



UNIVERSIDADE  
FEDERAL DO CEARÁ

# CONTEXTUS

## REVISTA CONTEMPORÂNEA DE ECONOMIA E GESTÃO

Contextus – Contemporary Journal of Economics and Management

ISSN 1678-2089  
ISSNe 2178-9258

[www.periodicos.ufc.br/contextus](http://www.periodicos.ufc.br/contextus)

## Remuneração do conselho de administração e performance corporativa

*Board of directors remuneration and corporate performance*

*Remuneración del directorio y desempeño corporativo*

<https://doi.org/10.36517/contextus.2025.94192>

**Cassiana Bortoli**

<https://orcid.org/0000-0003-1307-2110>

Pesquisadora vinculada ao Laboratório de Finanças (LABFIN) da Universidade Federal do Paraná (UFPR)

Doutora em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Paraná (UFPR)  
[cassianabortoli@gmail.com](mailto:cassianabortoli@gmail.com)

**Jéssica de Fátima Dombroski**

<https://orcid.org/0000-0002-6465-8384>

Contadora no Governo do Estado do Paraná (SELP)

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR)  
[jessicauepg@gmail.com](mailto:jessicauepg@gmail.com)

**Rodrigo Oliveira Soares**

<https://orcid.org/0000-0003-0428-8278>

Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGCONT) da Universidade Federal do Paraná (UFPR)

Doutor em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)  
[rosoares@ufpr.br](mailto:rosoares@ufpr.br)

### RESUMO

**Contextualização:** O conselho de administração é considerado um dos principais mecanismos de governança corporativa das empresas, ou seja, representa o interesse dos acionistas junto aos diretores, especialmente quanto a performance corporativa. Sabe-se que um importante mecanismo de alinhamento de interesses é a remuneração.

**Objetivo:** Assim, o estudo analisou o efeito da remuneração do conselho de administração no desempenho financeiro das empresas brasileiras da B3.

**Método:** A amostra contemplou 121 empresas não financeiras no período de 2010 a 2019. As *proxies* para desempenho financeiro utilizadas foram o ROA e ROE e a variável de interesse consistiu na remuneração média total do conselho de administração. Foram estimadas regressões de dados em painel por efeitos fixos e para robustez os modelos foram estimados também por *Generalized Method of Moments (GMM System)*.

**Resultados:** Os resultados apontaram que a remuneração do conselho de administração não possui efeito no desempenho financeiro das empresas.

**Conclusões:** A constatação contribui com a literatura e *stakeholders* ao demonstrar que os problemas de agência predominantes nas empresas nacionais se alinham com a argumentação de que em economias emergentes a necessidade de minimização de conflitos entre agente e principal é pequena devido a concentração acionária que tende ao maior monitoramento dos gestores contratados.

**Palavras-chave:** conselho de administração; remuneração do conselho de administração; desempenho financeiro; conflitos de agência; economias emergentes.

### ABSTRACT

**Background:** The board of directors is considered one of the main corporate governance mechanisms of companies, that is, it represents the interests of shareholders to directors, especially regarding corporate performance. It is known that an important mechanism for aligning interests is remuneration.

**Purpose:** Thus, the study analyzed the effect of board of directors' remuneration on the financial performance of Brazilian companies listed on B3.

**Method:** The sample included 121 non-financial companies from 2010 to 2019. The proxies for financial performance used were ROA and ROE, and the variable of interest consisted of the average total remuneration of the board of directors. Panel data regressions by fixed effects were estimated, and for robustness, the models were also estimated by the Generalized Method of Moments (GMM System).

**Results:** The results indicated that board of directors' remuneration has no effect on the financial performance of companies.

**Conclusions:** The findings contribute to the literature and stakeholders by demonstrating that the predominant agency problems in national companies are in line with the argument that in emerging economies the need to minimize conflicts between agent and principal is small due to the shareholder concentration that tends to greater monitoring of hired managers.

**Keywords:** board of directors; board of directors remuneration; financial performance; agency conflicts; emerging economies.

### RESUMEN

**Contextualización:** El directorio es considerado uno de los principales mecanismos de gobierno corporativo de las empresas, es decir, representa los intereses de los accionistas junto a los directores, especialmente en lo que respecta al desempeño corporativo. Se sabe que un mecanismo importante para alinear intereses es la remuneración.

**Objetivo:** Así, el estudio analizó el efecto de la remuneración del consejo de administración en el desempeño financiero de las empresas brasileñas B3.

**Método:** La muestra incluyó 121 empresas no financieras de 2010 a 2019. Los proxys del desempeño financiero utilizados fueron ROA y ROE y la variable de interés consistió en la remuneración total promedio del directorio. Las regresiones de datos de panel se estimaron

### Informações sobre o Artigo

Submetido em 19/09/2024

Versão final em 06/01/2025

Aceito em 07/01/2025

Publicado online em 05/03/2025

Comitê Científico Interinstitucional

Editor-Chefe: Diego de Queiroz Machado

Avaliado pelo sistema *double blind review* (SEER/OJS – versão 3)



OPEN ACCESS

utilizando efectos fijos y para mayor robustez los modelos también se estimaron utilizando el Método Generalizado de Momentos (Sistema GMM).

**Resultados:** Los resultados indican que la remuneración del consejo de administración no tiene efecto en el desempeño financiero de las empresas.

**Conclusiones:** El hallazgo contribuye a la literatura y a las partes interesadas al demostrar que los problemas de agencia que prevalecen en las empresas nacionales están en línea con el argumento de que en las economías emergentes la necesidad de minimizar los conflictos entre agente y principal es pequeña debido a la concentración de propiedad que tiende a ser mayor. Seguimiento de los directivos contratados.

**Palabras clave:** consejo de administración; remuneración del consejo de administración; desempeño financiero; conflictos de agencia; economías emergentes.

**Como citar este artículo:**

Bortoli, C., Dombroski, J. F., & Soares, R. O. (2025). Remuneração do conselho de administração e performance corporativa. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 23, e94192. <https://doi.org/10.36517/contextus.2025.94192>

---

## 1 INTRODUÇÃO

Os estudos sobre governança corporativa proliferaram no Brasil a partir da década de 1990. Dentre os direcionamentos de aplicabilidade, o conselho de administração tem sido um público-alvo recorrente nas pesquisas, pois trata-se de um dos principais mecanismos de governança corporativa que as empresas possuem (Silveira, Barros, Famá, 2003). Ele representa os interesses dos acionistas junto aos diretores, atuando como elo entre as partes (Silveira, 2004). Compete ao conselho de administração definir o direcionamento estratégico da organização; defender seus princípios, valores, objeto social e sistema de governança; além de monitorar os diretores para que as decisões tomadas sejam coerentes ao interesse da organização (IBGC, 2023). Considerado o principal órgão de governança corporativa (Andrade, 2009), fundamenta-se nos pilares: transparência, equidade, responsabilidade corporativa e prestação de contas.

