

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL DOUTORADO**

LETÍCIA GOMES LOCATELLI

**CONEXÕES SOCIAIS E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS: EFEITO
MODERADOR DO CONTROLE**

Porto Alegre

2024

LETÍCIA GOMES LOCATELLI

CONEXÕES SOCIAIS E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS: EFEITO
MODERADOR DO CONTROLE

Tese apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS).

Orientador: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt

Porto Alegre

2024

L811c Locatelli, Letícia Gomes.
Conexões sociais e remuneração de executivos : efeito moderador do controle / Letícia Gomes Locatelli. – 2024.
121 f. : il. ; 30 cm.

Tese (doutorado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2024.
“Orientador: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt”.

1. Conexões sociais. 2. Executivos - Salários, etc.
3. Controle. I. Título.

CDU 657

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Bibliotecária: Amanda Schuster – CRB 10/2517)

Letícia Gomes Locatelli

CONEXÕES SOCIAIS E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS: EFEITO
MODERADOR DO CONTROLE

Tese apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Doutora pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Aprovado em 24 de abril de 2024

BANCA EXAMINADORA

Prof^a. Dra. Clea Beatriz Macagnan - UFPB

Prof. Dr. Wesley Mendes da Silva - FGV

Prof. Dr. Clóvis Antônio Kronbauer- UNISINOS

Prof. Dr. João Zani - UNISINOS

DAS UTOPIAS

Se as coisas são inatingíveis...ora!

Não é motivo para não querê-las...

Que tristes os caminhos, se não fora

A presença distante das estrelas.

— MÁRIO QUINTANA

AGRADECIMENTO À CAPES

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

RESUMO

A presente Tese teve como objetivo avaliar os reflexos do controle na relação entre a remuneração do CEO e as conexões sociais deste a partir de uma amostra de 199 empresas listadas na B3 entre os anos de 2011 e 2021. Foi utilizada a análise multivariada de dados através da técnica de regressão múltipla com aplicação de efeitos fixos para dados em painel. Nenhuma das cinco hipóteses de pesquisa, foram confirmadas. Contudo, a avaliação da interação entre controle acionário, conexões sociais e remuneração do CEO em um cenário de controle definido evidenciar que a postura do controlador está em linha com a perspectiva da expropriação. O resultado em questão se mantém mesmo na presença de mecanismos de Governança Corporativa podendo sinalizar que, em um cenário de controle definido, as estruturas de Governança Corporativa são enfraquecidas. Já com relação ao controle familiar os resultados se afastam da literatura precedente que sinalizam a relevância da atuação do fundador da empresa na definição da remuneração do CEO. Os resultados apontam, ainda, que a presença de um CEO fundador ou da família fundadora, por si só, não impede que as conexões deste com o Presidente do CA impactem em sua remuneração. Os testes adicionais empregados revelam que a participação acionária do CEO quanto este possui conexões sociais com o Presidente do CA afeta a sua remuneração positivamente. Ao avaliar a moderação pela ingerência do controlador na gestão, identificou-se que o percentual de membros do CA eleito pelo controlador afeta a relação entre as conexões sociais destes membros com o CEO e a remuneração do CEO negativamente, alinhando-se à perspectiva da substituição. Por sua vez, a variável que expressa a moderação entre as variáveis de interesse apresenta um coeficiente positivo. Assim, em um cenário de conexões sociais, podemos inferir que quanto maior a proporção de membros eleitos pelo controlador no CA, maior será a remuneração do CEO. Identifica-se, ainda, que a moderação em questão não retira por completo os efeitos da variável ICS sobre a remuneração. Neste caso, portanto, a remuneração figura como um problema de agência e a atuação do controlador não favorece aos minoritários.

PALAVRAS-CHAVE: Conexões Sociais. Remuneração Executivos. Controle.

ABSTRACT

This Thesis aimed to evaluate the effects of control on the relationship between the CEO's remuneration and his social connections based on a sample of 199 companies listed on B3 between 2011 and 2011. Multivariate analysis was used of data using the multiple regression technique with the application of fixed effects for panel data. None of the five research hypotheses were confirmed. However, evaluating the interaction between share control, social connections, and CEO remuneration in a defined control scenario shows that the controller's stance aligns with the expropriation perspective. The result remains even in the presence of Corporate Governance mechanisms and may signal that, in a defined control scenario, Corporate Governance structures are weakened. Regarding family control, the results differ from previous literature in that they indicate the relevance of the role of the company founder in defining the CEO's remuneration. The results also indicate that the presence of a founding CEO or founding family does not prevent his connections with the Chairman of the Board from impacting his remuneration. The additional tests reveal that the CEO's shareholding and social connections with the Chairman of the Board positively affect his remuneration. When evaluating moderation due to the controller's interference in management, it was identified that the percentage of AC members elected by the controller affects the relationship between the social connections of these members with the CEO and the CEO's remuneration negatively, in line with the perspective of replacement. In turn, the variable that expresses moderation between the variables of interest presents a positive coefficient. Thus, in a scenario of social connections, we can infer that the more significant the proportion of members elected by the controller on the Board, the higher the CEO's remuneration will be. It is also identified that the moderation in question does not entirely remove the effects of the ICS variable on remuneration. Therefore, remuneration appears to be an agency problem in this case, and the controller's actions do not favor minority shareholders.

KEYWORDS: Social Ties. Executive Compensation. Control.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Síntese da tese	22
Figura 2 - Desenho da tese	23
Figura 3 – Síntese do Contexto teórico	27
Figura 4 – Características das empresas e remuneração	33
Figura 5 – Reflexos do controle nas estruturas de GC.....	38
Figura 6 - Libby Box	58

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Composição da Amostra	50
Tabela 2 – Observações por ano	50
Tabela 3 – Observações por setor	50
Tabela 4 – Indicadores de Conexão Social	52
Tabela 5 – Variáveis de controle	55
Tabela 6- Estatística Descritiva	61
Tabela 7 - Estatística descritiva dos indicadores.....	65
Tabela 8 - Controle Familiar X ICS e ICSC	66
Tabela 9 - Resultados para Remuneração (H1)	67
Tabela 10 - Resultados para H1 com indicadores.....	68
Tabela 11- Resultados para remuneração utilizando ICSC.....	70
Tabela 12 - Resultados para moderação (CAC) utilizando ICS	71
Tabela 13 - Resultados para empresas com controle definido.....	72
Tabela 14 - Resultados para moderação (CAC) utilizando ICSC.....	74
Tabela 15 - Resultados para empresas com controle definido.....	75
Tabela 16 - Resultados para moderação (<i>Contr.Fam</i>) utilizando ICS	77
Tabela 17 - Resultados para moderação (<i>Contr.Fam</i>) utilizando ICSC.....	79
Tabela 18 - Resultados para moderação (<i>CEOac</i>) utilizando ICS	82
Tabela 19 - Resultados para moderação (<i>CEOac</i>) utilizando ICS	82
Tabela 20 - Resultados para moderação – CEO eleito pelo controlador	85
Tabela 21 - Resultados para moderação – % CA eleito pelo controlador	86
Tabela 22 - Validação de conteúdo	107

LISTA DE SILGAS

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CA	Conselho de Administração
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FR	Formulário de Referência
GC	Governança Corporativa
ICS	Índice de Conexão Social
IES	Instituição de Ensino Superior

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA	14
1.2 OBJETIVO	17
1.3 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO	18
1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	22
1.5 TESE	22
2. REVISÃO LITERATURA	24
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS	25
2.2. CONEXÕES SOCIAIS E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS	28
2.3. REFLEXOS DO CONTROLE NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E NA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS	34
2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	39
3. METODOLOGIA	49
3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA	49
3.2 VARIÁVEIS DA PESQUISA	51
3.2.1 Variável dependente	51
3.2.2 Variáveis independentes	51
3.2.2.1 Índice de Conexão Social CEO-CA (ICS)	52
3.2.2.2 Índice de Conexão Social CEO – Presidente do CA (<i>ICSCit</i>)	53
3.2.3 Variáveis moderadoras	54
3.2.4 Variáveis de controle	55
3.3 MODELOS ECONOMETRICOS	58
3.4 ESTIMAÇÃO DAS REGRESSÕES	59
3.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO	60
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	61
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	61
4.2 CONEXÃO E REMUNERAÇÃO	67
4.3 EFEITO MODERADOR DO CONTROLE ACIONÁRIO	70
4.3.1 Análise em relação ao ICS	71
4.3.1 Análise em relação ao ICSC	74
4.4 EFEITO MODERADOR DO CONTROLE PELA PRESENÇA FAMILIAR	76
4.4.1 Análise em relação ao ICS	77

4.4.2 Análise em relação ao ICSC	79
4.5 TESTES ADICIONAIS	81
4.5.1 Participação acionária do CEO	81
4.5.2 Ingerência na gestão	84
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	88
REFERÊNCIAS	92
APÊNDICE A	105
APÊNDICE B	107
APÊNDICE C	108

1 INTRODUÇÃO

A configuração de estrutura de capital das empresas de capital aberto, a partir da divisão entre propriedade e gestão, resulta em preocupações e questionamentos ao universo corporativo. Todavia, a medida em que a pulverização acionária se torna mais ampla, maiores são as possibilidades de que surjam diferentes objetivos entre os atores que integram esse contexto. Exemplos disto são o chamado conflito de interesse, que decorre do desalinhamento entre os interesses do gestor da empresa (agente) e os interesses dos acionistas (principal); e a assimetria informacional, que decorre do fato de que nem todos os atores possuem o mesmo nível informacional.

Sob tal aspecto, a governança corporativa apresenta com um conjunto de práticas e mecanismos capazes de promover a transparência, a qualidade na divulgação das informações, a redução da assimetria informacional e o alinhamento dos gestores aos interesses dos acionistas (GILLAN, 2006; KHANDELWAL et al., 2019). Estes mecanismos podem ser externos ou internos à empresa. Assim, fatores como a disciplina do mercado (CAI et al., 2015), a estrutura de capital (JENSEN, 1986; JENSEN; MECKLING, 1976), o conselho de administração (ADAMS, 2000; ADAMS; FERREIRA, 2007a; TAN et al., 2021) e a remuneração conferida ao Diretor Presidente (*Chief Executive Officer* - CEO) (BALSAM; KWACK; LEE, 2017a; BEBCHUK; FRIED, 2003) vêm sendo estudados na literatura. Destes mecanismos, grande parte da literatura centra-se na remuneração dos executivos, especialmente na remuneração do CEO (BEBCHUK; FRIED, 2003; PANDA; LEEPSA, 2017; VO; CANIL, 2019).

Ocorre que sob a ótica da Teoria de Agência, a remuneração do CEO pode ser vista sob dois pontos de análise. Se, por um lado, a remuneração seria uma solução parcial aos problemas de agência, por outro, seria parte destes problemas (BEBCHUK; FRIED, 2003). A remuneração do CEO pode ser vista, portanto, tanto pela perspectiva da **contratação eficiente** quanto pela perspectiva do **poder gerencial** (extração da renda).

Essencialmente estima-se que uma remuneração baseada no desempenho da empresa incentivaria o CEO a agir no interesse dos acionistas (BEBCHUK; FRIED, 2003; EDMANS; GABAIX; JENTER, 2017; FRYDMAN; JENTER, 2010; GIBBONS; MURPHY, 1992; JENSEN; MURPHY, 1990). A lente teórica da contratação eficiente espera, assim, que a remuneração estabelecida para os agentes seja capaz de suplantar eventuais deficiências de monitoramento. Sob este enfoque, a remuneração

deve oferecer incentivos capazes de dificultar a expropriação dos acionistas pelos agentes (GÖX; HEMMER, 2020; VO; CANIL, 2019). Assim, em um contexto ideal o contrato de remuneração é desenhado por um conselho capaz de atuar no melhor interesse dos acionistas mitigando os problemas de agência (BEBCHUK; COHEN; FERRELL, 2009; GÖX; HEMMER, 2020). Em contrapartida, a perspectiva do poder gerencial refere que estruturas de governança fracas permitem que os CEOs exerçam poder sobre o conselho de administração permitindo que este controle o nível e a estrutura de sua própria remuneração (GÖX; HEMMER, 2020).

Ocorre que a remuneração do CEO não é determinada, apenas, por fatores econômicos sendo necessário adicionar, além da perspectiva econômica, perspectivas políticas e sociológicas à esta análise (FINKELSTEIN; HAMBRICK; CANNELLA, 2009). Sob este enfoque, o modo como o CEO interage com os outros atores do cenário pode ser determinante para quantificar a sua remuneração, pois a rede de relacionamentos formada por conexões sociais gera valor aos seus membros (AUH; MENGUC, 2005; COLEMAN, 1990; NAHAPIET; GHOSHAL, 1998).

A literatura identifica que as conexões externas do CEO conferem vantagens à empresa e ao CEO justificando, assim, remunerações mais elevadas (ENGELBERG; GAO; PARSONS, 2013; JAVAKHADZE; SHELTON, 2022). Contudo, a análise das conexões internas do CEO fornece evidências diversas. Estudos apontam que as conexões colaboram com a função de aconselhamento do CA a partir do aprimoramento do fluxo de informação (FRACASSI; TATE, 2012; HOITASH, 2011; RAMOS et al., 2023; ZHAO, 2022). Em contrapartida, tais conexões prejudicam a função de monitoramento concedendo benefícios ao CEO como remuneração elevada, mandatos sucessivos e menor probabilidade de demissão (BALSAM; KWACK; LEE, 2017a; LOCATELLI; RAMOS; COSTA, 2021a; VO; CANIL, 2019).

Adicionalmente, as características do mercado onde as empresas estão inseridas também podem exercer influência nas estruturas de Governança Corporativa e, conseqüentemente, favorecer o surgimento de conexões sociais e refletir na remuneração do CEO. Enquanto os países de origem anglo-saxônica são marcados pela pulverização de capital e por uma maior proteção legal aos acionistas, os mercados emergentes são associados à existência de concentração de propriedade e controle aliada à uma baixa proteção legal dos investidores (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; LA PORTA; LOPEZ-DE-

SILANES; SHLEIFER, 1999; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; SUTTON et al., 2018).

As evidências encontradas na literatura indicam que as características de mercado, como a concentração de controle, refletem na estrutura do CA e na remuneração do CEO (DAHYA; DIMITROV; MCCONNELL, 2023; KASTIEL, 2015; LIZARES, 2022; MARTINS; COSTA, 2020). A análise destas, porém, revela a existência de evidências que apoiam lentes teóricas diversas não permitindo, portanto, que se estabeleça uma linha de raciocínio definitiva acerca dos efeitos da concentração de controle nas estruturas de GC.

Dado que as evidências empíricas advêm, primordialmente, de mercados desenvolvidos, com baixa concentração de controle e fortes estruturas de GC, remanesce a necessidade de ampliar a investigação em mercados emergentes. Neste sentido, esta tese tem como foco de estudo os reflexos que a concentração de controle impõe à relação entre as conexões sociais internas do CEO e a sua remuneração.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA

Fama e Jensen (1983) argumentaram que as ineficiências decorrentes do desalinhamento de interesses entre proprietários e gestores são reduzidas à medida que aumentam os incentivos gerenciais para tomar decisões de maximização de valor. Um destes incentivos seria a remuneração concedida ao CEO da empresa. A literatura há muito tem dedicado esforços no entendimento dos elementos que alinhariam a conformação do pacote de remuneração do CEO ao melhor benefício da empresa.

Com o avanço das pesquisas, outros elementos, além dos puramente econômicos, foram adicionados à discussão tais como elementos sociológicos e institucionais (FINKELSTEIN; HAMBRICK; CANNELLA, 2009). Pelo viés sociológico, a forma como o CEO interage com os atores do cenário fornece perspectivas interessantes à discussão.

A Teoria do Capital Social pressupõe que as conexões estabelecidas entre os indivíduos forneçam um canal eficaz para troca de informações, permitindo a transmissão de conhecimento, ideias ou informações privadas. Neste aspecto, a rede formada pelas conexões sociais do CEO pode permitir que a empresa acesse recursos antes inalcançáveis sem a presença do CEO (EL-KHATIB; FOGEL; JANDIK, 2015). Todavia, quando estas conexões são observadas internamente à empresa é

possível que haja uma mitigação do monitoramento empregado a este CEO essencialmente se estas conexões ocorrerem entre o CEO e os membros do CA, visto que o CA é o órgão responsável pela contratação, demissão e monitoramento do CEO (FRACASSI; TATE, 2012; HOITASH, 2011; HWANG; KIM, 2009; KRISHNAN et al., 2011; SCHMIDT, 2015; WESTPHAL, 1999).

