

## **Remuneração dos executivos e o efeito no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras listadas na B3**

### **Executive compensation and its effect on the economic and financial performance of brazilian companies listed on B3**

(Ana Lúcia Alves Feitosa Rodrigues – analuciaalvesfeitosa@gmail.com)

(William Brasil Rodrigues Sobrinho - Instituto Federal do Tocantins – william@ifto.edu.br)

#### **Resumo**

Políticas salariais inadequadas podem criar distorções nos incentivos executivos que, em última análise, impedem o desempenho econômico-financeiro das empresas. Com uma amostra formada com dados da estrutura da remuneração dos executivos de 84 empresas brasileiras listadas na B3, este estudo analisou a influência do efeito da remuneração dos executivos no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras listadas na B3 no período 2019-2022. Os resultados, obtidos por meio de modelos de regressões múltiplas, indicam que a proporção da remuneração variável impacta positivamente o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Por outro lado, os resultados não identificaram que a remuneração é associada com as outras métricas utilizadas no trabalho, tais como o Retorno sobre o Ativo (ROA) e a Margem Líquida (ML). Estas métricas podem ser menos diretamente afetadas pela remuneração variável devido à sua natureza mais operacional.

**Palavras-chaves:** Remuneração Executiva; Desempenho Econômico-Financeiro; Governança Corporativa.

#### **Abstract**

*Inadequate pay policies can create distortions in executive incentives that ultimately hinder the firm performance of companies. Using a sample formed with data on the executive compensation structure of 84 brazilian companies listed on B3, this study analyzed the influence of the effect of executive compensation on the economic and financial performance of Brazilian companies listed on B3 in the period 2019-2022. The results, obtained through multiple regression, indicate that the proportion of variable compensation positively influences Return on Equity (ROE). On the other hand, the results did not identify that compensation is associated with other metrics used in the study, such as Return on Assets and Profit Margin. These metrics may be less directly affected by variable compensation due to their more operational characteristic.*

**Keywords:** Executive Compensation; Firm Performance; Corporate Governance.

*Recebido em 20/03/2025*

*Revisado em 27/09/2025*

*Aceito em 02/12/2025*



## 1. Introdução

A remuneração dos executivos destaca-se como um dos tópicos mais centrais e controversos no campo de estudo das finanças e da governança. Em um cenário global marcado por crescente volatilidade econômica e uma maior demanda por transparência e responsabilidade social, os pacotes de remuneração dos executivos estão sob intensa inspeção de investidores, reguladores e da sociedade. Longe de ser apenas uma questão de alocação de recursos, a forma como os executivos são remunerados é vista como um reflexo direto da estrutura de poder e dos mecanismos de governança de uma companhia. Essa relação complexa tem suscitado interesse tanto acadêmico quanto do mercado financeiro, dada sua importância para a economia como um todo (Murphy, 1999).

A interação entre práticas de remuneração executiva e estratégias de governança corporativa apresenta desafios significativos, sobretudo ao considerar as variações de setor e tamanho das empresas. Autores como Kaplan e Norton (2001) ressaltam a importância de uma abordagem integrada na análise desses elementos para o aprimoramento das políticas de governança corporativa.

A relação entre remuneração dos executivos, governança corporativa e desempenho empresarial é um campo de pesquisa em constante evolução. Estudos sugerem que a transparência na gestão e no mercado de capitais desempenha um papel fundamental, impulsionando a adoção de mecanismos que aumentem a visibilidade e reduzam assimetrias informacionais (Barbosa Filho et al., 2009). A governança corporativa surge como uma resposta aos desafios do "conflito de agência", buscando conciliar os interesses dos acionistas com a gestão eficaz das empresas (IBGC, 2023).

No contexto brasileiro, a relação entre remuneração e desempenho se mostra particularmente complexa, e os resultados das pesquisas ainda não são um consenso. Enquanto alguns estudos encontram uma relação positiva entre remuneração e performance, outros apresentam evidências contraditórias ou não significativas. Por exemplo, Silva e Chien (2013), utilizando uma robusta metodologia para controlar problemas de endogeneidade, não encontraram uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração executiva e o valor ou desempenho das empresas brasileiras no período de 2002 a 2009. Já Beuren, Mazzioni e Silva (2014) apontaram uma correlação positiva com indicadores de mercado, mas negativa com o tamanho da empresa, contrariando algumas expectativas teóricas. Aguiar e Pimentel (2017) adicionam outra camada de complexidade ao sugerir a existência de uma relação bidirecional, na qual não apenas a remuneração afeta o desempenho futuro, mas o desempenho passado também influencia a remuneração atual. Fatores estruturais do mercado brasileiro, como a alta concentração acionária e as particularidades de empresas familiares, também se mostram relevantes para entender essa dinâmica. Dada a relevância deste tema, este estudo propõe analisar a influência da remuneração dos executivos no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras listadas na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão no período 2019-2022.

Esta pesquisa torna-se relevante em função dos indicadores que demonstram a dinâmica do ambiente de negócios brasileiro entre os anos de 2019 a 2022. Em particular, o estudo parte do pressuposto que, desde os anos 2000, tem havido uma atenção crescente à qualidade da gestão e à governança corporativa, chamando a atenção para a remuneração dos executivos



como um dos principais determinantes do desempenho econômico e da estabilidade financeira das empresas listadas na B3.

As políticas de remuneração dos executivos, bem como as medidas de governança corporativa, criam alguns problemas consideráveis, principalmente devido às diferentes dimensões da indústria e das empresas. Quando os executivos têm remunerações tão sobrevalorizadas, muitos problemas com a estrutura de remuneração podem ser derivados, desde aqueles que se preocupam com a equidade e a transparência até aos possíveis efeitos no desempenho das organizações. A literatura sugere que políticas salariais inadequadas podem criar distorções nos incentivos executivos que, em última análise, prejudicam o desempenho financeiro das empresas (Bebchuk & Fried, 2003).

Segundo Fama (1980), a remuneração dos executivos não é apenas uma questão econômica, mas também social e ética, uma vez que se refere à distribuição de recursos e ao incentivo nas organizações. Além disso, um sistema de remuneração pouco claro ou inconsistente pode afetar a atitude e a moral dos funcionários, desmotivando-os e diminuindo, assim, a produtividade da empresa em geral (Jensen & Murphy, 1990).

Valendo-se da amostra de 84 empresas, este estudo revela que a proporção de remuneração variável exerce um impacto positivo sobre o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE). No entanto, não foi identificada uma associação significativa entre a remuneração e as métricas Retorno sobre o Ativo (ROA) e Margem Líquida (ML).

Este artigo está organizado da seguinte forma: inicialmente, apresenta-se a introdução. Em seguida, é realizada uma revisão sucinta da literatura, com foco na remuneração de executivos e sua relação com o desempenho econômico e financeiro. Posteriormente, são descritos os métodos de pesquisa, enfatizando as análises estatísticas e quantitativas realizadas por meio de modelos de regressão. Na sequência, são apresentados os resultados obtidos e, por fim, as considerações finais.

## **2. Revisão da literatura**

### **2.1. Remuneração dos executivos**

A remuneração executiva desempenha um papel crucial no alinhamento de interesses entre acionistas, conselhos de administração e executivos, buscando incentivar comportamentos que maximizem o retorno aos acionistas e reduzam os custos de agência (Bebchuk & Fried, 2003). Os pacotes de remuneração executiva consistem em diversos componentes, sendo os mais comuns: salários, bônus, opções de ações, ações restritas, planos de incentivo de longo prazo e benefícios. Cada componente visa proporcionar incentivos alinhados com os objetivos estratégicos da empresa, equilibrando o interesse de recompensar o desempenho individual e promover o crescimento organizacional (Balsam, 2002; Giroux, 2015).