Constantemente, pesquisadores têm dedicado esforços para investigar os impactos do conselho de administração enquanto órgão de governança corporativa nos resultados das companhias. Por exemplo, Almeida, Klotzle e Pinto (2013), Oliveira et al. (2012) e Silveira, Barros e Famá (2003) estudaram a relação entre o conselho de administração e o valor das empresas. Em outra perspectiva, Moura et al. (2017) contribuíram abordando o efeito da independência do conselho de administração no gerenciamento de resultados. Costa e Martins (2019), assim como Dani et al. (2017) investigaram a associação entre as características do conselho na performance das companhias. E Pereira e Barros (2023) investigaram a influência da sobrecarga do conselho de administração no desempenho das empresas. Percebe-se que há uma convergência na lógica utilizada pelos referidos autores, no sentido de que o conselho de administração tende a atuar em consonância as boas práticas de governança corporativa (Andrade, 2009), guiada por princípios, que repercute na agregação de valor à empresa, e que a boa reputação gerada pela experiência de trabalho concomitante parece se sobressair com relação a possibilidade de sobrecarga ao influenciar o desempenho (Pereira & Barros, 2023).

Dada as responsabilidades incumbidas aos cargos de conselho da administração, que vão desde o estabelecimento de estratégias, até o monitoramento de executivos, (Brennan, 2006; Jonsson, 2005), argumenta-se sobre a importância de se recrutar profissionais com capacidade e oferecer remuneração coerente as suas atribuições. Ao estabelecer pacotes de remuneração considerados atraentes e justos, as partes celebram contrato, cujo principal objetivo é alinhar seus interesses. Nesse sentido, Dah e Frye (2017), por exemplo, constataram que o valor da remuneração do conselho de administração influenciava na capacidade de monitoramento do órgão. Ou seja, quando os honorários pagos ao colaborador conselheiro forem coesos para com suas responsabilidades, principalmente a de monitorar os executivos, ele torna-se capaz de influenciar no desempenho da companhia.

Dentro dessa dialética, da remuneração do conselho de administração impactar no desempenho da companhia em que atua, diversas pesquisas têm procurado por evidências. Por exemplo: Aslam, Haron e Tahir, (2019) no Paquistão, Muller (2013) nos Estados Unidos da América, Lemma, Mlilo e Gwatidzo (2020) na África do Sul, e Cunha e Martins (2007) em Portugal. No Brasil, tem-se conferido maior empenho na busca por evidências da relação entre a remuneração da diretoria estatutária ao desempenho da companhia (Beuren, Silva & Mazzioni, 2013; Krauter, 2013) de modo que a remuneração concedida ao conselho de administração permanece inexplorada uma vez que as pesquisas nacionais sobre o tema se concentraram nas características do conselho de administração que podem influenciar os resultados das corporações, tal qual o trabalho de Dani et al. (2017) que verificou a relação entre características do conselho de administração no desempenho das empresas brasileiras, e apontou relação positiva entre a expertise e desempenho.

Diante disso, esta pesquisa explora a lacuna de uma investigação nacional ainda não explorada, parte da perspectiva de que a expertise e as responsabilidades do conselho de administração podem estar implícitas em suas remunerações, podendo a remuneração ser utilizada para alinhamento de interesses, ou seja, uma prática de governança corporativa. Por outro lado, sabe-se que no ambiente brasileiro um dos principais conflitos de agência existente ocorre entre acionista majoritário e minoritário, logo a remuneração dos conselheiros pode não ser utilizada como incentivo para o alinhamento de interesses de auferir o desempenho organizacional.

Diante da contextualização exposta, esta pesquisa pretende agregar aos estudos sobre remuneração do conselho de administração no contexto brasileiro, na perspectiva da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), considerando também as características das corporações do Brasil como: gestão familiar, estatal e concentração acionária que possibilitam por si só a minimização de conflitos do tipo agente e principal. Para isso propõem-se verificar a associação da remuneração dos conselheiros com o desempenho financeiro das empresas, com objetivo de constatar se no ambiente nacional a remuneração do conselho de administração é utilizada como instrumento de incentivo ao desempenho financeiro. Nesse contexto o problema da pesquisa é: Qual é a relação entre a remuneração do conselho de administração com o desempenho financeiro das empresas da B3?

A presente pesquisa possui o diferencial de pensar a influência da remuneração do conselho de administração aliada a concentração acionária às gestões familiares e estatais em auxílio a governança corporativa na minimização de conflitos de agência entre agente e principal. Nesse sentido se espera contribuição com a literatura e com *stakeholders* pois estudos como esse que discutem a natureza teórica são relevantes para a validação tanto da teoria existente, como para indicar necessidade de novas ramificações teóricas para contextos de países emergentes (Beuren, Silva & Mazzioni, 2014).

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Conselho de Administração

O conselho de administração é o órgão encarregado pelo processo de direcionamento estratégico da organização (IBGC, 2023). De acordo com Carver e Oliver (2002), os conselhos de administração passaram a existir no momento em que os sócios das empresas não conseguiram dirigir e controlar suas empresas por conta própria e, por isso, uma de suas funções é a de representar os proprietários frente a diretoria contratada. Dentre as funções exercidas pelo conselho de administração, além do monitoramento e supervisão, está a contratação, demissão e a remuneração dos executivos (Dani et.al, 2017). Essas atribuições conferem ao órgão a capacidade de contribuir para a performance das empresas (Andrade et.al, 2009). Assim, o conselho de administração tem a responsabilidade e o poder para decidir em nome dos proprietários e por isso é considerado um dos principais mecanismos para alinhamento de interesses entre gestores e acionistas (Andrade, 2009).

Dada tamanha a responsabilidade atribuída aos conselheiros de administração, pesquisadores têm procurado investigar os impactos do órgão às decisões empresariais (Alabdullah, Laadjal & Al-Asadi, 2018; Ho, Lai & Lee, 2013; Kor, 2006), bem como ao desempenho (Abdullah & Etal, 2021; Kamran & Imran, 2020; Song & Park, 2017). No Brasil, o interesse na temática sobre o conselho de administração também tem se demonstrado crescente. Os estudos têm testado, por exemplo, relações entre o conselho de administração e as decisões de financiamento (Cunha & Martins, 2015; Silva, Santos & Almeida, 2011); entre a composição do conselho e o valor das empresas (Andrade et.al. 2019); e entre características do conselho valor e desempenho (Pereira & Barros, 2023; Dani et al., 2017; Paiva, Oliveira & Peixoto, 2015). Observa-se que, os dois principais fatores que impulsionaram a realização de pesquisas nacionais sobre o assunto foram: (1) a criação do “Código das melhores práticas de governança corporativa” do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa em 1999; e (2) a criação dos níveis diferenciados da Bovespa no ano 2000, sendo constantemente utilizada como *proxy* de governança corporativa (Parente & Machado Filho, 2020). Nota-se que, embora crescentes, ainda são poucas as pesquisas que refletem sobre os impactos desse importante mecanismo de governança. Assim, o presente estudo pretende acrescentar a literatura nacional ao investigar a lacuna existente sobre o impacto no desempenho a nível de remuneração, sob a perspectiva de alinhamento de interesses.

### 2.2 Remuneração do conselho de administração

O “Código de melhores práticas de governança corporativa” estabelece diretrizes sobre a remuneração do conselho de administração (IBGC, 2023). De acordo com esse documento, a remuneração apropriada dos conselheiros tende a favorecer o alinhamento de objetivos entre o conselho de administração e os proprietários, evitando assim os conflitos de interesses. É apontado, ainda, que as empresas ofereçam uma remuneração adequada com relação as condições de mercado, a qualificação dos profissionais, o valor gerado às organizações e os riscos da atividade. Sobre o tipo de remuneração, pode-se observar que a recomendação da remuneração mensal fixa, idêntica para todos os conselheiros, e de evitar o uso de incentivos por participação em reuniões. Sobre a remuneração variável, é notória a preocupação com o possível estímulo ao conflito de interesses que ela pode trazer. Assim, se utilizada, recomenda-se que a remuneração variável seja atrelada aos objetivos estratégicos das companhias, de modo a diferenciar-se daquela conferida para a diretoria executiva, que estaria associada com o alcance dos objetivos de médio e longo prazo (IBGC, 2023).