Isto acontece porque na presença de conexões sociais entre o CEO e os membros do CA há uma mudança nas expectativas normativas entre os indivíduos que compartilham tais conexões, de modo que suas ações tendem a ser regidas por normas comunitárias que promovem o cuidado mútuo, a confiança e a interpretação mais favorável das ações dos outros (FAN et al., 2019; TAN et al., 2021). Logo, havendo conexões sociais entre o CEO e os membros do CA, aquele pode dispor de poder gerencial tal que lhe permita obter uma maior remuneração (BALSAM; KWACK; LEE, 2017a; HWANG; KIM, 2009).

Estudos como o de Hwang e Kim (2009), Balsam; Kwack e Lee (2017), *Tan et al.* (2021) e Li; Unlu e Wu (2021) fornecem evidências acerca do reflexo das conexões sociais do CEO com os membros do CA na remuneração do CEO. Tais pesquisas centram-se em amostras dos Estados Unidos (apenas o estudo de Li; Unlu e Wu (2021) utiliza uma amostra de empresas chinesas); e corroboram a visão de que as conexões sociais do CEO estão associadas a um maior nível de remuneração deste CEO. As escassas evidências do mercado brasileiro também alinham-se à perspectiva do maior poder gerencial do CEO em decorrência da mitigação do monitoramento do CA pela presença de conexões sociais (SALGADO; SCHNEIDER; COSTA, 2022).

Pelo viés dos aspectos institucionais, as características dos mercados também impactam as estruturas de GC. Mercados com propriedade dispersa são caracterizados por uma melhor qualidade dos mecanismos de governança corporativa dada uma maior necessidade de monitoramento do agente. Já em mercados com a propriedade e controle concentrados, a prevalência dos mecanismos de governança dependerá do interesse dos controladores, tornando mais presente o conflito entre principais (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; SÁNCHEZ-MARÍN et al., 2022).

Em termos de concentração de controle, é possível entender a relação dos acionistas controladores com as estruturas de governança corporativa pela perspectiva da **substituição ou alinhamento** ou pela perspectiva da **expropriação**

ou entrincheiramento. Assim, por um lado o controlador tem incentivos a monitorar de modo mais presente o agente substituindo a atuação do CA, reduzindo os custos de agência e concedendo níveis mais baixos de remuneração ao CEO. Por outro, o controlador terá incentivos para expropriar os acionistas minoritários a partir de uma atuação mais leniente do CA e a concessão de uma maior remuneração ao CEO que assegure o seu alinhamento aos interesses do controlador (BOZEC; BOZEC, 2007; CIEŚLAK, 2018; CLAESSENS et al., 2002; MARTINS; COSTA, 2020). É possível encontrar evidências empíricas que corroboram ambas as perspectivas (DAHYA; DIMITROV; MCCONNELL, 2023; LIZARES, 2022; MARTINS; COSTA, 2020; SÁNCHEZ-MARÍN et al., 2022).

Identifica-se que o controle pode estar, ou não, associado à propriedade. Assim, é possível que o controlador assuma esta posição em decorrência da parcela correspondente da propriedade que detém. Neste caso, o controlador arcará, proporcionalmente, com os custos de agência impostos pelos seu controle. Por outro lado, o controlador pode obter o controle através de arranjos organizacionais - como acordo de acionistas e estruturas piramidais; fazendo com que o controlador arque com os custos de agência na medida da sua propriedade. Ou seja, a forma como o controlador será impactado pelos custos de agência decorrente do seu controle pode direcionar suas ações a perspectiva da substituição ou da expropriação (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; GÖX; HEMMER, 2020).

Dentre as formas de controle que podem estar desassociadas da propriedade, aquela caracterizada como familiar apresenta elementos diferenciados em comparação às demais. Isto porque as empresas familiares orientam-se por princípios e objetivos além dos puramente econômico-financeiros como bem-estar e harmonia familiar, status social, vínculo entre identidade familiar e empresarial, etc (CHRISMAN et al., 2012; YARRAM; ADAPA, 2021). Via de consequência, a propriedade familiar enseja modelos de governança específicos capazes de afetar a estrutura de incentivos das partes. Tais modelos são marcados por fortes incentivos à parcimônia e à eficiência e por estruturas de autoridade caracterizadas pela concentração de poder (CARNEY, 2005; CHRISMAN et al., 2012). Estudos associam a presença de controle familiar com a alterações nos mecanismos de governança, como a estrutura do CA (BANSAL; THENMOZHI, 2020; PÉREZ-CALERO; HURTADO-GONZÁLEZ; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2019) e a remuneração do CEO (CIEŚLAK, 2018; ERMEL; DO MONTE, 2018; YARRAM; ADAPA, 2021).

Sinteticamente, é esperado que na presença de controle, haja estímulo à presença de um CA com baixo potencial de monitoramento. Sendo a presença de conexões sociais entre os membros do CA e o CEO um indicativo de um monitoramento mais leniente, espera-se que as conexões sociais sejam mais presentes em empresas com sujeitas ao controle. Já a remuneração do CEO será afetada positivamente na presença de conexões sociais entre o CEO e os membros do CA e de acordo com os incentivos do controlador - negativamente na substituição ou positivamente na expropriação; na presença de controle. Vê-se, portanto, que controle, estrutura do CA e remuneração do CEO se interrelacionam. Todavia, a literatura revisada não apresenta evidências que contemple uma análise conjunta dos três elementos.

Uma possível interação destes elementos refere-se à atuação da inteveniência moderadora das características do controle. Assim, dado que poucos estudos exploram o papel moderador da concentração de controle, temos o seguinte problema de pesquisa: *A concentração de controle modera o impacto das conexões sociais entre o CEO e os membros do CA na remuneração do CEO?*

1.2 OBJETIVO

O ponto de partida de uma investigação se dá por meio da elucidação dos seus objetivos, visto que estes indicam a direção a seguir com o estudo, apontando o resultado que se pretende atingir ao final da pesquisa. Assim, a presente tese tem como objetivo geral identificar os efeitos da moderação da concentração de controle, no impacto das conexões sociais entre o CEO e o Conselho de Administração na remuneração do CEO.

Ainda, a tese tem como objetivos específicos:

- a) Analisar os efeitos da moderação da concentração de controle no impacto das conexões no nível do Conselho de Administração na remuneração do CEO.
- b) Analisar os efeitos da moderação da concentração de controle no impacto das conexões no nível do Presidente do Conselho de Administração na remuneração do CEO.

1.3 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO

A presente tese analisa o papel moderador da concentração de controle, na influência das conexões sociais do CEO com os membros do CA na remuneração deste CEO. Frente a isto, a presente tese avança em relação às pesquisas precedentes como exposto a seguir.

A revisão de literatura procedida referente à remuneração do CEO na presença de conexões sociais do CEO com os membros do CA evidenciou a ausência de pesquisas sobre o papel moderador das características de mercado nesta relação. Esta situação indica a lacuna a ser preenchida por este estudo, visto que o contexto institucional tem o potencial de afetar quer a estrutura do CA, quer a remuneração do CEO. Neste aspecto, a presença de controle pode ser determinante para suplantando a influência das conexões sociais na remuneração do CEO ou para reforçar sua ação sinalizando a expropriação dos minoritários. Por conseguinte, os resultados possibilitarão novas análises quer acerca do relacionamento das conexões sociais na remuneração do CEO, quer sobre o efeito da concentração de controle.

A revisão de literatura evidenciou, ainda, a baixa representatividade de estudos que analisam os efeitos da concentração de controle nas estruturas de GC em mercados emergentes. As evidências encontradas são advindas, essencialmente, de mercados desenvolvidos, com baixa concentração de controle e fortes estruturas de GC (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; LIEW et al., 2022; MORCK; YEUNG, 2003). Assim, é relevante ampliar a investigação acerca da influência da concentração de controle nas estruturas de governança em mercados emergentes, dado que estes são caracterizados pela concentração de controle e pela baixa proteção legal aos investidores (CÉSPEDES; GONZÁLEZ; MOLINA, 2010; LIZARES, 2022; SUTTON et al., 2018).

O estudo de mercados emergentes é relevante pela possibilidade de coexistência de conflitos de agência entre principal e agente e entre principais (PANDA; LEEPSA, 2017). Dentre estes mercados, o Brasil pode fornecer evidências promissoras, pois congrega empresas com controle familiar, empresarial, governamental, compartilhado e disperso (CRISÓSTOMO; DE FREITAS BRANDÃO, 2019; KASTIEL, 2015). Ademais, é preciso atentar para o fato de que a rede corporativa no Brasil é densa e representativa do fenômeno denominado *small world*, o que significa que os atores estão próximos um do outro favorecendo o agrupamento,

o compartilhamento de visões e ações gerenciais e, conseqüentemente, o surgimento de conexões sociais (MENDES-DA-SILVA, 2011; RAMOS et al., 2023).

Ainda, especificamente em relação à remuneração dos executivos, o Brasil apresenta um cenário peculiar. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tornou obrigatória a divulgação da remuneração dos executivos através do Formulário de Referência (FR)¹ para o ano de 2010. Contudo, um grupo de empresas captaneadas pelo Instituto Brasileiro de Empresários de Finanças do Rio de Janeiro (IBEF/RJ) moveu uma ação judicial no intuito de reconhecer a ilegalidade da medida. Em sede de decisão liminar, foi concedido às empresas o direito de não apresentarem a informação. Segundo dados do IBGC, 18,8% das empresas que negociavam ações na B3 se utilizavam da medida em 2016 para não divulgarem dados sobre a remuneração da diretoria estatutária (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2018). A referida decisão foi revogada em 2018 quando a Justiça brasileira reconheceu a legalidade da divulgação.

Contudo, mesmo após a revogação da liminar algumas empresas não fizeram divulgações retroativas de modo que para o período de 2010 a 2018 não há dados completos acerca da remuneração dos executivos das empresas brasileiras. Esta postura das empresas apresenta reflexos no mercado como evidenciado por Costa et al. (2016). Os autores analisaram os determinantes e conseqüentes da escolha de não divulgação das informações de remuneração dos executivos por parte das empresas brasileiras. Os resultados indicaram que a decisão de não divulgar as informações está relacionada com o nível de remuneração dos CEOs. Apontaram, também, que esta postura impõe custos adicionais às empresas dada a desconfiança dos investidores. Dado que a remuneração dos executivos é potencialmente atrelada à expropriação dos acionistas minoritários (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020), é possível identificar a proeminência de conflitos entre os principais no mercado brasileiro.

Em suma, o mercado brasileiro caracteriza-se pela alta concentração acionária, pela preponderância de empresas familiares, pela existência de uma densa rede de CEOs e conselheiros e por claro conflito entre os principais. Estes fatores são potenciais indicadores de comprometimento da qualidade de governança corporativa tornando o Brasil um cenário capaz de fornecer elementos relevantes para discussão

¹ Instrução CVM nº 480/2009.

acadêmica acerca da interrelação entre o controle familiar, as conexões sociais e a remuneração do CEO (BRITO; MARTINS, 2013; CRISÓSTOMO; DE FREITAS BRANDÃO, 2019; DYCK; ZINGALES, 2004; MENDES-DA-SILVA, 2011; PRICE; ROMÁN; ROUNTREE, 2011; SALGADO et al., 2022; SAONA; MURO; ALVARADO, 2020).

Estudos precedentes avaliam a relação direta do controle nas estrutura do CA (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; LIZARES, 2022; MARTINS; COSTA, 2020; SÁNCHEZ-MARÍN et al., 2022) e na remuneração do CEO (FREITAS et al., 2020; MARQUEZAN et al., 2023; SÁNCHEZ-MARÍN et al., 2022). A mesma dinâmica é observada na literatura sobre controle pela perspectiva do controle familiar. Ou seja, os estudos avaliam a relação direta do controle familiar na estrutura do CA (BANSAL; THENMOZHI, 2020; PÉREZ-CALERO; HURTADO-GONZÁLEZ; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2019) ou na remuneração do CEO (CIEŚLAK, 2018; ERMEL; DO MONTE, 2018; YARRAM; ADAPA, 2021).

Neste aspecto, a presente tese avança em relação aos estudos precedentes, pois se propõe a avaliar a relação destes três elementos (controle familiar, estrutura do CA e remuneração do CEO) de modo integrado. Portanto, a avaliação do papel moderador do controle familiar no impacto das conexões sociais na remuneração dos executivos amplia a fronteira das pesquisas que abordam conexões sociais e remuneração de executivos, bem como àquela referente aos estudos acerca das características institucionais nos mecanismos de GC.

Não se ignora que estudos como o de Sánchez-Marín et al. (2022) evidenciam o papel moderador do contexto institucional nos determinantes da remuneração do CEO. Todavia, o estudo avalia o contexto institucional pela perspectiva do país-sede da bolsa de valores analisada (Reino Unido X Espanha). Neste aspecto, esta tese avança em relação ao estudo Sánchez-Marín et al. (2022) por analisar o contexto institucional no nível da empresa, ou seja, por analisar a concentração de controle como característica institucional. Já sob a perspectiva da remuneração, a presente tese tangencia o estudo em referência, pois avalia o efeito moderador na relação entre as conexões sociais do CEO com os membros do CA na remuneração do CEO. Por conseguinte, dada a ausência de outros estudos que abordem os reflexos da moderação do controle na remuneração dos executivos, assoma-se relevante ampliar a investigação, ainda incipiente, acerca do papel moderador que a concentração de controle pode exercer.

Os achados sobre este papel nos impactos das conexões sociais na remuneração executiva contribuirão para a compreensão dos conflitos de agência decorrentes dessa relação em mercados acionários emergentes. Logo, esta pesquisa diferencia-se das anteriores tanto pela abordagem do papel moderador da concentração de controle, quanto por evidenciar que esta característica de mercado e os mecanismos internos de governança (estrutura do CA e remuneração do CEO) interagem entre si.

Metodologicamente, esta tese também avança em relação à literatura revisada dado que esta mormente analisa as conexões do CEO sob a perspectiva da análise de redes sociais ou do *board interlocking*. Para esta metodologia o laço entre os agentes se forma através do compartilhamento de determinado cargo ou função em empresas distintas (ROSSONI; ARANHA; MENDES-DA-SILVA, 2018; SALGADO et al., 2022). Existem pesquisas, todavia, que abordam a temática das conexões sociais sob a perspectiva da homofilia. Porém, o fazem considerando o número de conexões em termos absolutos e não através de um índice capaz de agregar as diversas dimensões de capital social como o proposto na presente pesquisa (BALSAM; KWACK; LEE, 2017a; JAVAKHADZE; SHELTON, 2022).

Assim, a presente tese se aproxima do estudo de Balsam, Kwack e Lee (2017) e de Hwang e Kim (2009) por abordar a temática das conexões sociais sob a visão da homofilia. Em contrapartida, se distancia em termos metodológicos pois, utilizamos um Índice de Conexão Social (ICS) como métrica para as conexões (LOCATELLI; RAMOS; COSTA, 2021a; LOCATELLI; RAMOS; SPRENGER, 2021; RAMOS et al., 2023). A utilização de um índice permite a análise agregada dos dados facilitando sua interpretação independentemente das características do mercado ou das empresas.

No que concerne aos efeitos das conexões sociais, as pesquisas centram-se na análise do poder gerencial na mitigação do monitoramento do CA, como o estudo de Yin, Zhang e Han, (2020), e na influência sobre a remuneração do CEO, como o estudo de Vo e Canil (2019). Neste aspecto, a presente tese se aproxima da abordagem teórica trazida pelos estudos citados ao pressupor que a presença das conexões sociais mitiga o monitoramento aumentando a remuneração do CEO.

Todavia, os estudos que analisam as conexões sociais entre CEO e membros do CA, o fazem com base em indicadores isolados (variáveis dicotômicas) desconsiderando a avaliação agregada dos dados através de um índice único, como o proposto nesta tese. Assim, a presente tese difere do estudo de Hwang e King

(2009) e o de Balsam, Kwack e Lee, (2017) sob a perspectiva metodológica. A tese se difere, ainda, do estudo de Tan *et al* (2021), pois se propõe a analisar a influência de cinco indicadores de conexões sociais na remuneração do CEO.