A análise temporal dos pacotes de remuneração destaca mudanças significativas ao longo do tempo. Estudos indicam que, nos Estados Unidos, houve uma transição notável de opções de ações para ações restritas, enquanto no Brasil a participação de opções de ações é destacada (Canyon, 2014; Rissatti et al., 2022). Essas mudanças refletem adaptações às dinâmicas do mercado e às práticas de governança corporativa.

A forma como os executivos são remunerados pode refletir e influenciar a qualidade da governança corporativa (Beuren et al., 2014; Silva & Chien, 2013). Goergen e Renneboog



(2011) argumentam que a estrutura de remuneração deve alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas, evitando conflitos de agência e potencializando o desempenho da empresa. A estrutura de remuneração dos executivos e membros do conselho é um indicador chave das práticas de governança de uma empresa. Variações na remuneração podem refletir a complexidade e os desafios específicos enfrentados pelas organizações. Em setores com regulamentações mais rígidas, como o financeiro ou o de energia, as práticas de remuneração podem ser estruturadas para atrair talentos capazes de navegar por esses ambientes complexos, refletindo uma ênfase na conformidade e na gestão de riscos. Estruturas de remuneração que incluem componentes variáveis baseados no desempenho podem indicar uma tentativa de alinhar os interesses dos executivos com os objetivos de longo prazo da empresa, uma prática comum em governança corporativa focada em sustentabilidade e crescimento de longo prazo.

A relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas é complexa. Por um lado, estruturas de remuneração bem projetadas podem alinhar os interesses dos executivos com os objetivos de longo prazo da empresa e de seus acionistas. Por outro, podem surgir preocupações sobre a equidade e a adequação da remuneração, especialmente em cenários onde o desempenho empresarial não atende às expectativas (Conyon, 2014; Rissatti et al., 2019). Portanto, ainda não está claro se o nível de remuneração realmente funciona como um mecanismo eficaz para motivar os executivos a buscar um desempenho superior no contexto brasileiro.

De acordo com os estudos de Beuren et al. (2014) e Goergen e Renneboog (2011), a remuneração dos executivos (incluindo salário-base e bônus) está positivamente correlacionada com o desempenho financeiro. A governança corporativa busca estabelecer boas práticas gerenciais para garantir que as decisões dos gestores maximizem o desempenho das organizações e atenuem conflitos de interesses entre administradores e proprietários. Mecanismos de governança, como proteção dos acionistas, são fundamentais para alinhar os objetivos de ambas as partes. A remuneração dos executivos desempenha, assim, um papel relevante na motivação para a tomada de decisões que buscam a maximização do desempenho financeiro das organizações.

A estrutura de remuneração pode refletir a busca por profissionais com competências específicas, enquanto uma alta variação nas remunerações pode sinalizar abordagens divergentes na valorização da expertise dos gestores. A estrutura de remuneração pode estar relacionada ao desempenho geral da empresa ou ainda alinhada com os objetivos de longo prazo da empresa e com a geração de valor para os acionistas (Jensen & Meckling, 1976).

A Teoria da Agência, conforme formulada por Jensen e Meckling (1976), discute os conflitos que emergem quando os interesses dos executivos (agentes) não estão perfeitamente alinhados com os interesses dos acionistas (principais). A teoria postula que, quando os executivos possuem autonomia decisória, pode haver uma propensão a favorecer objetivos pessoais, como aumentos salariais ou bonificações, em vez de maximizar o valor da empresa para os acionistas (Fama, 1980; Bebchuk & Fried, 2003). Para mitigar tais conflitos, são essenciais mecanismos eficazes de governança, como contratos de remuneração atrelados ao desempenho e maior transparência nas práticas de gestão.

Essa separação de interesses pode ser explorada pelo agente em detrimento dos objetivos definidos pelo principal, especialmente quando a relação entre ambos é influenciada por fatores externos e contextuais. Nesse cenário, a Teoria da Agência propõe uma perspectiva construtiva



para a questão da compensação dos executivos, sugerindo que a remuneração deve estar intimamente ligada ao desempenho financeiro da empresa. Isso asseguraria um melhor alinhamento entre os gestores e os interesses dos acionistas (Pereira & Esperança, 2015).

No Brasil, assim como em muitos outros países, a remuneração dos executivos tem aumentado significativamente nas últimas décadas. Esse aumento é frequentemente justificado pela complexidade e responsabilidade associadas ao cargo de executivo. No entanto, essa tendência levanta questões sobre a equidade e a ética da remuneração dos executivos, especialmente quando comparada à remuneração média dos funcionários. Embora a necessidade de atrair e reter talentos seja citada como uma justificativa para a alta remuneração, é importante questionar se essa estratégia é eficaz e justa (Pereira et al., 2016).

Contudo, ao compararmos o Brasil com mercados mais desenvolvidos, como os Estados Unidos e o Reino Unido, observa-se que a estrutura de remuneração nesses mercados tende a ser mais sofisticada e estreitamente vinculada ao desempenho. Nos Estados Unidos, por exemplo, é comum o uso de ações restritas e bônus de longo prazo como componentes da remuneração, enquanto no Brasil, a remuneração variável é geralmente mais simples e menos diversificada (Canyon, 2014; Rissatti et al., 2022). Esses contrastes destacam a necessidade de adaptar as melhores práticas de governança corporativa internacional ao contexto brasileiro, considerando suas particularidades e desafios.

Por fim, um sistema de remuneração baseado no desempenho das empresas deve aumentar a probabilidade de altos resultados corporativos. Além disso, quando os executivos recebem uma remuneração adequada, são incentivados a trabalhar mais e contribuir mais para o aumento do desempenho financeiro das empresas (Matias & Farago, 2021).

## 2.2. Governança e Desempenho das Empresas

A governança corporativa é um conceito que ganhou destaque nas últimas décadas, tornando-se um elemento crucial para o funcionamento eficiente e ético de uma empresa. Ela se refere ao sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas, englobando práticas e diretrizes que visam alinhar os interesses dos gestores e acionistas, minimizando riscos e maximizando a eficiência organizacional (Almeida et al., 2018).

Desde o surgimento das primeiras teorias, como a de Berle e Means (1932), observa-se uma mudança na relação entre propriedade e controle dentro das corporações. A governança corporativa tem se transformado significativamente ao longo dos anos. As práticas de governança têm se adaptado às novas necessidades do ambiente de negócios, como o avanço tecnológico e as demandas por maior transparência (Dutra & Saito, 2002).

A relação entre governança corporativa e desempenho é bem documentada. Empresas com práticas sólidas de governança tendem a apresentar indicadores de desempenho econômico mais robustos (Lima et al., 2015). Uma análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas brasileiras confirma que aquelas com boas práticas de governança exibem resultados superiores (Macedo & Corrar, 2012).

A governança corporativa desempenha um papel relevante no desempenho empresarial. Práticas robustas de governança, que incluem transparência e responsabilidade, tendem a resultar em um desempenho empresarial superior (Lima et al., 2015; Melo et al., 2013). A estrutura e a composição dos conselhos de administração também têm uma influência direta no desempenho das empresas (Dutra & Saito, 2002; Leal et al., 2002).