No Brasil, a divulgação detalhada da remuneração dos executivos passou a ser obrigatória somente em 2010, por meio da Instrução Normativa CVM nº480 de 2009. E, apesar de passados mais de uma década de divulgações referentes a remuneração dos gestores, as pesquisas nacionais carecem de evidências sobre as implicações da remuneração dos conselheiros, já que os estudos têm focado nos incentivos aos executivos como um todo, diretoria juntamente com conselho de administração (Aguiar & Pimentel, 2017; Silva & Chien, 2013; Krauter, 2013). Internacionalmente, o cenário não se difere muito, sendo atribuída maior atenção para o impacto da remuneração dos *CEOs*. Embora a literatura sobre a remuneração do conselho de administração seja modesta, é um ponto que, aparentemente, merece maior atenção, pois a remuneração é um importante mecanismo de alinhamento de interesses e os conselheiros são agentes contratados para representar os interesses dos acionistas.

É perceptível que o conselho de administração tem arbítrio para: (1) melhorar o desempenho das organizações, por meio de incentivos e monitoramento que alinhem interesses entre o principal e o agente; ou (2) atuar no sentido de criar incentivos que propiciem ações oportunistas. E, foi justamente nesse contexto que, Dah e Frye (2017) investigaram se a remuneração dos conselheiros influencia no monitoramento dos *CEOs*. Os autores encontraram que, quanto maior era a remuneração dos conselheiros menor era a probabilidade de desligamento do *CEO* por baixo desempenho, indicando que a remuneração dos conselheiros é capaz de influenciar as decisões do conselho de administração. Pesquisas realizadas em diferentes ambientes institucionais e constitucionais, como, por exemplo, na África do Sul (Lemma; Mlilo; Gwatidzo, 2020), no Paquistão (Aslam, Haron & Tahir, 2019), Nos Eua (Müller, 2013), e no Quênia (Ruparelia & Njuguna, 2016),

apoiaram a lógica entre a remuneração do conselho de administração e o desempenho da organização, apresentada nesse estudo.

No contexto brasileiro, há de se considerar o argumento de Young et.al., (2008) de que em economias emergentes a perspectiva de conflitos entre agente-principal é limitada, devido a massiva presença de empresas familiares, estatais e alta concentração acionária. Sabe-se que países emergentes os problemas mais evidentes são entre acionistas majoritários e minoritários, uma vez que a presença de acionistas controladores tende a aumentar o monitoramento da gestão (Brandão, 2022). Dessa forma há evidências de que a concentração acionária reduz a remuneração executiva (Hartzell & Starks, 2003; Luo, 2015; Ermel & Monte, 2016) e nessa lógica este estudo propõe que a remuneração dos conselheiros pode não ser utilizada como um instrumento de governança para mitigação de conflitos entre agente e principal, uma vez que esses problemas já são minimizados pela gestão familiar, estatal e concentração acionária. Nesse sentido a hipótese da pesquisa é:

H0: A remuneração do conselho de administração não está associada ao desempenho financeiro das empresas brasileiras listadas na B3.

### 2.3 Desempenho financeiro das empresas

Diferentes indicadores econômicos, financeiros e de mercado são utilizados para mensuração do desempenho das empresas. O retorno sobre o ativo - ROA (*return on assets*) e o retorno sobre o patrimônio líquido - ROE (*return on equity*) constantemente são utilizados na literatura para indicar o desempenho econômico e financeiro (Aguiar & Pimentel, 2017; Krauter, 2013; Lemma, Mlilo & Gwatidzo, 2020). E, o desempenho de mercado, seguidamente tem sido representando pelos indicadores *Market to book* e o *Q de Tobin* (Aguiar & Pimentel, 2017; Silva & Chien, 2013). De acordo com Backes et al., (2009), esses indicadores derivam da análise dos relatórios contábeis, bem como de informações oriundas do mercado, tais como, tendências econômicas e segmento de atividades, entre outras. Matarazzo, (2008) destaca que a análise dos relatórios contábeis é feita a partir de índices que, por sua vez, originam-se da utilização de uma variedade de contas contábeis. Esses, podem revelar as condições econômicas e financeiras das organizações. É importante a utilização de índices que revelem informações distintas, de modo que a análise terá o dever de apontar suas principais diferenças (Matarazzo, 2008).

Com intuito de apresentar um olhar de desempenho econômico e financeiro, o presente estudo utiliza os indicadores: ROA (*return on assets*) - retorno sobre o ativo; e ROE (*return on equity*) – retorno sobre o patrimônio líquido. Além das métricas serem amplamente abordadas na literatura que investiga a influência das variáveis de governança corporativa na performance das empresas (Aslam, Haron & Tahir, 2019; Cheng, 2014; Duffhues & Labor, 2008), o que amplifica a capacidade de discussão dos resultados, também, proporciona uma análise diferente e complementar, entre a própria situação econômica e financeira. O ROA demonstra quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação a seu ativo total, considerado uma medida do potencial da empresa de gerar lucros. O ROE demonstra quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação a seu capital próprio investido, portanto apresenta a taxa de rendimento do capital próprio (Matarazzo, 2008).

## 3 METODOLOGIA

### 3.1 População e amostra

A população corresponde a todas as empresas de capital aberto listadas na B3 e a amostra são todas as corporações não financeiras que apresentaram as variáveis necessárias para o objetivo do estudo. O recorte temporal é 2010 a 2019 e justifica-se pela publicação da Instrução Normativa CVM nº480 de 2009 que tornou obrigatória a divulgação dos dados da remuneração dos executivos detalhada por órgão a partir de 2010; e a não contemplação do período de 2020 a 2021 deve-se a pandemia de Covid-19 que interferiu nos resultados das empresas tornando o período atípico para a análise proposta. Destaca-se que a não consideração desse período é um cuidado metodológico devido os desempenhos atípicos das companhias no período, uma vez que o desempenho financeiro é o objeto de investigação desse estudo. A Tabela 1 apresenta a composição da amostra.

**Tabela 1**

Amostra da pesquisa

Total de empresas	525	100%
(-) Empresas financeiras	- 85	16,19%
(-) Fundos de investimentos	- 144	27,42%
(-) Não divulgaram dados sobre remuneração executiva	-51	9,71%
(-) Listadas na bolsa após 2010	- 50	9,52%
<b>Total da amostra</b>	<b>195</b>	<b>37,14%</b>

Fonte: Elaboração própria.

### 3.2 Coleta e análise de dados

A variável dependente representativa da performance financeira é mensurada por duas métricas baseadas na contabilidade: retorno sobre o ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). A variável independente de interesse é constituída pela remuneração média do conselho de administração [CA (Rem)], divulgada no formulário de referência no site da CVM. Também, foram adotadas as variáveis de controle: tamanho da empresa [Tam]; alavancagem [Alav]; tamanho do conselho de administração [CA(Tam)]; capital expenditure [Capex], remuneração média da diretoria [DIR (Rem)], independência do conselho de administração [CA(Ind)] e setor de atuação da empresa. Essas, foram coletadas da base de dados do *Refinitiv Eikon* e do formulário de referência. A descrição individual das variáveis, formas de mensuração e relativas fontes são apresentadas na Tabela 2.