Destarte, esta pesquisa diferencia-se das anteriores tanto pela abordagem do papel moderador da concentração de controle, quanto por evidenciar que esta característica de mercado e os mecanismos internos de governança (estrutura do CA e remuneração do CEO) interagem entre si, tornando mais claro o desenho dos conflitos de agência no ambiente institucional brasileiro. A tese, portanto, amplia a base de evidências empíricas existente quer sobre os reflexos das conexões sociais na remuneração do CEO, mas, especialmente, quanto ao papel moderador do controle familiar.

1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Esta tese limita-se à análise das conexões sociais do CEO sob a perspectiva da homofilia e com a utilização de um Índice de Conexão Social composto por 5 indicadores já utilizados pela literatura.

A tese não considera os demais aspectos relacionados à remuneração não contemplados nas variáveis de controle, a exemplo do apetite ao risco do CEO.

Dada a limitação dos dados disponíveis, esta pesquisa não engloba benefícios pagos na saída do CEO (demissão ou aquisição).

1.5 TESE

Frente aos elementos apresentados, a tese pode ser sintetizada de acordo com a Figura 1.

Figura 1 – Síntese da tese

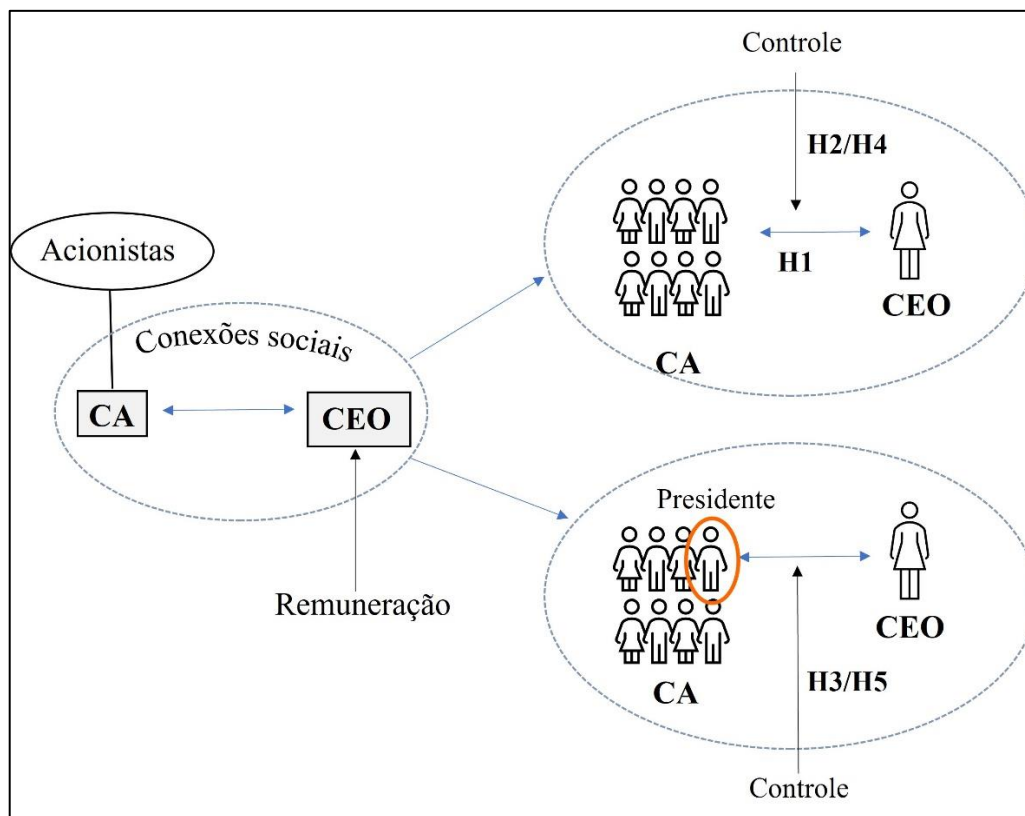
Teoria	Teoria da Agência
Problema	A concentração de controle modera o impacto das conexões sociais entre o CEO e os membros do CA na remuneração do CEO?
Objetivo geral	Identificar os efeitos da moderação da concentração de controle, através do controle familiar, no impacto das conexões sociais entre o CEO e o Conselho de Administração na remuneração do CEO.

Objetivos específicos	<ul style="list-style-type: none"> • Analisar os efeitos da moderação da concentração de controle no impacto das conexões no nível do Conselho de Administração na remuneração do CEO. • Analisar os efeitos da moderação da concentração de controle no impacto das conexões no nível do Presidente do Conselho de Administração na remuneração do CEO.
Tese proposta	A concentração de controle modera os efeitos das conexões sociais na remuneração do CEO.

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

As informações trazidas na Figura 1 permitem compreender a relação dos elementos da presente pesquisa. Graficamente, a tese é representada pela Figura 2.

Figura 2 - Desenho da tese



Fonte: Elaborado pela autora (2024).

A tese representada nas Figuras 1 e 2 está estruturada em 5 capítulos. O primeiro consiste na introdução onde são apresentadas a contextualização, o problema de pesquisa, o objetivo geral, a justificativa e a estrutura da tese. O segundo capítulo consiste no referencial teórico onde é abordada a Teoria de Agência pela lente teórica da contratação eficiente e do poder geral. Aborda-se, ainda, os efeitos das conexões sociais na remuneração dos executivos, bem como os reflexos do

controle no conselho de administração e na remuneração dos executivos. Por fim, são apresentadas as hipóteses de pesquisa.

O terceiro capítulo versa sobre a metodologia. Já o quarto apresenta a análise e discussão dos resultados e o quinto as considerações finais. Por fim, serão apresentadas as referências utilizadas na pesquisa.

2. REVISÃO LITERATURA

Neste capítulo é apresentado o arcabouço teórico desta tese sob a ótica da Teoria de Agência explorando os reflexos da lente teórica da contratação eficiente e do poder geral na remuneração dos executivos. Posteriormente, abordam-se os efeitos das conexões sociais na remuneração dos executivos, bem como os reflexos do controle no conselho de administração e na remuneração dos executivos. Por fim, são apresentadas as hipóteses de pesquisa.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

A busca por melhores soluções econômicas para os negócios, trouxe um novo desenho de gestão no qual o poder gerencial não necessariamente é detido por aqueles que detêm a propriedade do negócio. Assim, desde Berle e Means (1932) estudiosos buscam identificar impactos positivos e negativos da separação entre gestão e propriedade. Sob este aspecto, um fator de geração de impacto é a relação de agência, a qual foi definida por Jensen e Mecklin (1976) como a relação estabelecida entre gestores (agente) e proprietários (principal).

Os atores deste cenário (agente e principal) são maximizadores de utilidade, agem a partir de uma racionalidade limitada e de um conjunto de contratos que são imperfeitos (JENSEN; MECKLIN, 1976). Logo, desta relação de agência podem advir problemas de agência, como o conflito de interesse e a assimetria de informação.

No primeiro, sopesamos que os interesses do principal e do agente podem estar desalinhados. Isto decorre de que os atores possuem motivações diversas para agir e, portanto, seus interesses particulares raramente estarão alinhados aos outros interesses individuais ou aos interesses do grupo a que este indivíduo pertença ou represente. Este desalinhamento fará com que as ações do agente sejam auto interessadas levando, em última análise, à supressão dos interesses do principal em detrimento dos interesses do agente (MILGROM; ROBERTS, 1992; PANDA; LEEPSA, 2017).

Já ao se referir à assimetria de informação, consideramos que a informação não é distribuída uniformemente entre todos os atores. Assim, alguns agentes poderão deter um maior volume de informações ou informações mais qualificadas do que outros; ou, ainda, do que o principal. Sob este aspecto, pode haver a manipulação ou ocultação de informações que afetará diretamente a relação entre os atores, gerando diferentes níveis de conhecimento. A partir disto e, aliado o comportamento oportunista, o agente pode desenvolver um comportamento que comprometa uma gestão eficiente e transparente afetando a confiança entre as partes (ARROW, 1985; WILLIAMSON, 1985).

Neste aspecto, o agente, como “operador” da organização detém mais informações do que o principal e pode, a partir disto, buscar uma ação auto interessada em detrimento dos interesses do grupo representado por ele. Estas condições se relacionam com a motivação do agente e, a partir dela, cabe à

organização o *design* de um sistema eficiente de incentivos que melhor alinhe os interesses pessoais do agente aos do principal (MILGROM; ROBERTS, 1992). Sob tal aspecto, a literatura busca apontar soluções (estruturas ou mecanismos) que mitiguem estes problemas como, por exemplo, a remuneração do agente.

Diante de tais premissas, a remuneração do CEO pode ser vista sob dois pontos de análise diversos como sinalizado por Bebchuk e Fried (2003). Por um lado, a remuneração seria uma solução parcial aos problemas de agência, pois incentivaria o CEO a atuar no melhor interesse dos acionistas. Nesta perspectiva, haveria um “contrato ótimo”, ou seja, um esquema de remuneração (pacote de remuneração) ideal que faria com que o CEO maximizasse os interesses dos acionistas em detrimento dos seus interesses pessoais.

Dado que o Conselho de Administração (CA) é o órgão responsável pela contratação, monitoramento e definição da remuneração do CEO, caberia a este projetar e negociar um esquema de remuneração ideal ou que, ao menos, se aproxime de assegurar o alinhamento entre o gestor e as decisões dos acionistas. A lente teórica da contratação eficiente espera, portanto, que a remuneração estabelecida para os agentes seja capaz de suplantar eventuais deficiências de monitoramento. Sob este enfoque, a remuneração deve oferecer incentivos capazes de dificultar a expropriação dos acionistas pelos agentes. (GÖX; HEMMER, 2020; VO; CANIL, 2019).

Sob outro ponto de vista, a remuneração é tida como parte do problema de agência. Isto porque o esquema de remuneração pode refletir a busca pela extração de renda ao invés de consistir em um incentivo eficiente para mitigar o conflito de interesse. Nesta circunstância, o poder gerencial dos atores (CEO e CA) será determinante para negociação de um pacote de remuneração que assegure os interesses dos acionistas, pois a assimetria informacional existente entre os agentes pode levar à ineficiência da contratação. (BEBCHUK; FRIED, 2003; MILGROM; ROBERTS, 1992; VO; CANIL, 2019). Isto porque, na perspectiva do poder gerencial, estruturas de governança fracas permitiriam que os CEOs exercessem poder sobre o CA possibilitando que este CEO, em última análise, controle o nível e a estrutura de sua própria remuneração (GÖX; HEMMER, 2020).

Frente a tais circunstâncias, caberia ao CA estabelecer um nível e composição adequados de remuneração capazes de incentivar o CEO a agir em prol dos interesses dos acionistas. Desta forma, a remuneração precisaria estar baseada em indicadores capazes de apontar se o CEO maximizou o valor da empresa devendo,

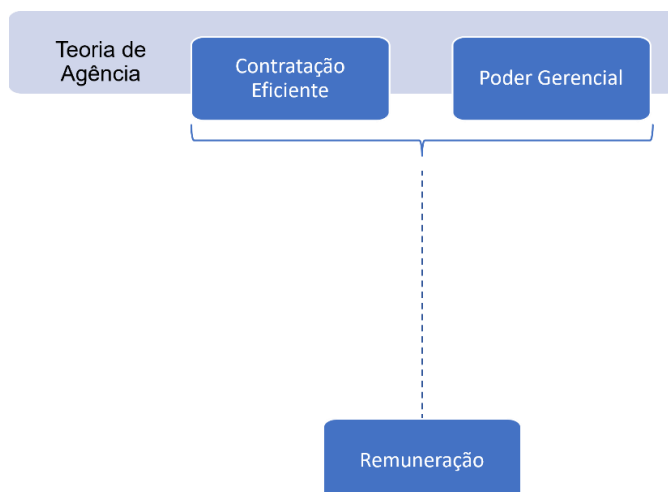
assim, estar atrelada ao desempenho contábil da empresa como também ao valor das ações (ALBUQUERQUE; DE FRANCO; VERDI, 2013; HOLMSTRÖM, 1979; PANDA; LEEPSA, 2017). Todavia, há heterogeneidade na configuração do pacote de remuneração dos CEOs e, portanto, inexistente um modelo universal capaz de atender aos objetivos de todos os CEOs e empresas.

Apesar disto, sabe-se que os elementos mais usuais que compõem os pacotes de remuneração dos CEOs são: salário, bônus anual, pagamentos de longo prazo, planos de incentivo, concessões de opções restritas e concessões de ações restritas. Pode haver, ainda, gratificações, indenizações, pacotes de privilégios em caso de aposentadoria ou demissão além de benefícios corporativos indiretos (EDMANS; GABAIX; JENTER, 2017; PANDA; LEEPSA, 2017).

Esta pluralidade de estruturas dificulta a análise dos determinantes e consequentes da remuneração do CEO, pois a remuneração do CEO pode ser afetada por fatores observáveis e fatores não observáveis (FINKELSTEIN; HAMBRICK; CANNELLA, 2009). Assim, além do componente gerencial, é preciso adicionar perspectivas econômicas, políticas e sociológicas à análise. Neste aspecto, por um lado, a remuneração do CEO pode ser vista como o resultado da capacidade do CEO definir seu próprio salário e extrair renda em detrimento dos interesses dos acionistas. Por outro, porém, pode ser vista como o resultado eficiente do mercado de trabalho otimizado dos CEO's onde as empresas irão competir pelos CEOs mais talentosos (PANDA; LEEPSA, 2017).

Assim, a análise de elementos que possam impactar na conformação da remuneração do CEO pode fornecer evidências acerca dos conflitos existentes nas empresas. Pode, ainda, apresentar elementos que sinalizem se as estruturas de governança estão atuando de modo eficiente na tutela dos interesses dos acionistas minoritários. Dentre os elementos já mapeados pela literatura revisada, esta tese centra-se na análise das conexões sociais internas do CEO e na atuação da concentração de controle nesta relação como evidenciado nas seções subsequentes.

Figura 3 – Síntese do Contexto teórico



Fonte: elaborada pela autora (2024).

2.2. CONEXÕES SOCIAIS E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

Espera-se que a remuneração do CEO reflita seu desempenho na gestão da empresa. Todavia, a remuneração não é determinada, apenas, por elementos econômicos atrelados ao desempenho da empresa ou à performance do CEO (FINKELSTEIN; HAMBRICK; CANNELLA, 2009; SCHULZ; FLICKINGER, 2020). Um elemento não econômico capaz de influenciar na remuneração do CEO é o capital social deste. O capital social, ou a Teoria do Capital Social, pressupõe que uma rede fornece valor aos seus membros, pois permite o acesso a recursos que não seriam acessados, ou seriam acessados com mais dificuldade, sem a rede (BOURDIEU, 2018; DE CAMARGO FIORINI et al., 2018). O capital social pode ser visto sob a perspectiva do indivíduo, de um grupo, empresa ou mesmo de uma sociedade. Destas, esta tese centra-se na perspectiva do capital social individual.

A literatura diverge quanto à conceituação exata de capital social², mas este pode ser entendido como uma metáfora para vantagem, dado que a estrutura social construída por um indivíduo a partir dos seus relacionamentos pode gerar para si vantagens competitivas na busca de seus fins (BURT, 2000). Estes relacionamentos podem ser formados a partir de interações entre indivíduos que variam em termos de

² Para Coleman (1990) o capital social é, em livre tradução, “definido por sua função. Não é uma entidade única, mas uma variedade de entidades diferentes com duas características em comum: todas elas consistem em algum aspecto da estrutura social e facilitam certas ações dos indivíduos que estão dentro da estrutura. Assim como outras formas de capital, o capital social é produtivo, possibilitando a realização de determinados fins que não seriam alcançáveis em sua ausência.” Já Nahapiet e Ghoshal (1998) partem da conceituação de Putnam (1995) para definir que capital social é a soma dos valores reais e recursos essenciais incorporados, disponíveis através e/ou derivados da rede de relacionamentos possuída por um indivíduo.

intensidade e reciprocidade, sendo possível distinguir três níveis ou camadas de interação (LIN, 2008).

