exacerbate the principal-agent problem. It provides evidence that greater ownership by a significant third-party shareholder can promote alignment of interests. Thus, it contributes to decisions to improve governance structure and processes.


Keywords: Agency Theory, Corporate governance, Executive Compensation, Board, Shareholding Concentration.

Luiz Henrique Figueira Marquezan 

Federal University of Santa Maria, RS, Brazil
luizmarquezan@gmail.com

Maria Laura Pereira Velho 

Federal University of Santa Maria, RS, Brazil
marialauravelho@gmail.com

Fernanda Severo de Souza 

Federal University of Santa Maria, RS, Brazil
ferrsevero@gmail.com

Larissa Degenhart 

Federal University of Santa Maria, RS, Brazil
larissa.degenhart@ufsm.br

Received: May 12, 2023

Revised: September 05, 2023

Accepted: September 06, 2023

Published: September 30, 2023