**Tabela 2**

Descrição das variáveis

Variável	Mensuração (Referência utilizada como base para proxy)
Dependente	
ROA	(Lucro líquido <sub>i,t</sub> ) / (ativo total <sub>i,t</sub> ) (Aslam, Haron & Tahir, 2019; Lemma, Mlilo & Gwatidzo, 2020)
ROE	(Lucro líquido <sub>i,t</sub> ) / (patrimônio líquido <sub>i,t</sub> ) (Raithatha & Komera, 2016; Zoghlami, 2021)
Interesse	
CA (Rem)	Log. da remuneração total média dos conselheiros (Aslam, Haron & Tahir, 2019; Lemma, Mlilo & Gwatidzo, 2020)
Controle	
Tam.	Log. natural do ativo da empresa i no ano t. (Aslam, Haron & Tahir, 2019; Lemma, Mlilo & Gwatidzo, 2020)
Alav.	Dívida total da empresa/ total do ativo da empresa i no ano t. (Lemma, Mlilo & Gwatidzo, 2020; Raithatha & Komera, 2016)
CA(Tam)	Quantidade média de membros do conselho de administração da empresa i no ano t (Lemma, Mlilo & Gwatidzo, 2020)
Capex	(Imobilizado <sub>i,t</sub> – Imobilizado <sub>i,t-1</sub> ) + (Depreciação <sub>i,t</sub> ) / (Ativo Total <sub>i,t</sub> ) (Fortunato, Funchal & Motta, 2012; Souza, Montezano & Lameira, 2020).
DIR (Rem)	Log. remuneração total média da diretoria (Raithatha, Komera, 2016; Zoghlami, 2021)
CA(Ind)	<i>Dummy</i> : igual a 0 se a empresa possui conselheiro independente e 1 se não possui (Lemma, Mlilo & Gwatidzo, 2020)
Setor	<i>Dummies</i> : representativas dos setores da B3 (Aguiar & Pimentel, 2017; Silva & Chien, 2013)

Fonte: Elaboração própria.

### 3.3 Método de análise

Procedeu-se com regressão de dados em painel por meio do software *stata*. Houve a suposição de existência de endogeneidade entre as variáveis, que ocorre devido à omissão de variáveis explicativas, dos erros de mensuração ou porque a variável explicativa é determinada simultaneamente pela variável explicada (Habib, Ranasinghe, Muhammadi, & Islam, 2018), e para minimizar os problemas de endogeneidade os modelos foram estimados por *Generalized Method of Moments* (GMM). Os modelos propostos são apresentados nas equações “1” e “2”:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \beta_2 CA(Rem)_{i,t} + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 Alav_{i,t} + \beta_5 CA(Tam)_{i,t} + \beta_6 Capex_{i,t} + \beta_7 DIR(Rem)_{i,t} + \beta_8 CA(ind)_{i,t} + \beta^{\alpha 18} \sum_{i=0}^n Setor + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 ROE_{i,t-2} + \beta_2 CA(Rem)_{i,t-1} + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 Alav_{i,t} + \beta_5 CA(Tam)_{i,t} + \beta_6 Capex_{i,t} + \beta_7 DIR(Rem)_{i,t} + \beta_8 CA(ind)_{i,t} + \beta^{\alpha 18} \sum_{i=0}^n Setor + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva

A fim de apresentar uma visão geral sobre como se comportaram os dados das variáveis utilizadas nesse estudo, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis quantitativas, na Tabela 3:

**Tabela 3**

Estatística descritiva das variáveis quantitativas

	ROA	ROE	CA (REM)	DIR (REM)	CA (TAM)	TAM	ALAV	CAPEX
Mínimo	-1,24	-56,11	3,66	7,84	2	16,21	0,00	0,00
Máximo	0,54	2,07	15,81	17,11	30	27,55	0,81	0,40
Média	0,03	0,003	11,86	13,57	7,08	21,56	0,25	0,04
Desvio Padrão	0,08	1,68	1,44	1,44	3,38	1,68	0,19	0,05
C.V	2,39	568,86	0,12	0,11	0,48	0,078	0,74	1,21

Fonte: Elaboração própria.

Observa-se que as variáveis dependentes ROA e ROE apresentam um indicador médio de 3% e 0,03% respectivamente, o que representa um retorno em termos percentuais médios sobre o valor de investimento sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido. É possível visualizar que o percentual máximo de retorno sobre o ativo de 54%, enquanto o de retorno sobre o patrimônio líquido apresentou-se aproximadamente 4 vezes maior. No entanto, o percentual máximo relativo a prejuízo superou 124% o valor do ativo da empresa no ROA, no ROE o prejuízo chegou a apresentar-se 561 vezes maior do que o patrimônio líquido. Assim, o ROE apresentou um desvio padrão e coeficiente de variação consideravelmente maior ao ROA.

Conforme apresentado na Tabela 2, as variáveis de remuneração do conselho de administração e da diretoria, foram logaritmizadas, respeitando a forma de mensuração utilizada pela literatura sobre o tema. A título de descrição, em valores absolutos, a média anual da remuneração dos conselheiros foi de R\$ 310.301,82 e da diretoria foi de R\$ 1.560.161,13. A partir da análise dos indicadores de valores máximo, mínimo, coeficiente de variação e desvio padrão percebe-se que as empresas remuneram seus executivos em diferentes patamares e que em média a remuneração da diretoria é de aproximadamente cinco vezes mais do que a remuneração dos conselheiros. A disparidade salarial evidenciada nessa comparação, pode indicar que as empresas têm se preocupado mais em alinhar interesses com os executivos diretores do que com os membros do conselho de administração.

Com relação a variável de controle tamanho do conselho de administração, pode-se notar que há uma média de 7 conselheiros por empresa, variando de 2 a 30. Seu desvio padrão é acentuado se comparado as outras variáveis, no entanto, destacam-se que se trata de uma variável absoluta. O contraste pode indicar não haver preocupação por parte de algumas empresas enquanto ao que postula a literatura, de que conselhos menores são mais eficazes.

Quanto as variáveis de controle alavancagem e Capex, o resultado da estatística descritiva permite inferir que as empresas da amostra, em média, utilizam um valor de financiamento de longo prazo duas vezes maior do que o valor aplicado em investimentos de longo prazo. Ainda, é possível que algumas empresas financiem seus investimentos de capital com capital próprio, já que há valor mínimo de passivo oneroso igual a "0". O mesmo ocorreu com a variável Capex, demonstrando que nem todo ano as empresas realizam investimento em instalações e equipamentos. Por fim, a variável tamanho da empresa, também logaritmizada, ainda assim, apresentou um desvio padrão razoável se comparado as demais variáveis que sofreram o mesmo procedimento. O que é importante para que possamos captar a possível relação esperada.

Além das variáveis quantitativas apresentadas na Tabela 3, utilizou-se ainda as variáveis de controle: independência do conselho de administração e setores de atividade, mensuradas por meio de *dummy*. A título de informação, das 1.210 observações geradas (relação empresa e ano), 517 foram marcadas pela presença de conselheiros independentes. Os setores que abrangeram maior número de empresas da amostra foram o setor de consumo cíclico (24%), financeiro (18%), bens industriais (16%), energia elétrica (15%), materiais (9%), consumo não cíclico (7%), petróleo, saúde (4%), gás e combustível (3%), tecnologia da informação (2%), e água e saneamento (2%).