O nível mais interno encerra relações pessoais e confidenciais advindas do compartilhamento de relações recíprocas e intensas. O nível intermediário é marcado pelo compartilhamento de informações e recursos sem que haja, necessariamente, a interação direta e recíproca entre os membros. Seriam, portanto, vínculos. Já o nível mais superficial é marcado por associações e compartilhamento de identidade sem pressupor que os membros interajam entre si. Neste caso, uma coletividade ou instituição fornece o pano de fundo para a associação ou identidade (por exemplo, igreja, instituições de ensino ou clube) dos indivíduos caracterizando-se como focos sociais (BEREZINETS; GARANINA; ILINA, 2016; FELD, 1981, 1982; LIN, 2008). A análise deste nível de interação pauta a presente tese.

Os elementos das mais variadas ordens que possibilitam a reunião das pessoas facilitando o relacionamento destas em busca da homogeneidade são chamados focos sociais. Essas relações, mediadas pelos focos sociais, proporcionam aos partícipes um sentimento de pertencimento que facilita a interação pessoal através da homofilia (afinidade por pessoas similares). A homofilia prediz que as relações são mais prováveis entre pessoas que compartilham atributos sociais. Assim, é mais provável que um indivíduo escolha se relacionar com aqueles que possuam características similares. Isto porque a similaridade, elemento central da homofilia, prenuncia que as pessoas se mostram mais confortáveis com aquelas com quem compartilham características e semelhanças (BURT, 2005; FELD; GROFMAN, 2009; FELD, 1981, 1982; MCPHERSON; SMITH-LOVIN; COOK, 2001).

A homofilia, portanto, seria o elemento capaz de induzir a formação da rede ensejando o capital social ao CEO. O capital social está fundamentado nas informações, recursos e reciprocidade resultantes das redes sociais e da posição social de um indivíduo (FERRIS; JAVAKHADZE; RAJKOVIC, 2017; WOOLCOCK, 1998). Sob esta premissa, certos mecanismos da rede, como o contágio, proeminência e o alcance, são responsáveis pelo capital social do indivíduo.

O espectro do contágio prediz que o CEO com alto capital social balizaria o comportamento dos demais membros da rede. Já pela perspectiva da proeminência, o capital social representa um sinal de qualidade do seu detentor. Se por um lado, numa rede densa/coesa (fechamento) a informação circula melhor e mais rápido e, portanto, a própria rede pode servir como mecanismo de monitoramento dos seus

integrantes; por outro, dependendo da estrutura da rede, o fechamento pode induzir a viés de pensamento/decisão. Já na perspectiva da corretagem o CEO pode atuar como uma ponte entre grupos distintos na rede sem o qual tais grupos não se relacionariam (BURT, 2000; GRIFFIN et al., 2021).

Podemos pensar a rede de relacionamentos do CEO a nível de mercado e, portanto, externa à empresa (CEO com os demais CEOs do mercado) ou a nível da empresa (rede interna - CEO com os membros do CA da mesma empresa). Neste escopo, os mecanismos de rede possibilitariam a formação de capital social para um CEO de modo distinto para cada nível. Se a rede externa pode ser favorável à empresa por conceder acesso a recursos; internamente, a rede CEO – membros do CA pode mitigar o monitoramento do CA e conferir poder de barganha ao CEO fazendo com que este CEO obtenha mais benefícios privados, como remuneração e mandatos sucessivos (ENGELBERG; GAO; PARSONS, 2013; JAVAKHADZE; SHELTON, 2022; VO; CANIL, 2019; YIN; ZHANG; HAN, 2020).

Nesta seara, a presente tese centra-se no efeito das conexões sociais internas entre o CA e CEO e nos seus reflexos para a remuneração do CEO. As codificações de boas práticas de governança corporativa recomendam que os membros do Conselho de Administração (CA) sejam independentes. Neste sentido, a conceituação formal de independência pressupõe que os membros do CA não tenham relação econômica ou familiar com o acionista controlador, diretores ou CEO da empresa. Isto porque espera-se que conselheiros independentes exerçam melhor monitoramento e assegurem o alinhamento das decisões do CEO aos objetivos dos acionistas do que aqueles com algum tipo de relacionamento com o CEO, empresa ou outros diretores (STEVENSON; RADIN, 2009).

A conceituação formal de independência ignora, contudo, que a empresa é uma comunidade social favorável ao desenvolvimento de um alto nível de capital social através da formação de redes de relacionamento. Da mesma forma, desconsidera que a independência formal desprovida de independência social pode ser insuficiente para assegurar a eficácia do CA. (GRANOVETTER, 1973; NAHAPIET; GHOSHAL, 1998; PUTNAM, 1995; TUNG, 2011). Assim, ao se utilizar da definição formal para independência deixa-se de considerar que os membros do CA possam se conectar de outras formas ao CEO, como por exemplo através de fatores sociais que incentivem a interação entre os agentes dada a homofilia.

Sob esta ótica, desde os estudos de Westphal (1999) e de Adams e Ferreira (2007) uma outra perspectiva foi dada à análise da independência dos membros do Conselho de Administração. Os autores suscitaram que a existência de fatores/focos sociais comuns entre os membros do CA e o CEO atuam como pontos de conexão entre estes agentes influenciando nas decisões do CA. Isto porque, na presença das conexões sociais há uma mudança nas expectativas normativas entre os indivíduos que as compartilham, de modo que suas ações tendem a serem regidas por normas comunitárias que promovem o cuidado mútuo, a confiança e a interpretação mais favorável das ações dos outros (FAN et al., 2019; TAN et al., 2021). Assim, a ausência de relações formais comerciais, familiares e de trabalho entre os membros do CA e a empresa, ou entre os membros do CA e o CEO passou, então, a ser vista como insuficiente para assegurar a independência do CA.

O papel do CA dentro de uma organização varia de acordo com o contexto de onde a empresa está inserida. Em um ambiente anglo-saxão, como nos países norteamericanos e parte dos países Europeus, a estrutura de governança corporativa é composta por um único conselho com funções de aconselhamento e monitoramento da gestão. Em países como Japão, Itália, França, Alemanha, Áustria e Brasil podem coexistir dois conselhos havendo, assim, a segregação entre o papel de monitoramento e o de aconselhamento. Na presença de um único conselho, o CEO passaria a ter discricionariedade acerca das informações a serem repassadas ao CA, uma vez que o órgão seria o responsável pelo seu monitoramento. Esta discricionariedade afetaria o fluxo de informação e, conseqüentemente, a qualidade do aconselhamento do CA (ADAMS, 2000; ADAMS; FERREIRA, 2007a).

Sob a perspectiva do aconselhamento, as conexões sociais podem impactar positivamente no fluxo de informação entre o CEO e o CA, pois a confiança entre o CEO os membros do CA incentivaria o CEO a compartilhar mais informações com o CA tornando-o mais eficiente sob a perspectiva do aconselhamento. Essa corrente da literatura argumenta que os laços de amizade entre conselho e CEO promovem um maior envolvimento do conselho na tomada de decisões corporativas podendo afetar positivamente o valor da empresa. Assim, a presença de conexões sociais atuaria como um redutor da assimetria de informação (ADAMS; FERREIRA, 2007a; HOUSTON; LEE; SUNTHEIM, 2018).

Sob tal perspectiva, um CA com laços de amizade podem estar mais bem posicionados para sinalizar descontentamento com as estratégias corporativas da

empresa. Da mesma forma, pode ser mais fácil para o CEO compartilhar informações sensíveis com o CA quando este CA é amigável; o que seria mais difícil de comunicar sem essas conexões (FAN et al., 2019; HOUSTON; LEE; SUNTHEIM, 2018). Estudos como o de Fracassi e Tate (2012), Hoitash (2011), Zhao (2022) e Ramos et al. (2023) veem as conexões sociais intraempresa como um meio através do qual informações valiosas podem fluir entre CEOs e CA trazendo benefícios para a empresa.

Já a outra corrente da literatura analisa o impacto das conexões na função de monitoramento do CA. Sob esta visão, o CA é composto por pessoas com condições e interesses diversos (financeiros, participação acionária, vinculação com acionistas e/ou controladores etc.). Assim, temos que os membros do CA terão incentivos pessoais diferentes para executar suas funções. Seus mercados de trabalho pessoais são diferentes levando a preocupações igualmente diversas quanto à reputação pessoal e ao desempenho da empresa a cujo CA servem. Da mesma forma, os membros do CA também se diferem em termos de relacionamento com o CEO e sua disposição de monitorá-lo (ADAMS, 2017; HERMALIN; WEISBACH, 1998).

Sob tal premissa, os conselheiros agirão, não apenas como representantes auto interessados com racionalidade limitada dos acionistas, mas como atores sociais cujos motivos derivam dos “papéis e identidades multiplex” que acumulam por meio da socialização e da experiência anterior (GUPTA; WOWAK, 2017; WESTPHAL; ZAJAC, 2013). Assim, dada a dinâmica organizacional estabelecida, o CA pode adotar uma postura mais relacional e menos racional no momento da tomada de decisão, enfraquecendo o monitoramento.

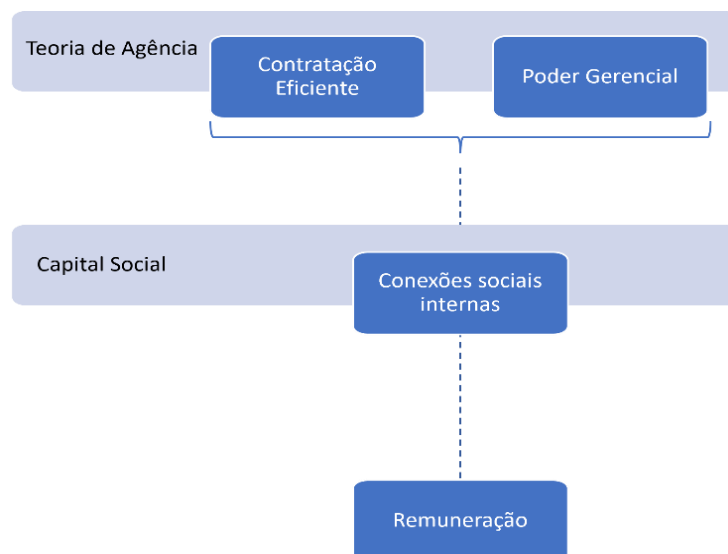
Desta forma, o sentimento de homofilia entre os membros do CA e o CEO pode interferir nas funções do CA de modo a influenciar a credibilidade e a tomada de decisão (KAUFMAN, 2012). Neste sentido, a presença de conexões sociais que favoreçam o relacionamento entre os membros do CA e o CEO pode refletir no poder de barganha existente entre tais agentes essencialmente no que se refere à remuneração do CEO. Assim, um aspecto que pode sinalizar a postura do CA em relação aos acionistas é a remuneração do CEO.

Hermalin e Weisbach (1998) referem que a dinâmica de relações entre o CEO e os membros do conselho de administração é endógena e permeada pelo poder de barganha dos agentes. Desta relação, pode-se esperar que um CEO conectado com os membros do CA capture o conselho de modo a obter vantagens. Por outro lado, ao serem nomeados para um conselho de administração, os indivíduos predispõem-se a

incentivos para se manterem no cargo. Assim, os membros do CA podem ser levados a apoiarem um CEO ou aliarem-se a ele, de modo a resguardar suas posições. (BALSAM; KWACK; LEE, 2017a).

Todavia, em que pese as conexões tenham relevância para a determinação da remuneração do CEO, as características do mercado acionário em que as empresas estão inseridas também se mostram relevantes. Isto porque, as características proeminentes das empresas que marcam o mercado de determinado país influenciam quer na estrutura do Conselho de Administração, quer na remuneração do CEO como tratado na seção seguinte.

Figura 4 – Características das empresas e remuneração



Fonte: elaborada pela autora (2024).

2.3. REFLEXOS DO CONTROLE NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E NA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

Como tratado na seção 2.1, a remuneração dos executivos pode ser vista como um mitigador dos problemas de agência ou como parte integrante destes problemas. Ocorre que os problemas de agência podem ser modulados pelo ambiente institucional. Estudos seminais como o Morck; Shleifer e Vishny (1988) e de La Porta; Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999) demonstram que as estruturas de governança corporativa variam com as características culturais dos países e de seus mercados.

Nos países Anglo-Saxões, a exemplo dos Estados Unidos e da Inglaterra, há uma maior proteção legal aos acionistas e os mercados são caracterizados pela pulverização do capital entre os acionistas. Assim, dada a dispersão da propriedade, os problemas de agência são evidenciados entre o principal e o agente (ATTIG; EL GHOUL; GUEDHAMI, 2009; CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; STUDIES; 2009). Nestes cenários, portanto, as estruturas de incentivo, como a remuneração do agente, possuem maior relevância de modo a assegurar o alinhamento de interesses entre principal e agente.

Por sua vez, nos demais países e, especificamente em mercados emergentes, há um cenário de baixa proteção legal ao investidor (*enforcement*) e as empresas são caracterizadas pela concentração de propriedade e controle. Esta concentração pode decorrer da retenção de um grande volume de ações por poucos acionistas, ou, então, da formação de blocos de controle (*blockholders*). Em tais mercados, o conflito ocorre mormente entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários, ou seja, um conflito principal-principal. Em tais situações, a remuneração do agente pode ser um sinalizador da expropriação dos minoritários pelos majoritários (CÉSPEDES; GONZÁLEZ; MOLINA, 2010; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; SUTTON et al., 2018).

Importante diferenciar que, enquanto a concentração de propriedade (ou concentração acionária) relaciona-se com o percentual de ações detido pelos principais acionistas da empresa, o controle acionário diz respeito à identificação do(s) acionista(s) que detém o controle³ da empresa. Sob outro enfoque, a concentração

³ O Artigo 116 da Lei 6.404/76 dispõe que:

acionária assegura a concentração de fluxo de caixa decorrente da propriedade enquanto o controle acionário pode assegurar a ingerência nas decisões estratégicas da empresa e na determinação de como os lucros são aplicados ou distribuídos. Logo, ainda que o controle⁴ possa decorrer da concentração acionária, estas figuras não se confundem (CLAESSENS; FAN, 2002; COMPARATO; FILHO, 2013)

Demsetz e Lehn (1985) evidenciam que o controle acionário pode ser expresso através do ganho alcançável em decorrência de um monitoramento mais eficaz pelos proprietários no desempenho da empresa. A estrutura de propriedade, portanto, é relevante na análise dos conflitos entre os interesses dos gestores e dos acionistas, ou dos acionistas majoritários e minoritários, pois o controle e a gestão por si só não asseguram este alinhamento. Soma-se a isto o fato de que a presença de mecanismos como coalização de acionistas, pirâmides societárias ou participações cruzadas, por exemplo, pode reforçar o poder de controle por determinados grupos ou pessoas a despeito da participação acionária individual (BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; GORGA, 2009).

A equivalência entre a proporção detida de propriedade e de controle assegura que os incentivos do acionista limitem-se à sua participação acionária. Neste cenário, o incentivo ao monitoramento seria equivalente ao incentivo à expropriação. Contudo, este equilíbrio não é regra podendo haver disparidade entre a concentração de propriedade e a concentração de controle levando, portanto, ao desequilíbrio dos incentivos. Tal desequilíbrio dá origem a duas perspectivas distintas: (i) se, por um lado, a concentração de controle pode incentivar um monitoramento mais presente mitigando a discricionariedade gerencial (CLAESSENS et al., 2002; SHLEIFER; VISHNY, 1986); por outro, (ii) pode aumentar o incentivo à expropriação por parte dos controladores (DEMSETZ; LEHN, 1985; SHLEIFER; VISHNY, 1986; YOUNG et al., 2008).

“Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.”

⁴ A fim de simplificação, passa-se a usar o termo controle para referir-se ao controle acionário.

A primeira perspectiva é tratada pela literatura como hipótese ou enfoque do alinhamento ou substituição. Por ela, os acionistas controladores⁵ exercem um monitoramento mais ostensivo e presente na empresa. Isto porque, eles possuiriam condições de realizar um controle direto das ações dos gestores dispensando a presença de uma estrutura robusta de governança corporativa. O entendimento é, portanto, no sentido de que os controladores podem optar por reduzir os custos de agência passando a exercer o monitoramento diretamente. Desta forma, a empresa asseguraria recursos sobressalentes para investimento em outras frentes (BOZEC; BOZEC, 2007; CLAESSENS; FAN, 2002; VILLALONGA; AMIT, 2006).