A implementação de políticas robustas de governança não apenas mitiga riscos associados ao negócio, mas também aumenta o retorno para os acionistas e outros *stakeholders*. Estes aspectos sublinham a importância de uma gestão eficaz e de práticas de governança como pilares essenciais para o sucesso empresarial no ambiente corporativo moderno.

No contexto empresarial brasileiro, a governança corporativa demonstra sua relevância especialmente na adesão aos níveis diferenciados de governança da Bolsa de Valores, que pode impactar significativamente o risco e, conseqüentemente, o desempenho das empresas (Antonelli et al., 2019). Estudos como o de Pereira e Martins (2015) enfatizam a relação direta entre o rating de crédito e as práticas de boa governança.

A estrutura de governança corporativa das empresas é um fator essencial que também pode afetar os resultados econômicos e financeiros. A presença de executivos no conselho de administração é um tema de debate contínuo. Enquanto alguns argumentam que essa prática pode promover um maior alinhamento entre a gestão executiva e a governança corporativa, outros preocupam-se com a possibilidade de conflitos de interesse e a falta de supervisão independente. A decisão de incluir os executivos no conselho muitas vezes reflete a cultura corporativa e o estilo de gestão da empresa (Rissatti et al., 2022).

O debate contínuo sobre a presença de executivos no conselho de administração é um aspecto crítico da governança corporativa, sujeito a intensa análise. A independência dos membros do conselho, conforme ressaltado por Leal et al. (2002), é vital para garantir que as decisões sejam tomadas com o melhor interesse dos *stakeholders*.

O campo de governança corporativa tem chamado cada vez mais a atenção dos estudiosos em administração e finanças, especialmente no contexto brasileiro onde empresas buscam aprimorar seus mecanismos internos para atrair investidores e melhorar a eficiência operacional. Nesse cenário, a remuneração dos executivos se torna um aspecto crítico para avaliar o alinhamento dos interesses entre gestores e acionistas (Goergen & Renneboog, 2011). Modelos de remuneração bem estruturados para executivos são um elemento-chave para o desempenho empresarial, conforme analisado por Goergen e Renneboog (2011) e Silva e Chien (2013).

Ademais, o impacto da remuneração executiva no desempenho econômico-financeiro das empresas é uma área de pesquisa que vem ganhando relevância. O arranjo de incentivos pode influenciar decisivamente no comportamento dos executivos e, por consequência, nos resultados das empresas (Beuren et al., 2014, 2020). Estudos mostram que empresas com boas práticas de governança corporativa tendem a apresentar melhor desempenho financeiro, o que torna crucial a investigação da relação entre remuneração dos executivos e desempenho empresarial no contexto brasileiro (Almeida et al., 2018; Lima et al., 2015).

O desempenho financeiro da organização está intrinsecamente ligado aos executivos, pois há uma influência mútua. A remuneração executiva pode impactar o desempenho da organização, e este, por sua vez, pode ser um fator determinante na definição da remuneração. Assim, as informações financeiras divulgadas aos investidores são essenciais para a tomada de decisões de investimento no mercado de ações e visam maximizar os lucros das organizações (Freitas et al., 2020; Pereira & Esperança, 2015).

Com base nos achados da literatura revisada, que sugerem uma relação complexa e frequentemente positiva entre incentivos e performance, formulam-se as seguintes hipóteses:



- **H1a:** A proporção da remuneração variável dos executivos está positivamente associada ao ROE.
- **H1b:** A proporção da remuneração variável dos executivos está positivamente associada ao ROA.
- **H1c:** A proporção da remuneração variável dos executivos está positivamente associada à ML.

Planos de remuneração, especialmente aqueles com componentes variáveis, alinham os interesses dos gestores aos dos acionistas, incentivando-os a tomar decisões que melhorem a performance da firma. Estudos como os de Beuren et al. (2014) e Aguiar e Pimentel (2017) encontraram evidências de uma relação positiva no Brasil, embora não de forma unânime.

### 3. Metodologia

#### 3.1. Seleção da amostra

A metodologia adotada para a coleta de dados neste estudo envolve uma análise da estrutura de remuneração do Conselho de Administração e dos cargos de direção das empresas listadas na B3. Foram utilizadas duas principais fontes de informação: os formulários de referência (FR) disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e os dados fiscais e financeiros das empresas, acessíveis no portal de dados da CVM.

Os formulários de referência contêm informações detalhadas sobre a estrutura de governança, incluindo as políticas de remuneração dos membros do Conselho de Administração e dos diretores das empresas. Esses documentos, disponibilizados anualmente pelas próprias empresas, são obrigatórios para as companhias listadas na Bolsa de Valores brasileira.

A amostra deste estudo incluiu empresas selecionadas da B3 que divulgaram informações sobre os salários de seus executivos. A seleção das empresas excluiu os setores financeiros e regulamentados, para evitar distorções decorrentes de influências regulatórias, em conformidade com as diretrizes de Antonelli et al. (2019). Além disso, foram retiradas as empresas com Patrimônio Líquido negativo e aquelas sem informações disponíveis para o cálculo das variáveis ao longo de todo o período analisado (2019 a 2022).

Para o tratamento de valores atípicos (*outliers*), empregou-se a técnica de winsorização a 2% para as variáveis numéricas da pesquisa, como alternativa à exclusão de observações. Esta abordagem foi adotada com o objetivo de preservar a integridade da amostra, evitando a redução do poder estatístico dos modelos.

A decisão fundamenta-se na própria característica dos dados financeiros, que frequentemente incorporam valores extremos resultantes de eventos não recorrentes como, por exemplo, a venda de um ativo de grande vulto. Uma vez que valores discrepantes podem influenciar significativamente os coeficientes de modelos de regressão, a winsorização permite uma análise mais robusta e fidedigna à tendência central dos dados, sem a necessidade de descartar observações. Como resultado, a amostra final foi composta por 84 empresas, gerando um total de 265 observações.



### 3.2. Definição do Modelo

A Tabela 1, a seguir, apresenta a construção do modelo teórico a ser estimado por meio de regressões. Além da variável de interesse no presente estudo, o modelo apresenta outras variáveis para melhoria da sua especificação.

**Tabela 1.** Construção do Modelo

Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes		
	Variáveis de Interesse	Variáveis de Controle	
		Características da Empresa	Governança
- Retorno sobre Ativo; - Retorno sobre o PL; - Margem Líquida	- Proporção da remuneração variável dos executivos	- Tamanho da Empresa - Endividamento - Crescimento das Receitas	- Tamanho do Conselho de Administração - Independência do Conselho de Administração - Conselho Fiscal - Segmento de Governança da Bolsa

Fonte: Elaborado pelos autores (2025).

Para identificar o efeito da remuneração variável dos executivos no desempenho das empresas, serão estimados modelos de regressão múltipla pelo método de mínimos quadrados ordinários – MQO. Para mitigar eventuais problemas de heterocedasticidade, todos os modelos foram estimados adotando-se procedimentos robustos em relação à heterocedasticidade por meio da correção da variância e erros-padrão consistentes de White (erros-padrão robustos) (Gujarati, 2006; Wooldridge, 2012).