## 4.2 Análise dos modelos

Foram realizados testes para especificar os modelos de dados em painel mais adequado. O teste F indicou que o modelo de efeitos fixos é preferível em relação ao modelo *pooled*; o teste LM de Breusch-Pagan sinalizou que o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado que o modelo *pooled*; e o teste de Hausman sinalizou que o modelo de efeitos fixos é mais apropriado que o de efeitos aleatórios. Assim, utilizou-se painel com estimação por efeitos fixos para os modelos "1" e "2".

Para verificar o atendimento dos pressupostos de homogeneidade entre os resíduos da regressão (Wooldridge, 2016), realizou-se o teste de Wald, que rejeitou a hipótese de que os resíduos fossem homocedásticos e por isso todos os modelos foram estimados com erros padrão robustos. A tabela 4 apresenta os resultados das estimações.

**Tabela 4**

Regressões em painel com efeitos fixos

	Modelo 1	Modelo 2	
Variável dependente	ROA	ROE	
Constante	-0,27	-3,51*	
CA (Rem)	0,00	0,06	
Alav.	-0,14***	-3,65	
Capex	0,28***	1,94	
DIR (Rem)	-0,00	0,00	
CA(Ind)	-0,00	-0,03	
CA(Tam)	-0,00	0,00	
Tam.	0,02*	0,17**	
R <sup>2</sup>		0,36	0,15
Número de empresas		121	121
Número de observações		1210	1210
*setor omitido devido a colinearidade exata			

Fonte: Elaboração própria.

Nota: (1) \*, \*\*, \*\*\* correspondem aos níveis de significância de 1%, 5% e 10% respectivamente; (2) CA (Rem): remuneração do conselho de administração; Alav: alavancagem; Capex: investimentos; DIR (Rem): remuneração da diretoria; CA (tam): tamanho do conselho; Tam: tamanho da empresa.

Conforme evidencia a Tabela 4 o coeficiente da variável CA (Rem) não é estatisticamente significativo em nenhum dos modelos de desempenho estudados, assim a hipótese da pesquisa de que a remuneração do conselho de administração não está associada ao desempenho financeiro das empresas brasileiras listadas na B3, foi aceita. Nesse sentido, por parte das corporações brasileiras, a remuneração dos conselheiros pode não estar sendo utilizada como instrumento de alinhamento de interesses entre agente e principal. Esse resultado está de acordo com Young, Peng, Ahlstrom, Bruton e Jiang (2008) que salientam a limitação da perspectiva de conflitos de agência entre agente e principal no contexto de economias emergentes, pois nesses ambientes há concentração acionária, a presença de empresas familiares e estatais, características que aumentam o monitoramento dos agentes contratados e vislumbram outro problema de agência relacionado aos acionistas majoritários e minoritários. Outra evidência de que as corporações da amostra podem não ter se utilizado da remuneração dos conselheiros como incentivo ao desempenho foi a baixa concessão de remuneração variável, do total, das 1210 observações, apenas 169 representavam o pagamento de remuneração variável aos conselheiros. Importante destacar que esses números não representam uma limitação da amostra, mas a realidade sobre a remuneração variável dos conselheiros. Além disso, refeite coerências recomendações emanadas nas diretrizes do IBGC (2023), de que o conselho de administração receba remuneração mensal fixa.

Diante desses resultados nota-se que o efeito da remuneração concedida aos conselheiros difere em seus efeitos em cada contexto institucional. Na África do Sul e na Malásia foram encontrados resultados significativos e positivos entre remuneração do conselho e desempenho das firmas (Lee & Isa, 2015; Lemma, Mlilo & Gwatidzo, 2020), no Paquistão foi evidenciado associação negativa (Aslam, Haron & Tahir, 2019) e no Quênia (Ruparelia & Njuguna, 2016), assim como no Brasil não foi encontrado associação.

Dentre as variáveis de controle, destacam-se a: alavancagem – relação negativa e significativa com o ROA; capex – relação positiva e significativa com o ROA; e tamanho – relação positiva e significativa com o ROA e o ROE. Tais sinalizações estão de acordo com as relações esperadas, indicando que: (1) quanto maior o endividamento menor a flexibilidade nos fluxos de caixa, de modo que a empresa passa a obter dificuldade na operacionalização da sua atividade fim e, conseqüentemente, apresenta menor desempenho; (2) quanto maior o investimento realizado capex maior tem sido o retorno sobre o ativo; e (3) quanto maior a empresa maior o desempenho apresentado. Lemma, Mlilo e Gwatidzo (2020) também identificaram a existência de uma relação negativa entre alavancagem e desempenho das empresas da África do Sul. Já, Ibhagui e Olokoyo (2018), evidenciaram relação positiva com o desempenho de empresas da Nigéria, o que remete ao raciocínio de que a alavancagem utilizada pelas empresas foi tão eficiente a ponto de conseguir melhorar o monitoramento dos gestores, sob a ótica de estreitar a flexibilidade dos fluxos de caixa, apesar dos projetos obtiverem maior capacidade de fluxos de caixa positivos a curto prazo. Com relação ao tamanho, Da Silva e Chien (2013) encontraram resultados semelhantes com o Modelo 1 – ROA, mas para outro período amostral de empresas brasileiras, o que demonstra consistência relacional. Já, a relação entre tamanho e ROE apresenta sinalização contrária aos estudos de Silva e Chien (2013) e Lemma, Mlilo e Gwatidzo (2020), a qual se apresentou de forma negativa. E, por fim, os resultados referentes a variável capex não haviam se mostrado significativos nas pesquisas realizada por Fortunato, Funchal, e Motta, (2012) e Souza, Montezano e Lameira, (2020) para outro período amostral de companhias nacionais. Pode ser que, a inserção de variáveis adicionais da presente pesquisa tenha possibilitado a detecção dessa sinalização. Considerando os possíveis problemas de endogeneidade presentes na relação entre remuneração executiva e desempenho financeiro das empresas, que podem comprometer a consistência dos estimadores (Aslam, Haron & Tahir, 2019; Silva & Chien, 2013; Zoghلامي; 2021), os modelos também foram estimados pelo método *Generalized Method of Moments* (GMM Sistêmico). Os resultados do modelo estimado bem como os testes que validam sua aplicação são apresentados na Tabela 5.

**Tabela 5**Resultado das estimações por *Generalized Method of Moments* (GMM Sistemico)

<b>Modelo 1</b>	<b>Coef.</b>	<b>Modelo 2</b>	<b>Coef.</b>
<b>Variável dependente ROA</b>		<b>Variável dependente ROE</b>	
Constante	-0,16	Constante	-0,949*
ROA(t-1)	0,39***	ROE(t-2)	-0,05
CA (Rem)	0,00	CA (Rem)	0,04
Alav.	-0,08***	Alav.	-0,56
Capex	0,12***	Capex	0,54
DIR (Rem)	0,00	DIR (Rem)	-0,01
CA(Ind)	0,00	CA(Ind)	0,01
CA(Tam)	0,00	CA(Tam)	0,00
Tam.	0,01***	Tam.	0,03
Setor E.E	-0,00	Setor E.E	-0,03
Setor C.C	0,01	Setor C.C	-0,04
Setor A.S	0,01	Setor A.S	0,04
Setor M.B	-0,00	Setor M.B	-0,06
Setor C.N.C	0,00	Setor C.N.C	0,02
Setor S.	0,01	Setor S.	-0,01
Setor B.I	0,02**	Setor B.I	0,07
Setor P.G.B	-0,03	Setor P.G.B	-0,15
Setor T.I	0,01	Setor T.I	0,01
Número observações	1089		1089
Número de empresas	121		121
Número de instrumentos	18		12
<b>Testes validação do modelo</b>			
AR (1)	-0,007		-0,303
AR (2)	0,449		0,449
Teste de Sargan	0,025		0,001
Teste de Hansen	0,910		0,365

Fonte: Elaboração própria.