Em um dado limite, a presença de acionistas controladores pode indicar um aspecto positivo aos investidores. Isto porque, a partir de certo ponto, a posição de controle já estará consolidada e o aumento da concentração não impactaria a posição de controlador. Ainda, se este acionista controlador possuir, também, uma representatividade significativa na participação da empresa (fluxo de caixa), isto pode evidenciar um “desestímulo” à expropriação já que a perda imposta aos minoritários será, guardadas as proporções, igualmente imposta ao controlador (CLAESSENS; FAN, 2002; MARTINS; COSTA, 2020).

Já pela perspectiva da expropriação ou do entrincheiramento, os acionistas controladores utilizam-se de arranjos organizacionais para aumentar o controle sem, necessariamente, o correspondente aumento da propriedade (fluxo de caixa). Sob tal enfoque, os acionistas controladores possuem incentivo para extrair benefícios privados às custas dos acionistas minoritários, pois suportam apenas uma fração deste custo. Por exemplo, se o controlador for, também, o gestor da empresa este dificilmente será demitido em caso de baixo desempenho. Ainda, a depender dos interesses do controlador para a empresa, este pode evitar aquisições hostis. Em ambos os casos haverá o aumento dos custos de agência para os acionistas os quais serão suportados pelo controlador apenas na fração correspondente à sua participação acionária (BOZEC; BOZEC, 2007; MARTINS; COSTA, 2020)

Ainda, o controlador pode impor as suas preferências pessoais, mesmo que essas preferências sejam contrárias às dos acionistas minoritários. Neste enfoque, o desequilíbrio entre a concentração de propriedade e o controle abre espaço para

⁵ Para fins desta tese, adota-se a terminologia “acionistas controladores” para em referência a presença de um ou mais acionista controlador. Não se ignora, portanto, que o controle possa ser exercido por apenas um indivíduo.

condutas autointeressadas do controlador evidenciando a importância das estruturas de GC. A literatura já se debruçou sobre os reflexos do controle nas estruturas de GC concluindo que, independentemente da perspectiva a ser olhada (se substituição ou alinhamento), a presença de controle impacta as estruturas de governança corporativa (DAHYA; DIMITROV; MCCONNELL, 2023; DESENDER et al., 2013; MARTINS; COSTA, 2020; MONEM, 2013).

No que tange ao Conselho de Administração, não há consenso na literatura acerca dos efeitos da concentração de controle na estrutura do CA. Martins e Costa (2020) identificaram que os acionistas controladores tendem a selecionar conselheiros com menos conhecimento da empresa e mais preocupados com sua reputação. Deste modo, sinalizariam ao mercado que suas decisões buscam maximizar o valor da empresa. No mesmo sentido, Dahya; Dimitrov e Mcconnell (2023) concluem, ao analisarem uma amostra de 782 empresas com controle definido em 22 países, que a presença de conselhos mais independentes é um mecanismo relevante para a não expropriação dos acionistas minoritários, pois asseguram um melhor valor da empresa.

Em contrapartida, a literatura também aponta resultados com impacto negativo na estrutura do Conselho de Administração. Estudos relacionam que a presença de controladores está positivamente associada à dualidade do CEO (LIZARES, 2022) e à presença de conselheiros não independentes (ACERO FRAILE; ALCALDE FRADEJAS, 2014; LIZARES, 2022; SETIA-ATMAJA; HAMAN; TANEWSKI, 2011). Tais estudos fornecem evidências de que na presença de acionistas controladores, a efetividade do monitoramento do CA pode ser comprometida.

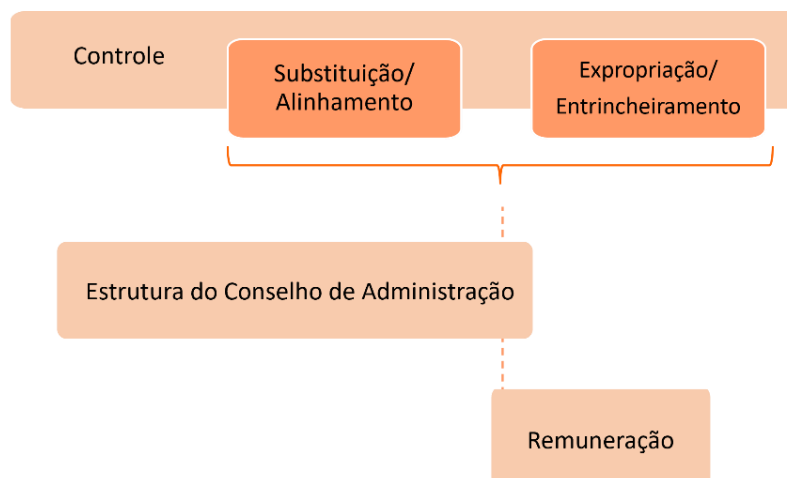
Para além da ingerência no Conselho de Administração, a presença de controle pode refletir, ainda, na remuneração do CEO. Isto porque, a atuação do controlador na empresa pode fornecer incentivos diversos para a definição da remuneração do CEO. A partir da perspectiva da substituição, é esperado que o controlador possua interesse e poder para definir a remuneração do CEO. Ou seja, estima-se que o controlador tenha interesse em reduzir os custos de monitoramento fazendo-o de modo direto, mitigando o oportunismo do gestor. Da mesma forma, espera-se que o controlador negocie em condições de igualdade a remuneração do CEO sendo capaz de fixá-la em um nível que maximize os interesses dos acionistas. Nestas condições, seria dispensável uma remuneração maior a fim de assegurar o alinhamento deste gestor aos interesses do controlador (ALI et al., 2022; KASTIEL, 2015).

Já pela perspectiva do entrincheiramento, espera-se que o controlador busque mais oportunidade de obter benefícios próprios. Nesta perspectiva, a remuneração do CEO pode ser utilizada como forma de assegurar o alinhamento entre o gestor e o acionista controlador, possibilitando, assim, a expropriação dos acionistas minoritários. A remuneração do CEO pode ser vista, portanto, como uma forma de assegurar a lealdade do CEO ao controlador de modo que este não se oponha à expropriação dos acionistas minoritários. (BARONTINI; BOZZI, 2011; CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; KASTIEL, 2015; LIEW et al., 2022)

Ocorre que mesmo entre as empresas que possuem acionistas controladores a estrutura de controle varia dificultando que se façam generalizações acerca da influência do controle na estrutura do conselho de administração e na remuneração do CEO. Sob este prisma, a análise de mercados heterogêneos, como o brasileiro, pode fornecer resultados interessantes, dada a possibilidade de coexistência de empresas com controle familiar, empresarial, governamental, compartilhado e disperso (CRISÓSTOMO; DE FREITAS BRANDÃO, 2019; KASTIEL, 2015).

Neste cenário, a análise da influência do controle familiar nas estruturas de governança corporativa (conselho de administração e remuneração) passa a ser relevante sobretudo em mercados emergentes para os quais não se dispõe de vasta evidência empírica. Desta forma, esta tese pretende investigar a interação destes mecanismos, como evidenciado na seção subsequente.

Figura 5 – Reflexos do controle nas estruturas de GC



Fonte: elaborada pela autora (2024).

2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Coase (1937) foi o primeiro a apresentar a firma como um nexo de contratos. Com base neste quadro teórico e na teoria da empresa de Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983) argumentaram que as ineficiências decorrentes do desalinhamento de interesses entre proprietários e gestores são reduzidas à medida que aumentam os incentivos gerenciais para tomar decisões de maximização de valor. Neste sentido, um dos contratos relevantes formalizados pela empresa e capaz de atuar neste alinhamento de interesses é o que define a remuneração do CEO. Isto porque a remuneração do CEO projeta reflexos internos e externos. Se por um lado, ela pode ser determinante para reter e motivar o CEO, por outro pode afetar a reputação da empresa no mercado (EDMANS; GOSLING; JENTER, 2023).

Tanto a perspectiva teórica da contratação eficiente quanto a perspectiva do poder gerencial buscam fornecer elementos para a compreensão dos fatores que determinam e influenciam a conformação da remuneração do CEO. Usualmente, busca-se relacionar esta conformação com elementos econômicos atrelados ao desempenho da empresa ou à performance do CEO (SCHULZ; FLICKINGER, 2020). Todavia, para além dos fatores econômicos, a remuneração do CEO também é afetada por fatores não observáveis como elementos sociológicos ou características do mercado acionário (FINKELSTEIN; HAMBRICK; CANNELLA, 2009).

Um elemento capaz de influenciar na remuneração do CEO é o capital social deste, dado que a rede de relacionamentos construída por um indivíduo pode lhe gerar vantagens competitivas. Visto que tal rede se forma a partir da interação entre os indivíduos, o ambiente organizacional mostra-se propício ao desenvolvimento de um alto nível de capital social entre os indivíduos (BURT, 2000). Neste sentido, a existência de conexões sociais internas pode refletir na remuneração do CEO essencialmente se estas conexões se estabelecerem com aqueles capazes de definir a remuneração do CEO, a exemplo dos membros do CA.

Estudos empíricos têm relacionado a presença de conexões sociais entre o CEO e os membros do CA com a mitigação do monitoramento e o aumento do valor da remuneração auferida pelo CEO. Vo e Canil (2019) observaram a disparidade salarial do CEO em relação aos demais executivos em 13.164 observações de empresas americanas. Os autores identificaram que a disparidade salarial existente é

condizente com a perspectiva do poder gerencial sendo que os níveis mais altos de disparidade são produtos do poder do CEO.

Hwang e King (2009) partiram de uma amostra de 1.568 observações de empresas dos Estados Unidos entre 1996 e 2005 e identificaram que os conselhos formal e socialmente independentes concedem níveis mais baixos de remuneração a seus CEOs. Já Balsam *et al* (2017) analisaram uma amostra de 15.485 observações de empresas dos Estados Unidos entre 2000 e 2013. Os autores identificaram que a presença de conexões sociais indiretas entre o CEO e os membros do CA está associada a uma maior remuneração do CEO. Contudo, os autores não encontraram o mesmo efeito para conexões sociais diretas com os membros do CA.

Tan *et al* (2021) analisaram o efeito da similaridade de sobrenome entre o CEO e os membros do CA como medida de conexão social em uma amostra de 16.277 observações de empresas chinesas no período de 2003 a 2013. Os autores identificaram que o compartilhamento de sobrenome reduz o valor da empresa, assegurando o excesso de remuneração ao CEO mensurada a partir do resíduo de uma regressão linear contendo variáveis financeiras.

Li; Unlu e Wu (2021) identificaram o efeito das conexões sociais entre o CEO os membros do CA na qualidade do monitoramento a partir de uma amostra de 2.772 empresas americanas de 2000 a 2017. Os autores utilizaram como *proxy* de qualidade de monitoramento do CA a remuneração do CEO com base na literatura precedente (HWANG; KIM, 2009; SHUE, 2013) Os achados indicam que a ligação exclusiva entre o CEO e o conselho de administração resulta numa remuneração mais elevada para o CEO. Indicam, ainda, que um percentual mais elevado de conselheiros sem conexões com o CEO está associado a uma menor remuneração total atribuída ao CEO.

No contexto brasileiro, Salgado, Schneider e Costa (2022) identificaram através do *board interlocking*, em uma amostra de 275 empresas listadas na B[3] entre 2011 e 2018, que quanto maior o *interlock* do CEO, maior será sua remuneração. Os autores mensuraram o *interlock* a partir do número de conexões que o CEO dispunha no ano *t* em relação a todos os conselheiros atuantes naquele ano.

Tais estudos evidenciam a perspectiva teórica do poder gerencial e apresentam indicativos de que a rede de relacionamento que o CEO mantém internamente à empresa afeta a qualidade da governança corporativa desta. Assim, as conexões sociais se mostram como um fator relevante para a concessão de maiores valores de

salários e pacotes de remuneração que expropriem os acionistas. Neste sentido, enuncia-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: As conexões sociais entre os membros do CA e o CEO afetam positivamente a remuneração do CEO.

Como visto, similar ao que ocorre em termos de remuneração, também é possível se estabelecer duas perspectivas teóricas de entendimento para atuação do controlador. Em relação à propriedade dispersa, em um ambiente de controle o controlador terá melhor custo-benefício para o monitoramento direto do CEO. Sob este enfoque, haverá a substituição da atuação do CA pelo controlador o que reduz os custos de agência. Por outro lado, pode haver o desalinhamento entre os interesses do controlador e dos acionistas minoritários. Nesta perspectiva, o acionista controlador teria interesse em um CA menos atuante possibilitando-lhe expropriar os minoritários (ERMEL; DO MONTE, 2018)

Observa-se, assim, que, quer pela perspectiva da substituição, quer pela perspectiva da expropriação, haveria estímulo à presença de um CA enfraquecido em empresas com controle definido. Partindo da premissa de que a presença de conexões sociais entre os membros do CA e o CEO é um indicativo de uma atuação mais leniente do CA, espera-se que haja a presença de um CA mais conectado ao CEO em empresas onde o controle é definido. Ocorre, todavia, que apenas a análise das conexões do CA com o CEO não fornecerá elementos capazes de elucidar a postura do controlador.

Neste sentido, um parâmetro que pode auxiliar neste entendimento é a análise da remuneração do CEO. Vejamos. A Teoria da Agência prediz que a remuneração do CEO é um mecanismo de GC capaz de reduzir o conflito de interesse. Ainda, a presença de controle definido possibilita que o controlador tenha ingerência na remuneração do CEO. Logo, se o controlador possuir uma postura de monitoramento mais presente (perspectiva da substituição), ele não precisará dispendir uma alta remuneração ao CEO para assegurar que este trabalhe em prol dos objetivos da empresa visto que a concentração acionária pode ser considerada um mecanismo substitutivo da remuneração no alinhamento de interesses entre o CEO e os controlador (MEHRAN, 1995). Em contrapartida, se o controlador possuir o intuito de expropriar os acionistas minoritários, este poderá alcançar uma remuneração mais

elevada ao CEO de modo a assegurar sua lealdade (CIESLAK; HAMBERG; VURAL, 2021).

Em relação à origem do controle por parte do controlador, a literatura evidencia que esta pode ser decorrente da concentração de propriedade em um único indivíduo ou da presença de outros elementos que possibilitem a um determinado indivíduo a ingerência das decisões gerenciais da empresa (pirâmides societárias, acordos, presença familiar, etc). Na primeira situação, a concentração acionária e a concentração de controle são proporcionais, ao passo que na segunda, não. Desta forma, a fonte do controle pode fornecer incentivos diversos para o controlador alinhar-se a uma postura de substituição ou de entrincheiramento.

A literatura fornece evidências sob ambas perspectivas. Sánchez-Marín *et al.* (2022) analisaram 166 empresas listadas no Reino Unido e 94 empresas listadas na Espanha entre 2005 a 2012. O estudo tinha por objetivo verificar a influência dos mecanismos de governança no excesso de remuneração do CEO. Em uma análise global, ou seja, uma única amostra contendo todas as empresas, os autores identificaram que o aumento da concentração acionária está associado ao aumento do excesso de remuneração do CEO. Identificaram, ainda, que a presença de conselhos menores, com mais membros independentes e sem CEOs duais, reduzem o excesso de remuneração do CEO.

No contexto brasileiro, o efeito da concentração acionária na remuneração do CEO é diverso. Marquezan *et al.* (2023) analisaram 1740 observações advindas de 196 companhias listadas na B3, entre 2010 e 2021 com o objetivo de identificar se a remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado estaria positivamente relacionada ao nível concentração acionária. Os autores testaram a hipótese sob a ótica do percentual de ações detidas pelos 3 principais acionistas e os resultados indicam que apenas para o 3º acionista o resultado foi significativo e positivo. A justificativa trazida pelos autores menciona que um acionista mais próximo dos minoritários poderia atuar como contraponto entre a remuneração do CEO o desempenho da empresa.

Já Freitas *et al.* (2020) analisaram uma amostra de 696 observações de 232 empresas listadas na B3 entre 2014 e 2016. Os resultados indicaram uma influência negativa da concentração acionária sobre o nível de remuneração executiva evidenciando o efeito substituição da remuneração pelo monitoramento do controlador. Os autores testaram, ainda, a interação entre as características do CA

com a concentração acionária buscando identificar os reflexos da remuneração do CEO. Para estas análises, os resultados foram conflitantes ensejando maior aprofundamento para entendimento da questão.

A sua vez, a concentração de controle não necessariamente decorre da concentração do capital e pode ser obtida através de arranjos organizacionais, como pirâmides societárias, participações cruzadas, acordos de acionistas e emissão de ações sem direito a voto (CIESLAK; HAMBERG; VURAL, 2021; GORGA, 2009). O controle pode ser decorrente, ainda, da presença de relações familiares na empresa.