Partindo do trabalho de Santos e Silva (2019) foram elaborados os seguintes modelos de regressão, nos quais foram adicionadas variáveis de controle e de governança corporativa.

$$(1) \quad ROA = \alpha_i + \beta_2 RMVARTOTAL + \beta_3 TAM + \beta_4 END + \beta_5 CRESRL + \beta_6 CONFISCAL + \beta_7 BOARD + \beta_8 BOARDCEO + \beta_9 BOARDINDEP + \beta_{10} LISTAGEM + \varepsilon$$

$$(2) \quad ROE = \alpha_i + \beta_2 RMVARTOTAL + \beta_3 TAM + \beta_4 END + \beta_5 CRESRL + \beta_6 CONFISCAL + \beta_7 BOARD + \beta_8 BOARDCEO + \beta_9 BOARDINDEP + \beta_{10} LISTAGEM + \varepsilon$$

$$(3) \quad ML = \alpha_i + \beta_2 RMVARTOTAL + \beta_3 TAM + \beta_4 END + \beta_5 CRESRL + \beta_6 CONFISCAL + \beta_7 BOARD + \beta_8 BOARDCEO + \beta_9 BOARDINDEP + \beta_{10} LISTAGEM + \varepsilon$$

Em que:

$RMVARTOTAL$  = remuneração variável dividida pela remuneração total;

$ROA$  = retorno sobre o ativo (lucro líquido/ativo total);

$ROE$  = retorno sobre o patrimônio líquido (lucro líquido/patrimônio líquido);

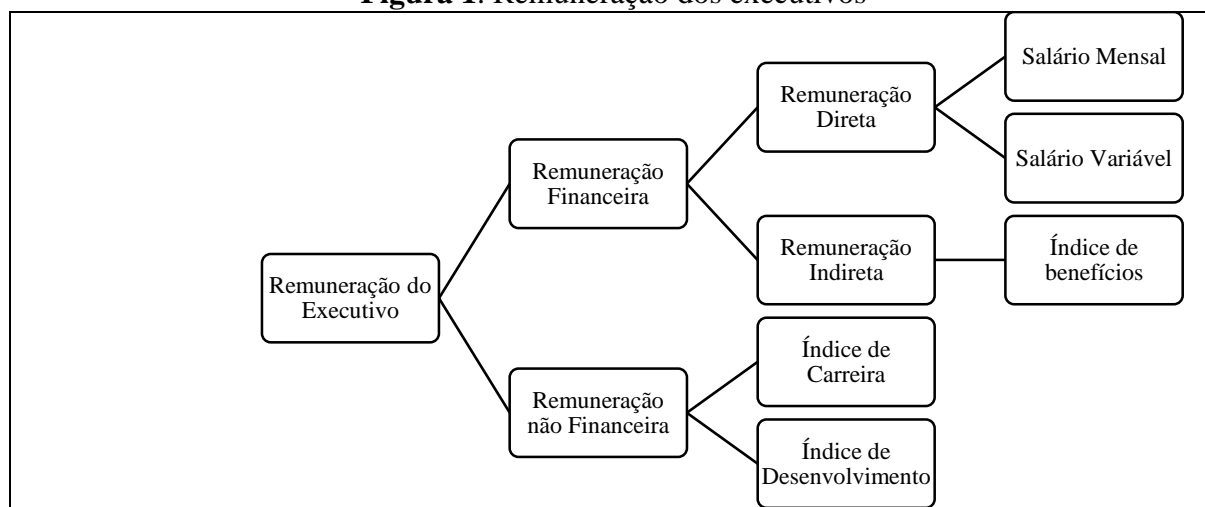


- ML* = margem líquida (lucro líquido/receita de vendas);  
*TAM* = logaritmo natural do ativo total;  
*END* = endividamento avaliado pela razão entre dívida de curto e longo prazo sobre o ativo total;  
*CRESRL* = crescimento da receita  $((receita_t - receita_{t-1}) \div receita_{t-1})$   
*CONFISCAL* = *dummy*, assume 1 se a empresa possui conselho fiscal (permanente ou temporário);  
*BOARD* = tamanho do conselho de administração da empresa;  
*BOARDCEO* = *dummy*, assume valor igual a 1 se o presidente do conselho de administração e o presidente da empresa forem a mesma pessoa;  
*BOARDINDEP* = membros independentes no conselho de administração;  
*LISTAGEM* = *dummy*, assume valor igual a 1 se a empresa é listada no Novo Mercado ou Nível 2 da B3.

### 3.3. Definição das Variáveis

A remuneração do executivo é geralmente composta por várias partes, como salário-base, bônus de curto prazo, incentivos de longo prazo, benefícios, indenizações, contribuições para planos de pensão e despesas de realocação. A Figura 1 ilustra como é geralmente distribuída a remuneração do executivo.

**Figura 1.** Remuneração dos executivos



Fonte: Krauter (2013).

O salário-base é o salário fixo que o executivo recebe independentemente do desempenho da empresa. O bônus de curto prazo é geralmente vinculado ao desempenho individual do executivo e/ou ao desempenho da empresa em um determinado ano fiscal. Os incentivos de longo prazo podem incluir opções de ações, ações restritas, planos de ações de



desempenho, entre outros. Eles são projetados para alinhar os interesses do executivo com os dos acionistas.

Os benefícios podem incluir seguro saúde, plano de aposentadoria, carro da empresa, entre outros. As indenizações são pagas quando o executivo deixa a empresa e podem incluir cláusulas de não concorrência e de não solicitação de pagamento, etc. Outros componentes da remuneração do executivo podem incluir contribuições para planos de pensão e despesas de realocação, entre outros.

As variáveis que representam o desempenho econômico-financeiro, aspectos de governança corporativa e de controle, bem como os estudos anteriores que utilizaram estas variáveis como métricas, são apresentados na Tabela 2.

**Tabela 2.** Composição das Variáveis

Aspecto	Métrica	Estudos Anteriores
<b>Desempenho econômico-financeiro</b>	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	(Braga et al., 2004; Gong et al., 2011; Santos & Silva, 2019)
	Retorno sobre o Ativo (ROA)	(Braga et al., 2004; Conyon et al., 2001; Santos & Silva, 2019)
	Margem de Lucro Líquido (ML)	(Salancik & Pfeffer, 1980; Santos & Silva, 2019)
<b>Governança Corporativa</b>	Total de membros no Conselho de Administração.	(Fraga & Silva, 2012)
	Membros Independentes no Conselho de Administração	(Fraga & Silva, 2012; Pereira et al., 2016)
	Conselho Fiscal	(Dutra & Saito, 2002)
	Listagem	(Aguiar & Pimentel, 2017; Silva & Chien, 2013)
<b>Características da Empresa</b>	Tamanho da Empresa	(Aguiar & Pimentel, 2017; Lima et al., 2015; Silva & Chien, 2013)
	Endividamento Geral	(Dutra & Saito, 2002; Silva & Chien, 2013)
	Crescimento da Receita	(Reis et al., 2017)

Fonte: Elaborado pelos autores (2025).

A variável de interesse em relação à remuneração dos executivos foi definida como o total da remuneração variável dividida pelo total da remuneração. Dessa forma busca-se captar como a política de remuneração associada ao desempenho do executivo está relacionada com o desempenho das empresas. Dentre os estudos anteriores que já utilizaram esta métrica, destacam-se os de Gomez-Mejia et al. (2003) e Krauter (2013).