Notas: (1) \*, \*\*, \*\*\* correspondem aos níveis de significância de 1%, 5% e 10%. (2) CA (Rem): remuneração do conselho de administração; Alav: alavancagem; Capex: investimentos; DIR (Rem): remuneração da diretoria; CA (Ind): independência do conselho; CA (tam): tamanho do conselho; Tam: tamanho da empresa; setor E.E: energia elétrica; setor C.C: consumo cíclico; setor A.S: água e saneamento, setor M.B: materiais básicos; setor C.N.C: consumo não cíclico; setor S: saúde; Setor B.I: bens industriais; setor P.G.B: petróleo gás e biocombustíveis; setor T.I: tecnologia da informação.

O método *Generalized Method of Moments* (GMM Sistemico) foi utilizado para fins de robustez dos resultados alcançados pela estimação da regressão de dados em painel por efeitos fixos. Conforme evidencia a tabela 5, as relações foram mantidas nos dois métodos confirmando a consistência das evidências apresentadas nesse estudo.

Destaca-se que nessa análise, por GMM Sistemico, foram inclusos controles por setor empresarial. Apenas o setor de bens industriais apresentou relação significativa com o retorno sobre o ativo, indicada de forma positiva. Esse resultado mostra que em relação aos demais setores o setor de bens industriais proporcionou no período da análise um diferencial. Esse diferencial pode estar associado as características do segmento, tais como o potencial da indústria no contexto brasileiro, que tende a alta lucratividade em períodos economicamente prósperos (Almeida, 2015).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Essa pesquisa teve como objetivo investigar a relação entre a remuneração do conselho de administração e o desempenho econômico e financeiro das empresas listadas no Brasil. Para isso procedeu-se com análise de 1210 empresas no período de 2010 a 2019. O método de investigação contemplou a estatística descritiva dos dados e regressão de dados em painel, destacando o uso do método de estimação *Generalized Method of Moments* (GMM Sistemico) para controlar os problemas de endogeneidade provenientes da relação entre remuneração executiva e desempenho. Os resultados encontrados indicam não haver relação significativa entre a remuneração auferida aos conselheiros e o desempenho financeiro das empresas, que foi mensurado pelo ROA e pelo ROE. Tal resultado pode indicar que a remuneração concedida aos conselheiros das empresas brasileiras pode não estar sendo utilizado como instrumento de alinhamento de interesses. Essa evidência confirma a hipótese de pesquisa, de que devido a concentração acionária e a presença de empresas familiares e estatais na amostra a remuneração do conselho de administração não se associa ao desempenho das corporações. Em essência, isso pode ocorrer devido não haver tanta preocupação com a minimização

de problemas do tipo agente e principal (dado que em ambientes com essas características os problemas predominantes ocorrem entre acionistas majoritários e minoritários), mas sim do tipo principal e principal.

Esta pesquisa contribui com os estudos sobre o conselho de administração e a remuneração dos executivos no contexto brasileiro, ao investigar a relação entre a remuneração do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas comparando com os resultados encontrados em outros países emergentes, sendo essa uma lacuna na pesquisa nacional. As evidências apresentadas servem para compreensão dos problemas de agência predominantes nas empresas nacionais e se alinha com a argumentação de que em economias emergentes a necessidade de minimização de conflitos entre agente e principal é pequena devido a concentração acionária que tende ao maior monitoramento dos gestores contratados. Ressalta-se que o estudo teve limitações, sendo a principal delas a indisponibilidade de dados referente a remuneração média do conselho e da diretoria estatutária já que algumas empresas não as divulgam ou não divulgaram em períodos específicos, dessa forma os resultados ainda que consistentes para a amostra não podem ser generalizados a todas as empresas listadas no Brasil.

Pesquisas futuras podem explorar mais profundamente os achados do presente estudo, pois algumas indagações a respeito dos resultados aqui encontrados não foram amplamente investigadas. Por exemplo, a disparidade salarial entre a remuneração média dos diretores em relação aos conselheiros. De acordo com achados da pesquisa a remuneração média da diretoria é aproximadamente cinco vezes maior que a remuneração média do conselho de administração. Essa constatação leva a questionar se os valores pagos aos conselheiros são suficientes para motivá-los a desempenhar suas funções de forma efetiva, como a de monitorar o próprio CEO. Outro ponto a ser investigado é em relação a remuneração variável, não incluída nos modelos econométricos da pesquisa devido à baixa utilização pelas empresas da amostra. Do total, das 1210 observações, apenas 169 representavam o pagamento de remuneração variável aos conselheiros. Assim, o fato de os conselheiros receberem em sua maioria apenas remuneração fixa pode ser um dos motivos da não significância com a performance financeira das empresas. Pois, independentemente dos resultados alcançados a remuneração dos conselheiros não mudaria. Tal análise também pode ser estendida a outras medidas de desempenho, como lucro por ação e Q de Tobin, carecendo de uma condução teórica aprofundada para essa perspectiva. Nesse ponto, recomenda-se que futuras pesquisas atentem-se na utilização de referencial teórico exclusivo para os indicadores de desempenho utilizados, pois cada um medete a uma perspectiva distinta sobre o desempenho empresarial.

Os resultados dessa pesquisa indicam a necessidade de que pesquisas futuras investiguem de forma ainda mais aprofundada a relação entre a remuneração do conselho de administração e o desempenho empresarial, em especial, levando-se em consideração as características do mercado acionário brasileiro, como a de concentração acionária, seja de forma individual ou por meio de acordo de acionistas, por empresas familiares ou por estatais. Inclusive, investigando uma inexistência relacional nos casos de moderação dessa variável e, talvez, existência de uma relação positiva no caso de empresas com ações dispersas ao mercado. Isso porque, em um ambiente de concentração acionária, seja em caso de empresas familiares ou estatais, o acionista majoritário detêm maior poder sobre o CA e o CEO, de modo que a remuneração do CA pode gerar pouco (ou nenhum) efeito sobre o desempenho empresarial, o que pode ocorrer devido a atuação do CA estar mais voltada a safistação do acionista majoritário, dado o poder que esse obtêm. Portanto, a inexistência de relação entre a remuneração do conselho de administração e do desempenho empresarial pode ocorrer devido o ambiente nacional não necessitar de minimização do problema do tipo agente e principal, mas sim do tipo principal (acionista majoritário) e principal (acionista minoritário).

Essa é uma suspeita que faz bastante sentido em um mercado emergente, onde a característica de concentração acionária é forte, e que carece de maior atenção pelos pesquisadores, pois ainda é uma lacuna de pesquisa, já que: (1) ao longo do tempo, a nível nacional, os pesquisadores dedicaram significativos esforços para investigar a relação da remuneração executiva no desempenho empresarial (Silva & Chien, 2013; Beuren, Silva & Mazzioni, 2014; Aguiar & Pimentel, 2017); e (2) quando investigada a relação entre o conselho de administração e o desempenho, foram consideradas características do conselho de administração como quantidade de conselheiros (Cunha & Martins, 2007; Dani et al., 2017), dualidade, independência (Paiva, Oliveira & Peixoto, 2015; Dani et al., 2017) gênero, expertise, número de reuniões (Dani et al., 2017) e tempo de mandato (Paiva, Oliveira & Peixoto, 2015), mas não a remuneração (sendo o presente artigo o primeiro a nível nacional). Logo, a presente pesquisa introduz uma nova perspectiva teórica e empírica, e os resultados sugerem a necessidade de ampliação de investigação dessa importante lacuna, como, considerar a concentração acionária. Segundo Brandão (2022), o ambiente legal de baixo enforcement e a baixa proteção aos acionistas minoritários acaba por favorecer a concentração acionária no mercado acionário brasileiro.