A literatura indica que grupos empresariais e famílias podem se utilizar do controle para atingir seus interesses particulares, em detrimento do interesse dos minoritários (AGUILERA; JACKSON, 2003; CRISÓSTOMO; DE FREITAS BRANDÃO, 2019). Neste aspecto, o controle familiar interfere nos mecanismos de governança corporativa como a estrutura do Conselho de Administração e no pacote de remuneração do CEO.

Inexiste na literatura uma definição única para empresas familiares ou um consenso acerca de quais características definiriam uma empresa como familiar. Sinteticamente, pode-se considerar como empresas familiares aquelas em que (i) a propriedade e/ou a gestão pertença a membros de uma mesma família; (ii) esta família influencie a tomada de decisão; (iii) haja orientação de longo prazo; e, (iv) haja interesse em assegurar continuidade familiar na propriedade e gestão (HANDLER, 1989; MENDES-DA-SILVA; GRZYBOVSKI, 2020; VOELCKER; MACAGNAN; VANCIN, 2020).

Identifica-se, portanto, que as empresas familiares são orientadas por outros princípios e objetivos além dos econômico-financeiros, diferentemente daquelas empresas ditas não-familiares. Conseqüentemente, as preferências não econômicas dos membros da família no direcionamento do negócio podem potencializar o conflito principal-principal. Isto porque o envolvimento da família controladora pode levar a comportamentos que vão contra interesses eminentemente econômicos de outros membros da família (não controladores) e/ou outros acionistas minoritários. Desta forma, o controle familiar traz reflexos para as estruturas de governança corporativa. (BARONTINI; BOZZI, 2011; CHRISMAN et al., 2012; YARRAM; ADAPA, 2021)

Pela perspectiva do alinhamento/substituição, a família controladora possui incentivos para monitorar o CEO diretamente e influenciar nas decisões estratégicas da empresa. Logo, tornar-se-ia desnecessária a presença de um Conselho de

Administração independente e forte. Os acionistas controladores familiares podem, portanto, substituir a prevalência no monitoramento do CA relegando a este mecanismo de GC uma função eminentemente consultiva (CONNELLY et al., 2010; EULAIWI et al., 2016; PÉREZ-CALERO; HURTADO-GONZÁLEZ; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2019)

Sob outra perspectiva, os acionistas familiares podem extrair benefícios privados (não necessariamente econômicos) a partir do seu controle (expropriação). Assim, a família controladora pode fornecer proteção à atuação do CEO tornando-o entrincheirado, independente de o CEO ser ou não membro da família. Para tanto, o controlador pode lançar mão de um conselho de administração menos independente que seja leniente com o agir do CEO (BARONTINI; BOZZI, 2011; CONNELLY et al., 2010; MESNIK, 2023; PÉREZ-CALERO; HURTADO-GONZÁLEZ; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2019). Neste cenário, portanto, evidencia-se a relevância da atuação do Conselho de Administração na proteção dos acionistas minoritários em empresas familiares, pois sem um monitoramento adequado os CEOs podem abusar do seu poder, colocar os seus próprios interesses (ou de grupos que o favoreça) em primeiro lugar e tomar decisões que são prejudiciais para a empresa (ou para alguns dos proprietários da empresa (BANSAL; THENMOZHI, 2020; BOZEC; BOZEC, 2007; CONNELLY et al., 2010; FREITAS et al., 2020; MESNIK, 2023; SETIA-ATMAJA; HAMAN; TANEWSKI, 2011).

Dentre as suas funções, o CA define a remuneração do CEO. Assim, ao influenciar a estrutura do Conselho de Administração, o controle familiar pode, por consequência, afetar a remuneração do CEO. A literatura é ambígua acerca dos efeitos do controle familiar na remuneração do CEO. Por um lado, o controlador familiar pode entrincheirar o CEO através da concessão de uma remuneração mais elevada. Sob esta perspectiva, a remuneração atuaria como um fator capaz de assegurar a lealdade do CEO ao controlador (BASU et al., 2007; BHABRA; HOSSAIN, 2018; CHENG; LIN; WEI, 2015).

Sob outro prisma, os controladores familiares podem exercer o monitoramento mais ostensivo concedendo, em contrapartida, níveis menores de remuneração. Ainda, empresas familiares tendem a orientar seus objetivos no longo prazo. Neste aspecto, os controladores possuem maior motivação para salvaguardar a sua reputação, sendo menos agressivos e cometendo menos expropriações das suas empresas alinhando seus interesses aos interesses dos acionistas minoritários o que

eventualmente reduz conflito principal-principal (DE CESARI; GONENC; OZKAN, 2016; LIEW et al., 2022; SETIA-ATMAJA; HAMAN; TANEWSKI, 2011; TINAIKAR, 2014; YARRAM; ADAPA, 2021)

Estudos empíricos fornecem elementos para esta discussão. Bansal e Thenmozhi (2020) buscaram identificar os efeitos do controle do fundador na independência do CA. Partindo de uma amostra de 1769 empresas indianas listadas entre 2001 e 2015, os autores obtiveram dois resultados importantes. Primeiramente, os autores identificaram que a relação entre controle e a independência do CA não é linear. Isto significa que a postura do controlador segue do entrincheiramento para o alinhamento e, novamente, para o entrincheiramento a medida em que a concentração acionária do controlador cresce. Identificaram, ainda, que os controladores indianos influenciam a independência do CA mais do que suas contrapartes estrangeiras revelando a importância da identidade do controlador.

Cieślak (2018) ao analisar uma amostra de 3.420 observações de empresas suecas cotadas nos anos 2001 a 2013, identificou que a sensibilidade salarial ao desempenho nas empresas controladas por famílias com CEOs familiares é significativamente menor do que noutros tipos de empresas. Os resultados sugerem que em empresas com conflitos de agência entre principal-principal, as práticas de remuneração podem ser motivadas por laços familiares ou pelas preferências de poder do acionista controlador que utiliza a remuneração para alinhar os interesses do CEO com a sua vontade e não com o desempenho financeiro.

Yarram e Adapa (2021) observaram o nível e a estrutura de remuneração dos executivos de empresas familiares e não familiares da Austrália. Objetivaram, ainda, identificar se os acionistas minoritários foram expropriados por empresas familiares através de remunerações excessivas pagas ao CEO. A partir de um conjunto de 1640 observações para o período de 2004 e 2014, os autores estimaram modelos robustos através de dados em painel. Os achados evidenciaram que as empresas familiares pagam níveis mais baixos de remuneração do que as empresas não familiares. Segundo os autores, as evidências indicam que, dado o seu interesse em objetivos não financeiros, as empresas não familiares não pagam compensações excessivas aos seus executivos como forma de expropriação dos acionistas minoritários.

No cenário nacional Ermel e Do Monte (2018) a partir de uma amostra de 224 empresas listadas na B[3] entre os anos de 2010 e 2013 identificaram que empresas familiares tendem a remunerar seus executivos com uma quantia menor do que as

outras empresas. Segundo os autores, estes resultados sinalizam que o CEO em empresas familiares pode extrair benefícios através de outras rubricas que não, necessariamente, a remuneração. Os resultados indicam, ainda, que quanto maior a concentração acionária, menor a remuneração paga a sua diretoria. Tais resultados sinalizariam que os incentivos à expropriação dos controladores de empresas familiares estaria relacionada a sua participação acionária (participação no fluxo de caixa). Já Pérez-Calero, Hurtado-González e López-Iturriaga (2019) ao realizarem uma meta-análise de 127 artigos de identificaram que a propriedade familiar possui uma relação negativa com a independência do CA. Identificaram, ainda, que o ambiente institucional também impacta esta relação.

Como visto, a discussão acerca dos reflexos das conexões sociais do CEO e do controle na remuneração do CEO é remansosa na literatura. Todavia, a análise da interação destes fatores é escassa. Dentre as possibilidades de relação destes elementos, poucos estudos exploram o papel moderador desempenhado pelas características do mercado, como a presença de um controlador.

Um destes estudos é o de Sánchez-Marín *et al.* (2022) que, como mencionado anteriormente, analisou empresas do Reino Unido e da Espanha. Os autores buscaram identificar se o contexto institucional de governança corporativa atuava como agente moderador no efeito do alinhamento entre a estrutura de propriedade e o excesso de remuneração do CEO. Para tanto, os autores aventaram a hipótese de que a estrutura de propriedade das empresas do Reino Unido seria mais eficaz do que a das empresas espanholas ao conceder remunerações executivas menores. Os resultados confirmaram a hipótese indicando um menor excesso de remuneração nas empresas do Reino Unido em comparação com as empresas espanholas.

A partir destas evidências, observa-se que a maioria dos estudos teóricos e empíricos sobre governança corporativa são realizados em países desenvolvidos caracterizados pela dispesão do capital e pela proteção institucional do investidor. Ocorre que os resultados obtidos nestes mercados podem não ser aplicáveis a países em desenvolvimento ou onde existe uma elevada concentração de participação acionária ou de controle (LIEW *et al.*, 2022; MORCK; YEUNG, 2003). Impõe-se, portanto, perquirir acerca destes efeitos em países emergentes.

O mercado brasileiro caracteriza-se pela alta concentração acionária, pela existência de empresas familiares e pela existência de uma densa rede de CEOs e conselheiros. Estes fatores são potenciais indicadores de comprometimento da

qualidade de governança corporativa (BRITO; MARTINS, 2013; CRISÓSTOMO; DE FREITAS BRANDÃO, 2019; DYCK; ZINGALES, 2004; MENDES-DA-SILVA, 2011; PRICE; ROMÁN; ROUNTREE, 2011; SALGADO et al., 2022; SAONA; MURO; ALVARADO, 2020). Sob este prisma, o mercado brasileiro surge como um ambiente favorável a esta análise, pois reúne características que fomentam quer o controle, quer as conexões sociais. Ainda, uma revisão acerca dos estudos referentes à remuneração do CEO na presença de conexões sociais com membros do CA evidenciou a ausência de estudos acerca do papel moderador das características do mercado nesta relação, como sintetizado no ANEXO I evidenciando uma lacuna a ser preenchida.

Logo, dado que a controle pode impactar tanto na presença das conexões sociais como na remuneração do CEO, é esperado que haja um papel moderador na relação havida entre as conexões sociais e a remuneração do CEO. Visto que o mercado brasileiro é caracterizado pelo conflito principal-principal, é esperado que o controlador busque expropriar os minoritários. Contudo, se o seu controle for decorrente da propriedade, ele pode ter incentivos para alinhar-se a uma perspectiva que diminua os custos de agência mitigando os efeitos das conexões sociais na remuneração do CEO e, conseqüentemente, ensejando níveis mais baixos de remuneração. Por esta perspectiva, enuncia-se a presente hipótese:

H2: O controle derivado da propriedade modera negativamente a remuneração do CEO na presença de conexões sociais entre os membros do CA e o CEO.

Já quando o controle deriva de outras circunstâncias que não a sua propriedade individual, como a presença familiar, por exemplo, é esperado que o controlador se valha de um baixo monitoramento do CA para poder obter vantagens a partir dos acionistas minoritários franqueando a presença de um CA mais conectado ao CEO. A sua vez, é esperado um nível maior de remuneração do CEO de modo a assegurar o alinhamento deste às intenções do controlador. A partir deste raciocínio, enuncia-se a seguinte hipótese:

H3: O controle familiar modera positivamente a remuneração do CEO na presença de conexões sociais entre os membros do CA e o CEO.

Sendo o CA o elo de ligação entre os acionistas e a administração da empresa, é esperado que este haja alinhado aos interesses dos acionistas. Todavia, como visto anteriormente, a relação do CEO com os membros do CA pode interferir nesta atuação. Neste sentido, pertinente avaliar a relação proposta sob o aspecto das conexões sociais do CEO com o Presidente do CA.

Estudos indicam uma crescente separação entre a figura do CEO e o Presidente do CA em alinhamento com as normas de GC. Ademais, é possível observar que o Presidente do CA é capaz de influenciar a performance da empresa, bem como de induzir o CA a uma postura mais alinhada ao controlador (BANERJEE; NORDQVIST; HELLERSTEDT, 2020; KRAUSE et al., 2019; WITHERS; FITZA, 2017).

Sob o viés das conexões sociais, dado que o Presidente do CA é eleito pelos demais conselheiros, a presença de conexões entre este e o CEO pode induzir um alinhamento entre os membros do CA. Isto porque é esperado que os conselheiros elejam pessoas em quem confiem ou que julguem mais capacitadas induzindo, assim, vieses de seleção. Esta confiança pode favorecer o poder gerencial do CEO ou assegurar o alinhamento do CA ao controlador. Em ambos os casos, haverá a expropriação dos acionistas minoritários. Desta forma, a presença de conexões sociais entre o Presidente do CA e o CEO pode assegurar a estes valores mais expressivos de remuneração (DUTSCHKUS; LUKAS, 2022; KRAUSE, 2017).

O estudo de Dutschkus e Lukas (2022) observou uma amostra de 25 empresas alemãs listadas entre 2013 e 2016. Os resultados indicam que os tipos de relações sociais, o estatuto social dos membros individuais do conselho e a força das relações sociais determinam se e em que medida as relações sociais afetam a remuneração do CEO. Os achados evidenciam, por exemplo que a similaridade de formação educacional do CEO com o Presidente do CA apresenta um impacto negativo e significativo na remuneração do CEO. Os autores concluem, ainda que o CEO poderá se beneficiar de relações sociais com o Presidente do CA se este tiver laços sociais suficientemente fortes com outros membros CA.

Diante deste resultado e da ausência de estudos com a temática aqui proposta (BANERJEE; NORDQVIST; HELLERSTEDT, 2020), enunciam-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H4: O controle decorrente da propriedade modera negativamente a remuneração do CEO na presença de conexões sociais entre os Presidente do CA e o CEO.

H5: O controle familiar modera positivamente a remuneração do CEO na presença de conexões sociais entre o Presidente do do CA e o CEO.

As hipóteses enunciadas nesta seção serão testadas através da metodologia apresentada no capítulo subsequente.

3. METODOLOGIA

Este capítulo objetiva apresentar a população e amostra objeto de estudo, bem como descrever as variáveis analisadas e a coleta de dados empregada. Ainda, são descritos o tratamento e a forma de análise dos dados bem como as limitações do método empregado.

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população da tese compreende as empresas listadas na Bolsa, Brasil Balcão ([B]3) no período de 2011 a 2021. Foram excluídas da amostra as empresas financeiras por possuírem características peculiares que podem desviar os resultados. Foram excluídas empresas que apresentem dois CEOs no mesmo ano por inviabilizar a apuração de um único Índice de Conexão Social (ICS). Foram excluídas empresas que apresentavam apenas um ano de observação e aquelas não dispunham da totalidade dos dados para a composição das variáveis da pesquisa.

A amostra limita-se ao ano de 2021 dada a alteração no formato da divulgação da remuneração ensejada pelo Ofício Circular Anual 2022 CVM/SEP que determinou que as empresas listadas divulguem, a partir de 2022, o valor da remuneração dos dirigentes líquido dos encargos sociais a cargo do empregador. Ou seja, até o ano de 2021 as informações eram apresentadas sem o destaque dos encargos sociais impedindo que se identifique o valor líquido alcançado ao CEO. Por conseguinte, a

forma de divulgação da remuneração do CEO antes e depois de 2022 são diversas impedindo que se estabeleça uma base segura de comparação entre os períodos.

A Tabela 1 evidencia a amostra com dados de 2011 a 2021.

Tabela 1- Composição da Amostra

População	364
(-) Setor Financeiro e similares	(89)
(-) Empresa com 2 CEOs	(1)
(-) Empresas sem dados para ICS	(44)
(-) Empresas sem dados completos ou com apenas 1 ano de observação	(31)
Amostra final	199

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

A partir da disponibilidade de dados, obtêm-se uma amostra desbalanceada de 1.554. O desbalanceamento ocorre porque nem todas as empresas mantiveram-se listadas ao longo dos anos analisados. Da mesma forma, parte das empresas constantes na amostra utilizaram-se da decisão liminar obtida pelo IBEF para não divulgação dos dados de remuneração. As observações cuja distribuição ao longo dos anos de análise é sintetizada na Tabela 2.