## 4. Análise dos resultados

### 4.1. Estatística descritiva

A Tabela 3 exibe a estatística descritiva das variáveis empregadas na análise do impacto da remuneração dos executivos no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras listadas na B3. As variáveis analisadas abrangem medidas de desempenho financeiro, estrutura de capital, governança corporativa e características das empresas.

A variável RMVARTOTAL apresenta uma média de 0,47. Isso indica que, em média, 47% da remuneração total dos executivos é composta por remuneração variável. Este percentual



sugere que uma parcela significativa da remuneração dos executivos está vinculada ao desempenho, potencialmente incentivando a busca por melhores resultados empresariais. Gomez-Mejia et al. (2003) e Krauter (2013) enfatizam a relevância dos componentes variáveis da remuneração como instrumentos para alinhar os interesses dos executivos com os dos acionistas, em conformidade com os pressupostos da teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976).

**Tabela 3.** Estatística Descritiva

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Vlr. Mínimo	Vlr. Máximo
<i>ROE</i>	265	0,069	0,280	-0,734	0,738
<i>ROA</i>	265	0,037	0,077	-0,134	0,213
<i>ML</i>	265	0,030	0,192	-0,589	0,285
<i>RMVARTOTAL</i>	265	0,472	0,287	0,000	1,000
<i>TAM</i>	265	3,095	0,071	2,936	3,214
<i>END</i>	265	0,579	0,214	0,116	0,923
<i>CRESRL</i>	265	0,343	0,787	-0,940	6,370
<i>CONFISCAL</i>	265	0,630	0,484	0,000	1,000
<i>BOARD</i>	265	7,470	2,911	3,000	18,000
<i>BOARD_CEO</i>	265	0,109	0,313	0,000	1,000
<i>BOARD_INDEP</i>	265	2,385	1,982	0,000	10,000
<i>LISTAGEM</i>	265	0,751	0,433	0,000	1,000

Obs.: ROE = retorno sobre o patrimônio líquido; ROA = retorno sobre o ativo; ML = Margem Líquida; RMVARTOTAL = remuneração variável dividida pela remuneração total; TAM = logaritmo natural do ativo total; END = endividamento avaliado pela razão dívida de curto e longo prazo sobre o ativo total; CRESRL = crescimento da receita; CONFISCAL = *dummy*, assume 1 se a empresa possui conselho fiscal (permanente ou temporário); BOARD = tamanho do conselho de administração da empresa; BOARDCEO = *dummy*, assume valor igual a 1 se o presidente do conselho de administração e o presidente da empresa forem a mesma pessoa; BOARDINDEP = membros independentes no conselho de administração; LISTAGEM = *dummy*, assume valor igual a 1 se a empresa é listada no Novo Mercado ou Nível 2 da B3.

Fonte: Elaborado pelos autores (2025).

O ROA apresenta uma média de 0,037, evidenciando que, em média, as empresas geram um retorno positivo sobre seus ativos. No entanto, o desvio padrão de 0,077, juntamente com a ampla faixa de valores que varia de -0,134 a 0,213, indica uma considerável variabilidade no desempenho das empresas.

O ROE revela uma média de 0,069, porém apresenta um desvio padrão de 0,28, refletindo uma dispersão nos dados, com valores negativos e positivos. Por conseguinte, o endividamento (END) médio das empresas é de 0,58, com um desvio padrão de 0,21, sugerindo variações moderadas nos níveis de endividamento. Esse fator pode impactar a capacidade de proporcionar uma remuneração variável substancial, pois empresas com maior nível de endividamento tendem a ter menos flexibilidade financeira, o que afeta os mecanismos de incentivo para os executivos (Beuren et. al., 2020).

O crescimento da receita (CRESRL) apresenta uma média de 0,343, com um desvio padrão de 0,79, indicando uma ampla variação nas taxas de crescimento entre as empresas.



Empresas que apresentam maior crescimento de receita tendem a estar em uma posição mais vantajosa para oferecer remuneração variável (Aguiar & Pimentel, 2017).

As variáveis associadas à governança corporativa, como o tamanho do conselho de administração (BOARD) e o número de membros independentes no conselho (BOARDINDEP), apresentam médias de 7 e 2 membros, respectivamente, embora existam variações consideráveis entre as empresas. Diferentes estruturas de governança podem influenciar a forma como as empresas adotam suas políticas de remuneração, afetando, assim, seu desempenho financeiro (Goergen & Renneboog, 2011).

Finalmente, a listagem no Novo Mercado ou Nível 2 da B3 (LISTAGEM) tem uma média de 0,75, indicando que a maioria das empresas está listada nesses segmentos. Empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 geralmente seguem práticas de governança mais rigorosas, o que pode levar a um melhor desempenho financeiro e a uma remuneração executiva mais alinhada com os interesses dos acionistas.

#### 4.2. Análise de correlação entre as variáveis

A tabela 4 apresenta a correlação de Pearson entre as variáveis presentes no estudo. Entre as correlações significativas, a relação entre o ROE e o ROA é alta e significativa (0,864). As métricas de desempenho financeiro frequentemente se inter-relacionam, dado seu foco comum em lucros e retornos (Jensen & Murphy, 1990).

**Tabela 4.** Correlação de Pearson entre as Variáveis

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) ROE	1.000										
(2) ROA	0.864**	1.000									
(3) ML	0.401**	0.492**	1.000								
(4) RMVARTOTAL	0.083	0.041	0.068	1.000							
(5) TAM	0.091	0.136*	0.252**	0.416**	1.000						
(6) END	-0.089	-0.19**	-0.021	0.206**	0.292**	1.000					
(7) CRESRL	0.075	-0.052	-0.093	-0.047	-0.23**	-0.015	1.000				
(8) CONFISCAL	0.252**	0.357**	0.251**	-0.045	0.299**	0.032	-0.166**	1.000			
(9) BOARD	-0.115	-0.108	0.056	0.078	0.359**	0.178**	-0.105	0.096	1.000		
(10) BOARDCEO	0.019	-0.007	0.041	-0.009	-0.010	-0.085	-0.043	0.043	-0.015	1.000	
(11) BOARDINDEP	-0.075	-0.112	-0.002	0.255**	0.346**	0.176**	-0.077	0.117	0.297**	0.054	1.000
(12) LISTAGEM	-0.041	0.050	0.188**	0.307**	0.465**	0.118	-0.17**	0.011	0.090	-0.106	0.311**

Obs.: \*\*  $p < 0.01$ , \*  $p < 0.05$ . ROA = retorno sobre o ativo; ROE = retorno sobre o patrimônio líquido; ML = Margem Líquida; RMVARTOTAL = remuneração variável dividida pela remuneração total; TAM = logaritmo natural do ativo total; END = endividamento avaliado pela razão dívida de curto e longo prazo sobre o ativo total; CRESRL = crescimento da receita; CONFISCAL = *dummy*, assume 1 se a empresa possui conselho fiscal (permanente ou temporário); BOARD = tamanho do conselho de administração da empresa; BOARDCEO = *dummy*, assume valor igual a 1 se o presidente do conselho de administração e o presidente da empresa forem a mesma pessoa; BOARDINDEP = membros independentes no conselho de administração; LISTAGEM = *dummy*, assume valor igual a 1 se a empresa é listada no Novo Mercado ou Nível 2 da B3.

Fonte: Elaborado pelos autores (2025).



A variável TAM apresenta correlação positiva e significativa com as variáveis RMVARTOTAL (0,416) e LISTAGEM (0,465), o que sugere que empresas maiores podem estar associadas a certos padrões de governança e remuneração variável.