Ainda, ao observar os dados dessa pesquisa, percebeu-se que o conselho de administração recebe, em média, cinco vezes menos do que os executivos. Nesse ponto, embora o Brasil seja um país emergente e com característica de concentração acionária no mercado de capitais, há indicativo de que: (1) ou haja divergência de resultados entre outros países emergentes (Hartzell & Starks, 2003; Luo, 2015; Ermel & Monte, 2016) onde a concentração acionária reduz a remuneração executiva, de modo que a remuneração executiva não tenha sido utilizada como mecanismo de alinhamento de interesse entre principal e agente; ou (2) há uma disparidade salarial dos executivos considerável entre empresas com concentração acionária das com propriedade dispersa, indicando que esse mecanismo de governança corporativa pode

ser utilizado em um desses grupos, fazendo maior sentido para o grupo com propriedade dispersa. Sobre essa questão, obtêm-se conhecimento de que apenas uma pesquisa nacional investigou a influência da estrutura do conselho da administração na remuneração executiva (Freitas, Pereira, Vasconcelos & De Luca, 2020), no qual observaram que a concentração acionária reduz a remuneração executiva. Destaca-se que remuneração investigada, por esses últimos autores citados, refere-se ao da diretoria executiva e não a do conselho de administração. Desse modo, observa-se que ainda resta uma lacuna para investigação tanto da remuneração do conselho de administração quanto da diretoria executiva com relação aos efeitos moderadores da concentração acionária no desempenho.

## REFERÊNCIAS

- Abdullah, A. H. et al. (2021). Effect of board composition on the corporate performance: The moderating role of corporate governance practices in Iraq. *Psychology and Education Journal*, 58(3), 2688-2706. <https://doi.org/10.17762/pae.v58i3.4341>.
- Aguiar, A. B., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(1), 545-568. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>.
- Alabdullah, T. T. Y. et al. (2018). Board features and capital structure in emerging markets. *Journal of Advanced Management Science*, 6(2). <https://doi.org/10.18178/joams.6.2.74-80>.
- Almeida, R. S., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2013). Composição do conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. *Revista de Administração da UNIMEP*, 11(1), 156-180. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=273726324003>.
- Andrade, L. P. et al. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Ram. Revista de administração Mackenzie*, 10, 4-31. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000400002>.
- Backes, N. A. et al. (2009). Indicadores contábeis mais apropriados para mensurar o desempenho financeiro das empresas listadas na BOVESPA. *Revista Eletrônica De Estratégia & Negócios*, 2(1), 117-135. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/29839/indicadores-contabeis-mais-apropriados-para-mensurar-o-desempenho-financeiro-das-empresas-listadas-na-bovespa>.
- Brennan, N. (2006) Boards of directors and firm performance: is there an expectations gap?. *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 577-593. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00534.x>.
- Aslam, E., Haron, R., & Tahir, M. N. (2019). How director remuneration impacts firm performance: An empirical analysis of executive director remuneration in Pakistan. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 186-196. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.01.003>.
- Beuren, I. M., Silva, M. Z., & Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. *Revista de Administração FACES Journal*, 13(2), 8 - 25. <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES2014V13N2ART1556>.
- Brandão, I. F. (2022). Análise da literatura empírica sobre a estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro. *RCC – Revista Contabilidade e Controladoria*, 14(1), 27 – 50. <https://doi.org/10.5380/rcc.v14i1.80646>
- CVM. (2009). Instrução CVM 480/2009., 7 <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=\inst\inst480.htm>.
- Cunha, V. L. M., & Martins, A. (2007). O conselho de administração e o desempenho das sociedades. *Contabilidade e Gestão*, 4, 67-92. [https://www.researchgate.net/publication/272157387\\_O\\_Conselho\\_de\\_Administracao\\_e\\_o\\_desempenho\\_das\\_sociedades](https://www.researchgate.net/publication/272157387_O_Conselho_de_Administracao_e_o_desempenho_das_sociedades).
- Cunha, A. S. L., & Martins, O. S. (2015). Reflexo das características do conselho de administração no endividamento de companhias abertas no Brasil. *Revista de Governança Corporativa*, 2(1). <https://doi.org/10.21434/lberoamericanJCG.v2i1.5>.
- Dah, M. A., & Frye, M. B. (2017). Is board compensation excessive? *Journal of Corporate Finance*, 45, 566-585. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.06.001>.
- Dani, A. C. et al. (2017). Características do conselho de administração e o desempenho empresarial das empresas listadas no novo mercado. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 29-47. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v7i1.2603>.
- Ermel, M. D. A., & Monte, P. A. (2018). Remuneração de executivos e desempenho empresarial: Evidências para o mercado brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, 16(3), 455-492. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2963481>.
- Fortunato, G., Funchal, B., & Motta, A. P. Da. (2012). Impacto dos investimentos no desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 13(4), 75-98. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712012000400004>.
- Freitas, M. R. O., Pereira, G. M., Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2020). Concentração acionária, conselho de administração, e remuneração de executivos. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, 60(5), 322 – 335. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020200503>
- Habib, A. et al. (2018). Political connections, financial reporting and auditing: Survey of the empirical literature. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31(1), 37-51. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2018.05.002>.
- Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *The Journal of Finance*, 58(6), 2351-2374. <https://www.jstor.org/stable/3648196>.
- Ho, C., Lai, G. C., & Lee, J. (2013). Organizational structure, board composition, and risk taking in the US property casualty insurance industry. *Journal of Risk and Insurance*, 80(1), 169-203. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2012.01464.x>.
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F.O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45(1), 57-82. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.02.002>.
- IBGC. (2023). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, 6. <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24640>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs 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).
- Jonsson, E. I. (2005). The role model of the board: A preliminary study of the roles of Icelandic boards. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 710-717.: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00462.x>.