Tabela 2 – Observações por ano

ano	observações
2011	79
2012	109
2013	115
2014	121
2015	147
2016	154
2017	173
2018	167
2019	167
2020	164
2021	158
Total	1.554

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

A composição da amostra em relação aos setores de atuação das empresas é evidenciada na Tabela 3.

Tabela 3 – Observações por setor

Setor	observações	%
Bens Industriais	269	17,31
Consumo Cíclico	431	27,73
Consumo não cíclico	116	7,46
Materiais básicos	149	9,59
Petróleo, gás e biocombustíveis	59	3,80
Saúde	109	7,01
Tecnologia e Telecomunicação	56	3,60

Utilidade Pública	365	23,49
Total	1.554	100%

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

A partir dos dados da Tabela 3 observa-se uma maior prevalência na amostra (27,73%) de empresas listadas no setor de Consumo Cíclico que congrega as empresas com atividades ligadas à produção e comércio de tecidos, vestuário, calçados e utilidades domésticas bem como automóveis, motocicletas, entre outros. O setor de Utilidade Pública representa 23,49% da amostra e compreende empresas com atividades ligadas à água e saneamento, energia elétrica e gás. Juntos estes dois setores representam 51,22% da amostra.

3.2 VARIÁVEIS DA PESQUISA

3.2.1 Variável dependente

Estima-se avaliar o impacto das conexões sociais na remuneração do CEO. Para tanto, avaliou-se a remuneração a partir da remuneração total (REM_{it}) que foi operacionalizada a partir do logaritmo natural da remuneração total anual do CEO da empresa i no período t (VO; CANIL, 2019; HWANG; KING, 2009; HOITASH, 2011, BALSAM; KWANG; LEE, 2017).

Para construção da variável foram utilizados os dados constantes no Formulário de Referência das empresas listadas na B3, especificamente o campo 13.11 (remuneração máxima, média e mínima) referente à Diretoria Executiva (BEUREN; PAMPLONA; LEITE, 2020; DAL MAGRO; KLANN, 2019).

3.2.2 Variáveis independentes

Estima-se avaliar o efeito do controle no impacto das conexões sociais na remuneração do CEO a partir da perspectiva das conexões sociais. Para tanto, as hipóteses H1, H2 e H3 a conexão social será avaliada entre o CEO e os membros do Conselho de Administração (ICS_{it}). Já para H4 e H5 a conexão será estabelecida entre o CEO e o Presidente do Conselho de Administração ($ICSC_{it}$).

3.2.2.1 Índice de Conexão Social CEO-CA (ICS)

As hipóteses de pesquisa H1, H2 e H3 objetivam avaliar o efeito do controle no impacto das conexões sociais do CEO com os membros do CA na remuneração do CEO. A fim de estimar a conexão social do CEO com os membros do CA utilizou-se o Índice de Conexão Social (ICS) empregado por Locatelli; Ramos e Costa, (2021); Locatelli; Ramos e Sprenger (2021) e Ramos et al. (2023). O referido índice mensura o nível de conexão social entre o CEO e os membros do CA a partir de cinco indicadores já utilizados pela literatura e sintetizados na

Tabela 4.

Tabela 4 – Indicadores de Conexão Social

Indicador	Estudos Precedentes
Instituição de Ensino Superior	BALSAM; KWACK; LEE, 2017; DANG NGUYEN, 2013; FRACASSI; TATE, 2012; HWANG; KIM, 2009; ISHII; XUAN, 2014; KANG et al., 2018; KHEDMATI; SUALIHU; YAWSON, 2020; SCHMIDT, 2015.
Relação Familiar	BALSAM; KWACK; LEE, 2017; CHAHINE; GOERGEN, 2014; HWANG; KIM, 2009; MCGUINNESS, 2018; TAN et al., 2021.
Conexão Profissional (Empresa)	CHAHINE; GOERGEN, 2014; HWANG; KIM, 2009; KHEDMATI; SUALIHU; YAWSON, 2020; MCGUINNESS, 2018.
Conexão Profissional (Diretoria)	BALSAM; KWACK; LEE, 2017; HOITASH, 2011; HWANG; KIM, 2009.
Conexão Profissional (Conselhos)	BALSAM; KWACK; LEE, 2017; BOSE et al., 2021; CHAHINE; GOERGEN, 2014; FRACASSI; TATE, 2012; HOITASH, 2011; ISHII; XUAN, 2014; MCGUINNESS, 2018.

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

O ICS é operacionalizado segundo a Equação 1:

$$ICS_{it} = \frac{IND_1 + IND_2 + IND_3 + IND_4 + IND_5}{5} \quad (1)$$

Onde:

ICS_{it} = Índice de Conexão Social do CEO da empresa i no ano t .

IND_1 = Proporção de membros efetivos do CA que estudaram na mesma Instituição de Ensino Superior em nível de graduação que o CEO da empresa i no ano t , em relação ao número total de conselheiros efetivos.

IND_2 = Proporção de membros efetivos do CA que são familiares do CEO da empresa i no ano t , em relação ao número total de conselheiros efetivos.

IND_3 = Proporção de membros efetivos do CA que apresentam conexão com o CEO da empresa i no ano t a partir de experiências profissionais anteriores, em relação ao total de conselheiros efetivos.

IND_4 = Proporção de membros efetivos do CA que atuam na diretoria executiva da empresa i no ano t , em relação número total de conselheiros efetivos.

IND_5 = Proporção de membros efetivos do CA que apresentam conexão com o CEO da empresa i no ano t por meio da atuação em outros conselhos, em relação ao total de conselheiros efetivos.

A exemplo do que ocorre na literatura para construção de índices de governança corporativa (BLACK et al., 2017; CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020), o ICS é operacionalizado pelo somatório simples dos indicadores dividido pelo número de indicadores. Não há ponderação entre os indicadores visto não identificar-se base teórica para atribuir pesos diferentes aos indicadores nesse fenômeno. Estudos anteriores argumentam que índices construídos sem ponderação são menos suscetíveis à subjetividade dos pesquisadores o que facilita sua reprodução (BEINER et al., 2006; BLACK et al., 2017; BROWN; CAYLOR, 2004).

O ICS consiste, portanto, em uma escala que varia entre 0 e 1. Logo, um ICS de 0 indica que nenhum membro do Conselho possui conexão com o CEO por qualquer dos indicadores enquanto um ICS de 1 indica que todos os membros do Conselho são conectados com o CEO por todos os indicadores.

Para tanto foram coletados dados do Formulário de Referência – campo 12.5/6 (Composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal) que possibilitaram a apuração dos indicadores que compõem o ICS.

3.2.2.2 Índice de Conexão Social CEO – Presidente do CA ($ICSC_{it}$)

As hipóteses de pesquisa H4 e H5 objetivam avaliar o efeito do controle no impacto das conexões sociais do CEO com os Presidente do CA na remuneração do CEO. Nesta perspectiva, o Índice de Conexão Social mensurado para H1, H2 e H3 será restrito à pessoa do Presidente do CA ($ICSC$).

Desta forma, a operacionalização do $ICSC$ se dá conforme Equação 2:

$$ICSC_{it} = \frac{IND_1 + IND_2 + IND_3 + IND_4 + IND_5}{5} \quad (2)$$

Onde:

$ICSC_{it}$ = Índice de Conexão Social do CEO da empresa i no ano t .

IND_1 = *Dummy* que indica se o Presidente do CA e o CEO da empresa i no ano t estudaram na mesma Instituição de Ensino Superior em nível de graduação (1) ou não (0).

$IND_2 = Dummy$ que indica se o Presidente do CA atua na diretoria executiva da empresa i no ano t (1), ou não (0).

$IND_3 = Dummy$ que indica se o Presidente do CA apresenta conexão com o CEO da empresa i no ano t a partir de experiências profissionais anteriores (1) ou não (0).

$IND_4 = Dummy$ que indica se o Presidente do CA apresenta conexão com o CEO da empresa i no ano t por meio da atuação em outros conselhos (1) ou não (0).

$IND_5 = Dummy$ que indica se o Presidente do CA é familiar do CEO da empresa i no ano t (1) ou não (0).

Da mesma forma que o ISC , o $ICSC$ é uma variável escalar que varia de 0 a 1, onde 0 indica que o CEO não é conectado ao Presidente do CA por nenhum dos indicadores e 1 significa que o CEO é conectado ao Presidente do CA por todos os indicadores. Para tanto, foram coletados dados do Formulário de Referência – campo 12.5/6 (Composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal) que possibilitem a apuração dos indicadores que compõem o $ICSC$.

3.2.3 Variáveis moderadoras

São características do mercado brasileiro a concentração acionária e a presença de empresas familiares. Espera-se, assim, que a presença de um acionista controlador (quer seja decorrente da sua propriedade, quer seja pela presença de uma família controladora), possa intensificar os conflitos de agência entre acionistas. Neste aspecto, um CEO pode ser cooptado pela sua remuneração a agir em conformidade com os interesses da família ou dos acionistas controladores (ALBUQUERQUE; DE FRANCO; VERDI, 2013; CHEN; CHITTOOR; VISSA, 2021; PANDA; LEEPSA, 2017; ZULFIQAR et al., 2020).

Assim, as hipóteses H2 e H4 avaliam o efeito da moderação pelo controle a partir da concentração acionária. Isto porque o controle pode ser derivado da concentração acionária. Logo, o percentual de ações com direito a voto detido pelo primeiro acionista pode ser determinante para sua ingerência nos atos de gestão da empresa (Freitas et al). Alinhado à literatura, define-se Controle Acionário ($Con.Acionista_{it}$) como o percentual de ações detido pelo primeiro acionista controlador da empresa.

Já as hipóteses H3 e H4 avaliam o efeito da moderação do controle a partir da presença familiar na empresa. Inexiste consenso na literatura acerca da definição de empresa familiar. Assim, a empresa pode ser classificada como familiar em

decorrência da concentração de propriedade em nome de um indivíduo ou grupo de indivíduos (VILLALONGA; AMIT, 2006). Por outro lado, a empresa pode ser classificada como familiar se possuir ingerência na gestão da empresa como, por exemplo, nomear um familiar ao cargo de CEO, indicar o CEO ou membros do Conselho de Administração (VOELCKER; MACAGNAN; VANCIN, 2020).

Assim, a fim de capturar efeitos diversos daqueles evidenciados através da variável que expressa o controle decorrente do controle acionário (*Con. Acionario_{it}*), define-se com controle familiar a empresa cujo CEO seja o fundador ou da família fundadora da empresa (BEBCHUK; FRIED, 2012; FINKELSTEIN; HAMBRICK; CANNELLA, 2009). Desta forma, a variável Controle Familiar (*Cont. Familiar*) é uma variável *dummy* que indica se o CEO da empresa *i* no ano *t* é o fundador ou pertence à família fundadora da empresa.

3.2.4 Variáveis de controle

As variáveis de controle foram selecionadas para esta tese a partir do conhecimento prévio de outras variáveis que podem afetar a remuneração do CEO ou o monitoramento do CA. Seguindo a literatura precedente incluíram-se variáveis que controlam aspectos financeiros, relacionados às características da empresa, à governança corporativa, ao CEO e ao CA. As variáveis de controle estão listadas na Tabela 5 .

Tabela 5 – Variáveis de controle

Variáveis financeiras	
<i>ROA</i>	Razão entre o lucro líquido no período <i>t</i> e o ativo total no período <i>t-1</i>
<i>Crescimento</i>	Varição da receita líquida da empresa <i>i</i> de <i>t</i> em relação à receita líquida em <i>t-1</i>
<i>Perda</i>	Variável <i>dummy</i> que indica se a empresa <i>i</i> teve prejuízo no período <i>t</i> (1) ou não (0)
<i>Endividamento</i>	Endividamento da empresa <i>i</i> em <i>t</i> (razão entre o valor do passivo total e o ativo total)
<i>Tamanho</i>	Logaritmo natural do ativo total da empresa <i>i</i> no período <i>t</i>
Características da empresa e de Governança Corporativa	
<i>Idade da empresa</i>	Idade da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> calculada por <i>t</i> - ano de constituição da empresa declarado no cartão do CNPJ
<i>Novo mercado</i>	Variável <i>dummy</i> que indica se a empresa <i>i</i> está listada no segmento Novo Mercado (1) ou nos outros segmentos de governança corporativa da B3 (0) em <i>t</i>
<i>Controle Privado</i>	Variável <i>dummy</i> que identifica se o controle acionário da empresa <i>i</i> em <i>t</i> é privado (1) ou estatal (0)
<i>Conselho Fiscal</i>	Variável <i>dummy</i> que indica se a empresa <i>i</i> possuía Conselho Fiscal em <i>t</i> (1), ou não (0)
<i>Comitê de RH</i>	Variável <i>dummy</i> indica se a empresa <i>i</i> possuía comitê de recursos humanos ou similar em <i>t</i> (1), ou não (0)

Comitê de remuneração Variável *dummy* que indica se a empresa *i* possuía comitê de remuneração ou similar em *t* (1), ou não (0)

Características do CA

Tamanho do CA Número total de membros efetivos do CA da empresa *i* em *t*
 Percentual de homens Percentual de homens como membros efetivos do CA da empresa *i* em *t*
 Idade média Idade média dos membros efetivos do CA da empresa *i* em *t*
 Percentual de independentes Percentual de membros efetivos do CA declarados independentes da empresa *i* em *t*
 Percentual de eleitos pelo controlador Percentual de membros efetivos do CA eleitos pelo controlador da empresa *i* em *t*

Características do CEO

Idade do CEO Número de anos do CEO em *t*
 Gênero Variável *dummy* que indica se o CEO da empresa *i* em *t* é homem (1) ou mulher (0)
 CEO Dual Variável *dummy* que indica se o CEO da empresa *i* em *t* é também Presidente do CA (1) ou não (0)
 Eleito pelo controlador Identifica se o CEO da empresa *i* foi eleito pelo controlador (1) ou não (0) em *t*
 Mandatos consecutivos Quantidade de mandatos consecutivos do CEO da empresa *i* em *t*

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

As pesquisas relacionam que a remuneração do CEO é impactada por aspectos econômicos. Espera-se que empresas que performam melhor financeiramente remunerem melhor seus gestores, seja através de valores absolutos ou através de uma maior remuneração variável. Para tanto, estimamos a performance financeira da empresa através das variáveis ROA, Crescimento, Endividamento e Perda (ALBUQUERQUE; DE FRANCO; VERDI, 2013; EDMANS; GABAIX; JENTER, 2017; ROUEN, 2020; SCHULZ; FLICKINGER, 2020; TERVIÖ, 2008; VO; CANIL, 2019).

Da mesma forma, a remuneração do CEO pode estar atrelada ao tamanho da empresa, pois, o impacto das decisões de um gestor está relacionado com a quantidade de recursos que estão sob o seu controle. Assim, espera-se que empresas maiores e mais complexas atraiam CEOs mais capacitados e, portanto, ofereçam uma remuneração maior em comparação a empresas menores (EDMANS; GABAIX; JENTER, 2017; ROUEN, 2020; SCHULZ; FLICKINGER, 2020; TERVIÖ, 2008; VO; CANIL, 2019).

Características da empresa não ligadas a fatores econômicos também são relevantes na determinação da remuneração. Aspectos que se relacionam com a qualidade dos controles, governança corporativa e intensidade de monitoramento podem refletir no valor ou na estrutura da remuneração do CEO. Sob este prisma, espera-se que em empresas mais velhas possuam controles mais consolidados mitigando os efeitos do poder gerencial. Da mesma forma, espera-se que estas

empresas tenham uma atuação consolidada no mercado fazendo com que o capital social do CEO não possua relevância na determinação da sua remuneração. O fato de a empresa pertencer ao mais alto nível de governança corporativa da [B]3 também conduz ao pensamento de que haja melhores controles de monitoramento (CHEN; CHITTOOR; VISSA, 2021; JAVAKHADZE; SHELTON, 2022).

É esperado que empresas similares tenham controles e formas de gestão igualmente similares. Igualmente, a remuneração do CEO pode ser balizada pelos seus pares de mercado. Logo torna-se pertinente incluir *dummies* que diferenciem as empresas de acordo com o seu controle acionário (privado ou estatal) e setor (CHEN; CHITTOOR; VISSA, 2021; EDMANS; GABAIX; JENTER, 2017; SCHULZ; FLICKINGER, 2020; VO; CANIL, 2019).