Entre as demais variáveis presentes no trabalho, não foram identificadas correlações significativas com valores elevados. A ausência de valores elevados de correlação (acima de 0,80) entre as variáveis pode indicar preliminarmente uma boa qualidade do ajustamento dos dados contidos no modelo, ou seja, a ausência acentuada de multicolinearidade (Gujarati, 2006).

#### 4.3. Análise dos resultados das regressões

A Tabela 5 apresenta os resultados das regressões estimadas, cujo objetivo é analisar a influência da remuneração dos executivos sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2019 a 2022. A variável de interesse é a RMVARTOTAL, que representa a proporção da remuneração variável na remuneração total dos executivos. As regressões foram realizadas para três indicadores de desempenho: ROA, ROE e ML.

Os resultados das regressões fornecem evidências importantes que indicam uma associação positiva da remuneração variável dos executivos com o desempenho econômico das empresas, medido pelo ROE. Os resultados das regressões indicam que a variável RMVARTOTAL tem um efeito positivo e significativo sobre o ROE (nível de significância de 10%). Este achado indica que a remuneração variável dos executivos está positivamente associada ao ROE, apoiando a teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976), que defende que a remuneração baseada em desempenho pode alinhar mais efetivamente os interesses dos executivos com os dos acionistas, promovendo a maximização do valor da empresa.

O impacto da remuneração variável dos executivos tende a ser mais significativo em métricas financeiras que indicam o retorno aos acionistas. Este resultado pode ser explicado pelo fato de que o ROE é diretamente influenciado pelas decisões de financiamento e dividendos, áreas nas quais os executivos têm uma influência considerável.

Estudos como os de Jensen e Murphy (1990) indicam que a remuneração baseada em desempenho pode ser particularmente eficaz em contextos voltados para a maximização do retorno para os acionistas. A literatura existente, incluindo estudos como os de Jensen e Murphy (1990), também sugere que a remuneração variável é um mecanismo eficaz para aumentar o retorno aos acionistas, o que é corroborado pelos resultados observados para o ROE.

O efeito da RMVARTOTAL sobre o ROA não foi significativo. Este resultado sugere que, embora a remuneração variável possa contribuir positivamente para o retorno aos acionistas, ela não exerce um impacto significativo na eficiência operacional das empresas, medida pelo ROA. Esse achado está de acordo com a argumentação de Kaplan e Norton (2001), que propõem que métricas operacionais, como o ROA, tendem a ser menos diretamente influenciadas pela remuneração variável, devido à sua natureza mais operacional e à dependência de fatores externos, como condições de mercado e gestão de custos. A eficácia da remuneração variável em aprimorar a eficiência operacional, representada pelo ROA, pode ser restringida por fatores externos ou específicos do setor, conforme apontado por Murphy (1999) e Kaplan e Norton (2001).

A variável RMVARTOTAL também não apresentou efeito significativo sobre a ML. A margem líquida, que mede a lucratividade operacional, pode ser influenciada por uma ampla



gama de fatores além da remuneração executiva, como custos operacionais e condições de mercado. Este resultado está de acordo com Jensen e Murphy (1990), que apontam que a remuneração baseada em desempenho geralmente é mais eficaz em alinhar interesses entre executivos e acionistas do que em influenciar diretamente métricas operacionais de lucratividade.

**Tabela 5.** Resultados das Regressões Estimadas

Variáveis Explanatórias	ROE		ROA		ML	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>RMVARTOTAL</i>	0,122* (1,89)	0,127** (1,99)	0,022 (1,17)	0,026 (1,57)	0,017 -0,36	0,03 -0,74
<i>TAM</i>	0,513* (1,69)	-0,006 (-0,02)	0,151* (1,69)	0,003 (0,03)	0,654*** -3,06	0,504** -2,36
<i>END</i>	-0,145 (-1,27)	-0,309** (-2,50)	-0,078*** (-3,06)	-0,131*** (-5,09)	-0,194*** (-2,97)	-0,294*** (-4,16)
<i>CRESRL</i>	0,043 (1,36)	0,052 (1,52)	0,002 (0,29)	0,005 (0,66)	-0,001 (-0,05)	0,003 -0,14
<i>CONFISCAL</i>	0,154*** (4,58)	0,126*** (3,81)	0,057*** (6,26)	0,048*** (5,58)	0,137*** -6,22	0,116*** -4,99
<i>BOARD</i>	-0,013** (-2,26)	-0,016*** (-2,91)	-0,003** (-2,23)	-0,004*** (-2,95)	-0,004 (-1,23)	-0,004 (-1,12)
<i>BOARD_CEO</i>	0,002 (0,04)	-0,045 (-0,93)	-0,006 (-0,46)	-0,010 (-0,90)	0,027 -0,77	0,022 -0,74
<i>BOARD_INDEP</i>	-0,013 (-1,50)	-0,007 (-0,78)	-0,006** (-2,55)	-0,005* (-1,91)	-0,022*** (-3,46)	-0,022*** (-3,30)
<i>LISTAGEM</i>	-0,044 (-0,93)	0,062 (1,43)	0,008 (0,63)	0,035*** (2,98)	0,068** -2,32	0,109*** -3,4
<i>CONSTANTE</i>	-1,444 (-1,61)	0,232 (0,24)	-0,399 (-1,50)	0,091 (0,33)	-1,949*** (-3,02)	-1,413** (-2,17)
<i>Dummies Setor</i>	<i>Não</i>	<i>Sim</i>	<i>Não</i>	<i>Sim</i>	<i>Não</i>	<i>Sim</i>
<i>Observações</i>	265	265	265	265	265	265
<i>F-Stat</i>	5,24***	10,13***	10,25***	13,72***	8,59**	6,29**
<i>R-squared</i>	0,1332	0,2784	0,2238	0,3776	0,2871	0,3522
<i>r2</i>	0,133	0,278	0,224	0,378	0,287	0,352

Obs.: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1. *t-statistic* entre parênteses. Regressão robusta por MQO, com erros-padrão consistentes para heterocedasticidade de White. Todas as variáveis contínuas foram winsorizadas a 1% e 99%. ROA = retorno sobre o ativo; ROE = retorno sobre o patrimônio líquido; ML = Margem Líquida; RMVARTOTAL = remuneração variável dividida pela remuneração total; TAM = logaritmo natural do ativo total; END = endividamento avaliado pela razão dívida de curto e longo prazo sobre o ativo total; CRESRL = crescimento da receita; CONFISCAL = *dummy*, assume 1 se a empresa possui conselho fiscal (permanente ou temporário); BOARD = tamanho do conselho de administração da empresa; BOARDCEO = *dummy*, assume valor igual a 1 se o presidente do conselho de administração e o presidente da empresa forem a mesma pessoa; BOARDINDEP = membros independentes no conselho de administração; LISTAGEM = *dummy*, assume valor igual a 1 se a empresa é listada no Novo Mercado ou Nível 2 da B3.

Fonte: Elaborado pelos autores (2025).



Além desses estudos, outras pesquisas, tais como a de Core et al. (1999), destacaram que a remuneração dos executivos, quando alinhada com o desempenho financeiro da empresa, pode resultar em uma melhor governança corporativa e em maiores retornos para os acionistas. Brick et al. (2006) investigaram a relação entre remuneração executiva e desempenho empresarial e concluíram que a remuneração baseada em desempenho pode levar a melhores resultados financeiros, especialmente quando há uma supervisão robusta do conselho de administração. Em contraste, Bebchuk e Fried (2003) argumentam que a estrutura de remuneração dos executivos pode, às vezes, ser manipulada para servir aos interesses dos próprios executivos em vez dos acionistas. Eles sugerem que a remuneração excessiva ou mal estruturada pode não necessariamente resultar em melhores desempenhos financeiros.