- Krauter, E. (2013) Remuneração de executivos e desempenho financeiro: Um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 7(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v7i3.988>.
- Kor, Y. Y. (2006). Direct and interaction effects of top management team and board compositions on R&D investment strategy. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1081-1099. <https://doi.org/10.1002/smj.554>.
- Lee, S. P., & Isa, M. Directors' remuneration, governance and performance: the case of Malaysian banks. *Managerial Finance*, 41 (1), 26-44. <https://doi.org/10.1108/MF-08-2013-0222>.
- Lemma, T. T., Mlilo, M., & Gwatidzo, T. (2021). Board remuneration, directors ownership and corporate performance: The South African evidence. *Ownership and Governance of Companies*. Routledge, 261-281. <https://doi.org/10.1080/02692171.2020.1773654>.
- Matarazzo, D.C. (2008). *Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial*. (6). São Paulo: Atlas.
- Moura, G. D. et al. (2017). Influência da independência do conselho de administração no gerenciamento de resultados. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 20(3), 370-391. [https://doi.org/10.21714/1984-3925\\_2017v20n3a4](https://doi.org/10.21714/1984-3925_2017v20n3a4).
- Müller, V. (2014). Do corporate board compensation characteristics influence the financial performance of listed companies? *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 109, 983-988. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.575>.
- Oliveira, G. E., Clemente, A., & Espejo, M. M. D. S. B. (2012). Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 9(3), 72-95. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=123023629004>.
- Oliver, C. (2002). *Conselhos de Administração Que Geram Valor*. Editora Cultrix.
- Paiva, J. F. M., Oliveira, N. A., & Peixoto, F. M. (2015). A relação entre conselho de administração, desempenho, valor e risco no mercado brasileiro de ações. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 9(1), 25-44. <https://doi.org/10.17524/repec.v9i1.1168>.
- Pereira, M. T., & Barros, C. M. E. (2023). Influência da sobrecarga do conselho de administração no valor de mercado e desempenho de empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Enfoque: Reflexão Contábil*, 42(3), 146-167. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v42i3.57505>
- Raithatha, M., & Komera, S. (2016). Executive compensation and firm performance: Evidence from Indian firms. *IIMB Management Review*, 28(3), 160-169. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2016.07.002>.
- Ruparelia, R. V., & Njuguna, A. G. (2016). Relationship between board remuneration and financial performance in the Kenyan financial services industry. *Journal International of Financial Research*, 7(2), 247-255. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v7n2p247>.
- Silva, A. L. C., & Chien, A. C. Y. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Brazilian Review of Finance*, 11(4), 481-502. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v11n4.2013.7224>.
- Silva, E. D. S., Santos, J. F. D., & Almeida, M. A. (2011). Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 13, 440-453. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v13i41.835>.
- Silveira, A. D. M. D. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>
- Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43, 50-64. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902003000300005>.
- Song, S., Van Hoof, H. B., & Park, S. (2017). The impact of board composition on firm performance in the restaurant industry: A stewardship theory perspective. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-05-2016-0283>.
- Souza, J. D. M., Silva M. R. M., & Jesus L. V. (2020). Os impactos dos investimentos em ativos reais no desempenho de empresas brasileiras. *Contabilidade Vista & Revista*, 31(3), 6-25. <https://doi.org/10.22561/cvr.v31i2.4868>.
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. (6 ed.) São Paulo: Cengage Learning.
- Young, M. N. et al. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>
- Zoghliami, F. (2021). Does CEO compensation matter in boosting firm performance? Evidence from listed French firms. *Managerial and Decision Economics*, 42(1), 143-155. <https://doi.org/10.1002/mde.3219>

**CONTEXTUS**

REVISTA CONTEMPORÂNEA DE ECONOMIA E GESTÃO.

ISSN 1678-2089

ISSNe 2178-9258

1. Economia, Administração e Contabilidade – Periódico
2. Universidade Federal do Ceará. FEAAC – Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade

**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO,  
ATUÁRIA E CONTABILIDADE (FEAAC)**

Av. da Universidade – 2486, Benfica

CEP 60020-180, Fortaleza-CE

**DIRETORIA:** Carlos Adriano Santos Gomes Gordiano  
José Carlos Lázaro da Silva Filho

**Website:** [www.periodicos.ufc.br/contextus](http://www.periodicos.ufc.br/contextus)

**E-mail:** [revistacontextus@ufc.br](mailto:revistacontextus@ufc.br)



A Contextus assina a Declaração de São Francisco sobre a Avaliação de Pesquisas (DORA).



A Contextus é associada à Associação Brasileira de Editores Científicos (ABEC).



Esta obra está licenciada com uma licença Creative Commons Atribuição – Não Comercial 4.0 Internacional.

**EDITOR-CHEFE**

Diego de Queiroz Machado (UFC)

**EDITORES ADJUNTOS**

Márcia Zabdiele Moreira (UFC)

**SUORTE ADMINISTRATIVO E DE EDITORAÇÃO**

Heloísa de Paula Pessoa Rocha (UFC)

**EDITORES ASSOCIADOS**

Adriana Rodrigues Silva (IPSantarém, Portugal)  
Alessandra de Sá Mello da Costa (PUC-Rio)  
Allysson Alex Araújo (UFCA)  
Andrew Beheregarai Finger (UFAL)  
Armando dos Santos de Sousa Teodósio (PUC-MG)  
Brunno Fernandes da Silva Gaião (UEPB)  
Carlos Enrique Carrasco Gutierrez (UCB)  
Cláudio Bezerra Leopoldino (UFC)  
Dalton Chaves Vilela Júnior (UFAM)  
Elionor Farah Jreige Weffort (FECAP)  
Ellen Campos Sousa (Gardner-Webb, EUA)  
Gabriel Moreira Campos (UFES)  
Guilherme Jonas Costa da Silva (UFU)  
Henrique César Muzzio de Paiva Barroso (UFPE)  
Jorge de Souza Bispo (UFBA)  
Keysa Manuela Cunha de Mascena (UNIFOR)  
Manuel Anibal Silva Portugal Vasconcelos Ferreira (UNINOVE)  
Marcos Cohen (PUC-Rio)  
Marcos Ferreira Santos (La Sabana, Colômbia)  
Mariluce Paes-de-Souza (UNIR)  
Minelle Enéas da Silva (Universidade de Manitoba, Canadá)  
Pedro Jácome de Moura Jr. (UFPB)  
Rafael Fernandes de Mesquita (IFPI)  
Rosimeire Pimentel (UFES)  
Sonia Maria da Silva Gomes (UFBA)  
Susana Jorge (UC, Portugal)  
Thiago Henrique Moreira Goes (UFPR)

**CONSELHO EDITORIAL**

Ana Sílvia Rocha Ipiranga (UECE)  
Conceição de Maria Pinheiro Barros (UFC)  
Danielle Augusto Peres (UFC)  
Diego de Queiroz Machado (UFC)  
Editinete André da Rocha Garcia (UFC)  
Emerson Luís Lemos Marinho (UFC)  
Eveline Barbosa Silva Carvalho (UFC)  
Fátima Regina Ney Matos (ISMT)  
Mario Henrique Ogasavara (ESPM)  
Paulo Rogério Faustino Matos (UFC)  
Rodrigo Bandeira-de-Mello (FGV-EAESP)  
Vasco Almeida (ISMT)

**CORPO EDITORIAL CIENTÍFICO**

Alexandre Reis Graeml (UTFPR)  
Augusto Cezar de Aquino Cabral (UFC)  
Denise Del Pra Netto Machado (FURB)  
Ednilson Bernardes (Georgia Southern University)  
Ely Laureano Paiva (FGV-EAESP)  
Eugenio Ávila Pedrozo (UFRGS)  
Francisco José da Costa (UFPB)  
Isak Kruglianskas (FEA-USP)  
José Antônio Puppim de Oliveira (UCL)  
José Carlos Barbieri (FGV-EAESP)  
José Carlos Lázaro da Silva Filho (UFC)  
José Célio de Andrade (UFBA)  
Luciana Marques Vieira (UNISINOS)  
Luciano Barin-Cruz (HEC Montréal)  
Luis Carlos Di Serio (FGV-EAESP)  
Marcelle Colares Oliveira (UFC)  
Maria Ceci Araujo Miscosky (UFRGS)  
Mônica Cavalcanti Sá Abreu (UFC)  
Mozar José de Brito (UFL)  
Renata Giovinnazzo Spers (FEA-USP)  
Sandra Maria dos Santos (UFC)  
Walter Bataglia (MACKENZIE)