Estudos anteriores realizados no Brasil também corroboram estes achados tais como o de Aguiar e Pimentel (2017), que identificaram que empresas atuantes no mercado brasileiro que melhor remuneraram seus executivos são as que obtêm maiores níveis de desempenho, de curto e de longo prazo.

Adicionalmente, é importante considerar o impacto das variáveis de governança corporativa analisadas. O tamanho do conselho de administração (BOARD) apresenta coeficiente com sinal negativo e significativo. Isso sugere que conselhos maiores podem não necessariamente melhorar o desempenho financeiro, possivelmente devido a problemas de coordenação e tomada de decisão mais lenta. Este achado é consistente com a literatura existente, como demonstrado por Goergen e Renneboog (2011) e Core et. al. (1999), que sugerem que conselhos de administração de maior dimensão podem enfrentar desafios adicionais, incluindo problemas de coordenação, maior complexidade na comunicação e um tempo prolongado para a tomada de decisões. Esses obstáculos podem criar ineficiências que impactam negativamente o desempenho financeiro, especialmente em ambientes de negócios dinâmicos, onde a capacidade de tomar decisões rápidas e ágeis é fundamental para o sucesso.

Além disso, conselhos maiores tendem a diluir a responsabilidade individual dos membros, dificultando o alinhamento de interesses entre o conselho e os acionistas, conforme proposto pela teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976). Dessa forma, embora a existência de um conselho de administração seja crucial para assegurar supervisão e governança eficazes, um tamanho excessivo pode comprometer a eficiência das decisões estratégicas e financeiras, limitando a capacidade do conselho de agregar valor ao desempenho da empresa.

A presença de um conselho fiscal (CONFISCAL) tem um impacto positivo e significativo. Este achado sugere que a supervisão adicional oferecida por um conselho fiscal pode aumentar a transparência e a responsabilidade, resultando em um desempenho financeiro superior. A governança corporativa sustenta essa conclusão, argumentando que conselhos fiscais eficazes contribuem para alinhar os interesses dos executivos com os dos acionistas, além de mitigar problemas de agência (Core et al., 1999; Bebchuk & Fried, 2003).

## 5. Considerações finais

### 5.1. Contribuições acadêmicas

Este estudo buscou analisar a influência da remuneração dos executivos no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras listadas na B3, por meio da compreensão de como as práticas de remuneração variável podem impactar indicadores financeiros como o



ROE, o ROA e a ML. A análise forneceu evidências importantes sobre a eficácia das estratégias de remuneração na criação de valor para os acionistas e na melhoria do desempenho econômico das empresas.

Os resultados indicam que a proporção da remuneração variável influencia positivamente o ROE, confirmando apenas a primeira hipótese de pesquisa (H1a). Foram estimadas regressões com e sem *dummies* por setores e os resultados foram consistentes em ambas as estimações. Com isso, a principal contribuição deste trabalho, no debate sobre a eficácia da remuneração como um mecanismo de alinhamento de interesses, reside no fato de que os achados revelam uma especificidade: a remuneração executiva mostrou-se positivamente associada ao ROE, mas não ao ROA ou à ML.

Estudos anteriores têm mostrado resultados variados sobre a relação entre remuneração variável e desempenho econômico. A remuneração variável está mais fortemente correlacionada com o ROE do que com métricas operacionais como ROA (Jensen & Murphy, 1990). Isso está em linha com os achados deste trabalho, no qual o efeito sobre o ROE é pronunciado. Murphy (1999) destacou que a remuneração variável pode ter um impacto significativo em alinhar os interesses dos executivos com os dos acionistas, especialmente em termos de retornos financeiros. Os resultados confirmam essa observação, especialmente no contexto do ROE. Kaplan e Norton (2001) argumentaram que métricas como ROA podem ser menos diretamente afetadas pela remuneração variável devido à sua natureza mais operacional.

No contexto brasileiro, os resultados deste trabalho, de modo geral, estão de acordo com estudos anteriores, tais como os de Aguiar & Pimentel (2017), Beuren et al. (2020), Krauter (2013) e Santos e Silva (2019), pois eles já identificaram uma relação significativa entre remuneração dos executivos e desempenho. Por outro lado, é necessário ampliar o estudo para uma melhor compreensão da relação entre as métricas operacionais, tais como ROA e ML. Tendo em vista que a ausência de um impacto significativo tanto no ROA quanto na ML pode sugerir que fatores como custos operacionais e condições de mercado podem desempenhar um papel mais determinante na lucratividade operacional das empresas. Esses achados destacam a complexidade da relação entre remunerações e desempenho, sugerindo que os incentivos no mercado brasileiro podem estar focados em maximizar o retorno para o acionista (ROE), em detrimento de metas de eficiência operacional ou de gestão de ativos (ROA).

## 5.2. Contribuições práticas

A contribuição deste trabalho é dupla. Primeiramente, oferece uma análise da eficácia da remuneração variável das empresas no contexto específico das companhias listadas na B3, proporcionando uma visão mais clara sobre como essas práticas influenciam diferentes aspectos do desempenho financeiro. Em segundo lugar, os resultados podem orientar os conselhos de administração a formular políticas de remuneração mais eficazes, ajudando a alinhar melhor os incentivos com os objetivos de longo prazo das empresas.

A constatação de que a remuneração está ligada ao ROE, mas não a indicadores de eficiência operacional, indica que os investidores devem analisar a estrutura dos pacotes de remuneração para entender se os incentivos promovem a criação de valor sustentável de longo prazo ou se podem levar a decisões que impulsionam o retorno ao acionista no curto prazo.

Além disso, o estudo levanta questões relacionadas ao desenho de políticas de remuneração mais eficazes. A ausência de uma ligação com o ROA e a ML sugere a necessidade



de incorporar um conjunto mais balanceado de métricas de desempenho, que, por sua vez, possa incluir indicadores de eficiência operacional e de metas não financeiras.

### 5.3. Limitações do estudo

Uma das principais limitações da pesquisa diz respeito ao problema de endogeneidade, uma preocupação comum em estudos sobre governança, como destacado por Silva e Chien (2013). É possível que o desempenho da empresa influencie a remuneração (causalidade reversa) ou que variáveis não observadas afetem simultaneamente ambas as variáveis.

Em segundo lugar, a variável de remuneração foi tratada de forma agregada. Uma análise que desagregasse os componentes da remuneração (salário fixo, bônus anuais, planos de ações) poderia revelar dinâmicas mais complexas.

Por fim, o período analisado (2019-2022), foi atípico devido à pandemia de COVID-19, um choque exógeno que pode ter alterado temporariamente a relação entre desempenho e remuneração em diversos setores.

### 5.4. Sugestões para pesquisas futuras

Para pesquisas futuras, sugere-se explorar a interação entre a remuneração dos executivos e outras variáveis de governança corporativa, como a presença do comitê de auditoria. Além disso, estudos que investiguem a influência de fatores macroeconômicos e setoriais sobre a eficácia da remuneração variável podem fornecer uma compreensão mais abrangente dos determinantes do desempenho financeiro. Uma análise de empresas em diferentes regiões e mercados internacionais também poderia oferecer uma perspectiva comparativa útil.

## 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, 545–568. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- Almeida, F. T. D., Parente, P. H. N., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. D. (2018). Governança Corporativa e Desempenho Empresarial: Uma Análise Nas Empresas Brasileiras De Construção E Engenharia. *Gestão & Regionalidade*, 34(100), 110-126. <https://doi.org/10.13037/gr.vol34n100.3594>
- Antonelli, R. A., Portulhak, H., Scherer, L. M., & Clemente, A. (2019). Impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa no risco de companhias reguladas. *Revista De Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 23(2), 92–109. <https://doi.org/10.12979/rcmccuerj.v23i2.33484>
- Balsam, S. (2002). *An introduction to executive compensation*. Academic Press.
- Barbosa Filho, F. D. H., Pessôa, S. D. A., & Afonso, L. E. (2009). Um estudo sobre os diferenciais de remuneração entre os professores das redes pública e privada de ensino. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, 39(3), 597–628. <https://doi.org/10.1590/S0101-41612009000300006>



- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71–92. <https://doi.org/10.1257/08953300376-9204362>
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property* (Originally published in 1932 by Harcourt, Brace&World, Inc). Routledge, Taylor & Francis Group. <https://doi.org/10.4324/9781315133188>
- Beuren, I. M., Pamplona, E., & Leite, M. (2020). Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. *Journal of Contemporary Administration*, 24(6), 514–531. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190191>
- 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>
- Braga, R., Nossa, V., & Marques, J. A. V. C. (2004). Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15, 51–64. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772004000400004>
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403–423. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005>
- Canyon, M. J. (2014). Executive Compensation and Board Governance in US Firms. *The Economic Journal*, 124(574), F60–F89. <https://doi.org/10.1111/eoj.12120>
- Canyon, M. J., Peck, S. I., & Sadler, G. V. (2001). Corporate Tournaments and Executive Compensation: Evidence from the U.K. *Strategic Management Journal*, 22(8), 805–815. <https://doi.org/10.1002/smj.169>
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance1. *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)
- Dutra, M. G. L., & Saito, R. (2002). Conselhos de administração: Análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(2), 9–27. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552002000200003>
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307. <https://www.jstor.org/stable/1837292>
- Fraga, J., & Silva, V. (2012). Board diversity and firm performance: An empirical investigation in the Brazilian market. *Brazilian Business Review*, sp.ed(1), 55–77. <https://doi.org/10.15728/bbrconf.2012.3>
- Freitas, M. R. D. O., Pereira, G. M., Vasconcelos, A. C. D., & Luca, M. M. M. D. (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>



- Giroux, G. (2015). *Executive Compensation: Accounting and Economic Issues*. BEP - Business Expert Press.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2011). Managerial compensation. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1068–1077. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.002>
- Gomez-Mejia, L. R., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. (2003). The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations. *Academy of Management Journal*, 46(2), 226–237. <https://doi.org/10.5465/30040616>
- Gong, G., Li, L. Y., & Shin, J. Y. (2011). Relative Performance Evaluation and Related Peer Groups in Executive Compensation Contracts. *The Accounting Review*, 86(3), 1007–1043. <https://doi.org/10.2308/accr.00000042>
- Gujarati, D. N. (2006). *Econometria Básica*. Elsevier.
- IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2023). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (6º ed). IBGC.
- 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)
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264. <https://www.jstor.org/stable/2937665>
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (2001). The strategy-focused organization. *Strategy & Leadership*, 29(3). <https://doi.org/10.1108/sl.2001.26129cab.002>
- Krauter, E. (2013). Remuneração de Executivos e Desempenho Financeiro: Um Estudo Com Empresas Brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 7(3), 259-273. <https://doi.org/10.17524/repec.v7i3.988>
- Leal, R. P. C., Silva, A. L. C. D., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7–18. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552002000100002>
- Lima, S. H. O., Oliveira, F. D., Cabral, A. C. A., Santos, S. Maria, Pessoa, M. N. M. (2015). Governança Corporativa e Desempenho Econômico: Uma Análise dos Indicadores de Desempenho Entre os Três Níveis do Mercado Diferenciado da BM&FBovespa. *Revista de Gestão*, 22(2), 187–204. <https://doi.org/10.5700/rege558>
- Macedo, M. A. S., & Corrar, L. J. (2012). Análise Comparativa do Desempenho Contábil-Financeiro de Empresas Com Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. *Revista de Contabilidade & Controladoria*, 4(1), 42-61. <https://doi.org/10.5380/rcc.v4i1.25258>
- Matias, G. P., & Farago, F. E. (2021). Responsabilidade Social Corporativa e Desempenho Financeiro: Uma Revisão Sistemática da Literatura Internacional. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies*, 13(1), 112–128. <https://doi.org/10.24023/FutureJournal/2175-5825/2021.v13i1.359>



- Melo, R. S., Batista, P. C. S., Macedo, A. C. M., & Costa, R. B. L. (2013). A Contribuição da Governança Corporativa Para o Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista de Gestão*, 20(1), 79–92. <https://doi.org/10.5700/rege488>
- Murphy, K. J. (1999). Chapter 38 Executive compensation. Em *Handbook of Labor Economics* (Vol. 3, p. 2485–2563). Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30024-9](https://doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30024-9)
- Pereira, B. S., Theiss, V., Lunkes, R. J., Schnorrenberger, D., & Gasparetto, V. (2016). Relação entre as características observáveis dos CEOs e a remuneração. *Contabilidad y Negocios*, 11(21), 5–24. <https://doi.org/10.18800/contabilidad.201601.001>
- Pereira, I. N., & Esperança, J. P. (2015). Top executive compensation in less developed capital markets. *Corporate Governance*, 15(1), 122–133. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0128>
- Pereira, L. H. M., & Martins, O. S. (2015). Rating de crédito, governança corporativa e desempenho das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *REGE - Revista de Gestão*, 22(2), 205–221. <https://doi.org/10.5700/rege559>
- Reis, R. T., Campos, A. L. S., & Pasquini, E. S. (2017). A Influência dos Determinantes da Estrutura de Capital Conforme o Estágio do Ciclo de Vida das Empresas Brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(3), 127-147. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v7i3.3690>
- Rissatti, J. C., Borba, J. A., Maragno, L. M. D., & Paulo, E. (2022). Determinantes para Aprovação do Pacote de Remuneração dos Executivos por Parte dos Acionistas. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 16(1), 53-73. <https://doi.org/10.17524/repec.v16i1.2959>
- Rissatti, J. C., Souza, J. A. S., & Borba, J. A. (2019). O que Informam os Formulários de Referência sobre as Características e Remuneração de Executivos? *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 14(1), 54–75. [https://doi.org/10.21446/scg\\_ufrrj.v0i0.17527](https://doi.org/10.21446/scg_ufrrj.v0i0.17527)
- Salancik, G. R., & Pfeffer, J. (1980). Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations. *The Academy of Management Journal*, 23(4), 653–664. <https://doi.org/10.2307/255554>
- Santos, T. R., & Silva, J. O. (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), 07–30. <https://doi.org/10.4270/ruc.2019425>
- Silva, A. L. C. D., & 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>
- Wooldridge, J. M. (2012). *Introdução à Econometria: Uma abordagem moderna* (4<sup>o</sup> ed). Cengage Learning.