A presença de Conselho Fiscal e de Comitês (de Remuneração e de Recursos Humanos) demonstra uma estrutura de governança corporativa mais sólida e, portanto, mais capaz de mitigar o poder gerencial do CEO e de formular uma estrutura eficiente de contratação (RAMOS et al., 2023). Tais circunstâncias impactariam na remuneração do CEO justificando a inclusão destas variáveis na pesquisa.

Características do CA também podem influenciar na remuneração do CEO. A remuneração do CEO tende a aumentar na presença de conselhos maiores o que pode ser compatível com uma falha no monitoramento por parte do CA (ALBUQUERQUE; DE FRANCO; VERDI, 2013; EDMANS; GABAIX; JENTER, 2017). Da mesma forma, espera-se que na presença de conselheiros independentes haja um melhor monitoramento por parte do CA. Já a idade média dos conselheiros pode representar um fator de conexão e similaridade com o CEO, assim como o fato de os conselheiros serem eleitos pelo controlador (CHEN; KEEFE; WATTS, 2020).

Por fim, as características do CEO também podem influenciar no seu pacote de remuneração. Espera-se que CEOs mais velhos ou que estejam a mais tempo no cargo sejam mais experientes e apresentem um maior valor de capital social ensejando uma maior remuneração (ALFONSO et al., 2019; DAL MAGRO; KLANN, 2019; ROUEN, 2020). O fato de o CEO ser, também, o presidente do CA está associada a níveis mais altos de remuneração. A literatura aponta níveis diversos de remuneração associados ao gênero do CEO (ALBUQUERQUE; DE FRANCO; VERDI, 2013; JAVAKHADZE; SHELTON, 2022; ROUEN, 2020).

Foram adicionadas *dummies* de ano (CHEN; CHITTOOR; VISSA, 2021; SCHULZ; FLICKINGER, 2020). Os dados financeiros para composição das variáveis

foram obtidos na Economática®. Os demais dados foram obtidos no Formulário de Referência das empresas constante no *site* da [B]³ através do *software* estatístico RStudio com a utilização do pacote GetDFPData. (PERLIN et al., 2018).

Após a coleta e tratamento dos dados, estes forma planilhados em Excel® e levados ao *software* estatístico Stata® para formalização dos testes de hipótese. À variável que expressa o Controle Acionário e às variáveis financeiras foi aplicada a técnica da *winsorização* (parâmetro 0,01%) a fim de evitar a influência de *outliers*. As variáveis descritas serão aplicadas nos modelos econométricos descritos na seção subsequente.

3.3 MODELOS ECONOMÉTRICOS

A fim de testar as hipóteses da presente tese foi utilizada a análise multivariada de dados através da técnica da regressão múltipla. A Equação 3 aplica-se para H1.

$$Rem_{it} = \beta_0 + \beta_1 ICS_{it} + \sum \gamma (Controles_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

A Equação 4 aplica-se para H2 e H4.

$$Rem_{it} = \beta_0 + \beta_1 Y_{it} + \beta_2 CAC_{it} + \beta_3 Y.CAC_{it} + \sum \gamma (Controles_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde

Y = ICS_{it} para H2

Y = $ICSC_{it}$ para H4

A Equação 5 aplica-se para H3 e H5.

$$Rem_{it} = \beta_0 + \beta_1 Y_{it} + \beta_2 FAM_{it} + \beta_3 Y.FAM_{it} + \sum \gamma (Controles_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

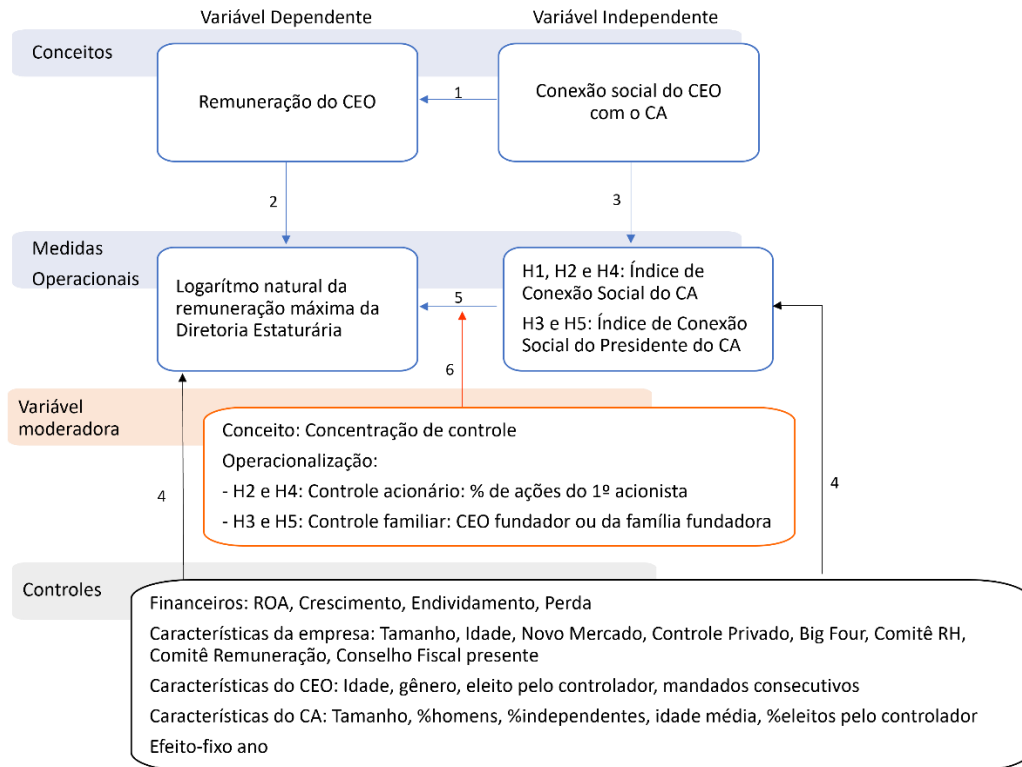
Onde

Y = ICS_{it} para H2

Y = $ICSC_{it}$ para H4

A metodologia expressada através de um Libby Box é apresentada na Figura 6.

Figura 6 - Libby Box



Fonte: Elaborado pela autora (2024).

3.4 ESTIMAÇÃO DAS REGRESSÕES

Para estimação das regressões apresentadas na seção 3.3, utilizaram-se as variáveis de controle listadas na Tabela 5. Tais variáveis não apresentam problema de correlação conforme matriz apresentada no Apêndice A.

Dado que a amostra representa um *pool de cross sections*, foram utilizados os testes de Chow, Breush Pagan e Hausman para verificação do modelo mais adequado. O teste de Chow indicou a utilização de efeitos fixos em detrimento do modelo POOLS. O teste de Brush Pagan aponta para a utilização de modelo com efeitos aleatórios em detrimento do modelo *Pools*. Já o teste de Hausman indica a utilização de modelo com efeitos fixos como a mais adequada a ser empregada nos testes propostos. Desta forma, em todos os testes de hipótese foi empregado o modelo de dados em painel com efeito fixo.

As variáveis que expressam os efeitos fixos de setor foram omitidas pelo software Stata® quando estimados os modelos, visto que as empresas desta amostra não apresentaram variação quanto ao setor de enquadramento ao longo dos anos. As regressões propostas foram estimadas por efeitos fixo com erros-padrão robusto e

agrupamento por empresas, visando controlar eventuais ocorrências de heterocedasticidade e auto-correlação.

3.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO

Identificaram-se limitações metodológicas que podem interferir nas estimações realizadas e, conseqüentemente, nos resultados e na sua interpretação. Em relação à variável dependente, cabe salientar que no Brasil não há divulgação do valor da remuneração dos membros da Diretoria Estatutária de modo individualizado. Desta forma, assumiu-se como a remuneração do CEO a remuneração máxima da diretoria estatutária, o que tem sido aceito pela literatura.

Com relação à variável independente, calha salientar que os dados para a constituição dos indicadores e, conseqüentemente, do índice foram coletados do Formulário de Referência. Tais dados são apresentados em texto livre no campo currículo (item 12.5/6) sendo, portanto, não estruturados. Desta forma, não logrou-se êxito em automatizar a classificação e o cruzamento dos dados dada a falta de padronização das informações. Exemplo disso é a forma de grafia do nome da Faculdade Armando Álvares Penteado, para a qual identificou-se 25 formas de escrita diferentes. Esta limitação informacional pode interferir nos resultados encontrados.

Com relação às variáveis moderadoras, estas representam *proxies* para a definição de controle. Desta forma, as especificações empregadas, ainda que embasadas pela literatura revisada, podem inculir alguma interferência nos resultados apresentados.

Elucida-se que os resultados encontrados aplicam-se à amostra empregada e ao recorte teórico utilizado. Desta feita, a sua replicação a outra amostra ou com outras variáveis pode importar em variação dos resultados.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta os resultados da pesquisa iniciando-se com a estatística descritiva das variáveis empregadas na pesquisa. Posteriormente, são apresentados os resultados obtidos a partir dos modelos apresentados na seção 3.3., considerando-se variações de mensuração das variáveis moderadoras.

Por fim são apresentados os testes adicionais realizados com o objetivo de testar a robustez do modelo proposto.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A estatística descritiva das variáveis de pesquisa está sintetizada na Tabela 6 e busca fornecer um panorama geral dos dados e do perfil das empresas.

Tabela 6- Estatística Descritiva

Variável	Obs	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Remuneração*	1554	3.477,80	5.582	0	83.846
ICS	1554	0,168	0,117	0	0,550
ICSC	1418	0,2037	0,2038	0	1
Controle Acionário	1554	0,485	0,276	0,0677	1
Controle Familiar	1554	0,221	0,415	0	1
ROA	1554	0,0193	0,129	-0,606	0,342
Crescimento	1554	1,155	0,507	0,146	4,692
Endividamento	1554	0,719	0,548	0,0911	3,854

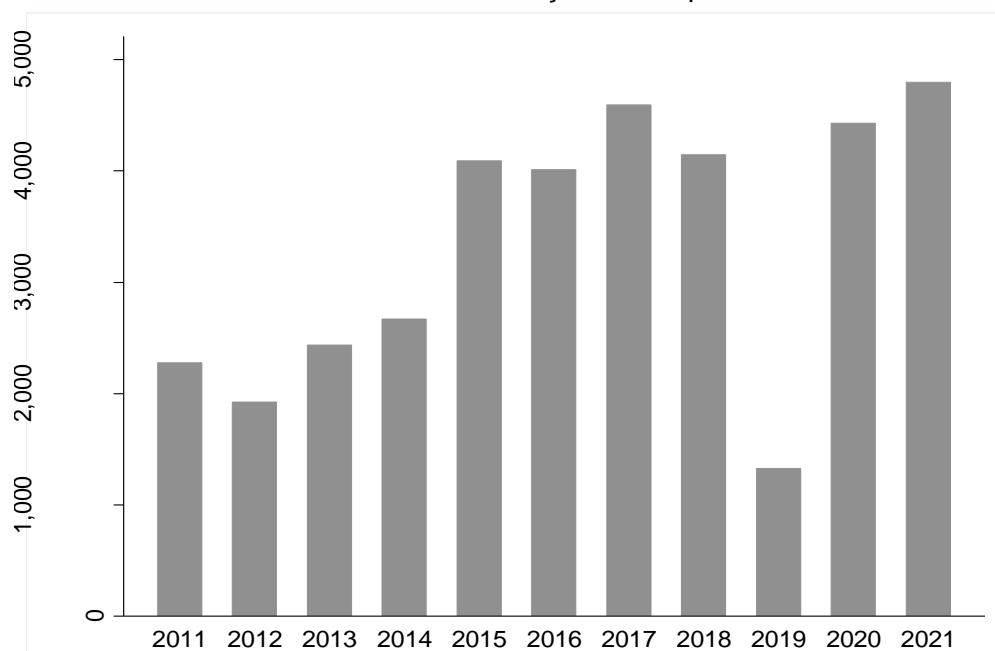
Perda	1554	0,286	0,452	0	1
Tamanho	1554	15,12	1,757	9,027	20,71
Idade da Empresa	1554	34,17	19,15	1	130
Novo Mercado	1554	0,493	0,500	0	1
Controle Privado	1554	0,0792	0,270	0	1
Big Four	1554	0,809	0,393	0	1
Comitê RH	1554	0,240	0,427	0	1
Comitê Remuneração	1554	0,125	0,331	0	1
CF Presente	1554	0,656	0,475	0	1
Tamanho CA	1554	7,183	2,522	2	17
Percentual homens	1554	0,954	0,0906	0,333	1
Idade Média CA	1554	56,40	6,644	28	77
Independência do CA	1554	0,298	0,251	0	1
% eleitos pelo Controlador	1554	0,694	0,342	0	1
Idade do CEO	1554	53,52	9,851	24	92
Gênero CEO	1554	0,967	0,178	0	1
CEO Dual	1554	0,0875	0,283	0	1
CEO Eleito pelo Controlador	1554	0,748	0,434	0	1
Mandatos consecutivos	1554	5,557	7,990	0	65

* Valor expresso em R\$ mil.

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Conforme os dados da amostra, a Remuneração anual do CEO é, em média, de R\$ 3.477.800,00. A evolução da remuneração ao longo dos anos é apresentada no Gráfico 1.

Gráfico 1- Remuneração média por ano



Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

A queda da média da remuneração do CEO no ano de 2019 evidenciada no Gráfico 1, pode ser um reflexo da crise de 2018. Contudo, esta pesquisa não aborda elementos de restrição financeira macroeconômicos impossibilitando que se façam maiores digressões a respeito.

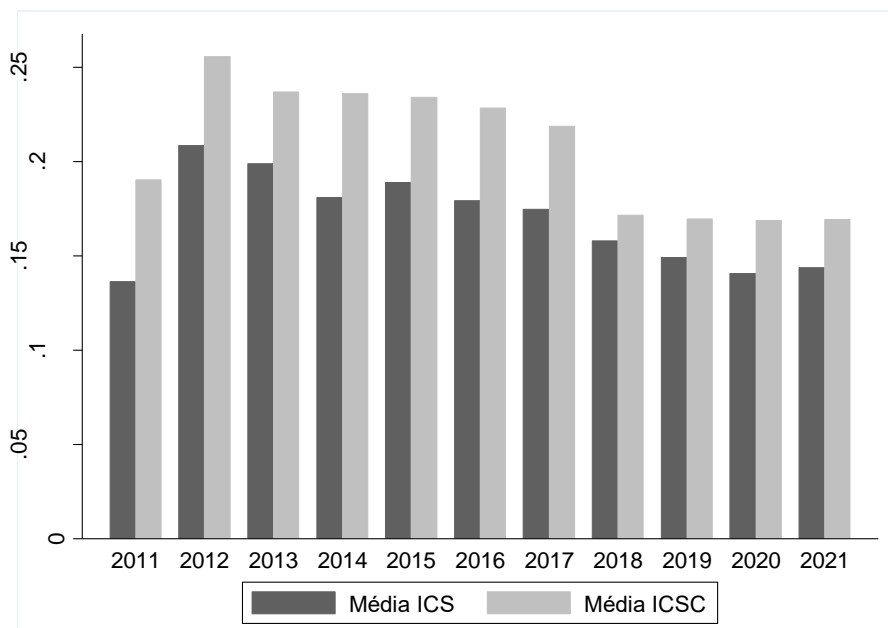
Os dados da pesquisa revelam que em 89,31% das observações há algum nível de conexão social entre os membros do CA e o CEO. Este valor é superior àquele encontrado em estudos internacionais (BALSAM; KWACK; LEE, 2017a; HWANG; KIM, 2009; LI; UNLU; WU, 2021) corroborando o entendimento de que o ambiente institucional afeta as estruturas de GC podendo favorecer o surgimento de conexões sociais (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; SUTTON et al., 2018). A partir dos dados da pesquisa pode-se inferir que mercados emergentes podem ser mais propensos à formação de conexões sociais entre os atores do que mercados onde as estruturas de GC são mais robustas.

O ICS varia de 0 até 0,55 indicando que em nenhuma das empresas da amostra todos os conselheiros são conectados por todos os indicadores ao CEO. A média de ICS foi de 0,16 valor menor do que o encontrado por Locatelli; Ramos e Costa, (2021); Locatelli; Ramos e Sprenger (2021) e Ramos *et al.* (2023) o que pode ser decorrente da ampliação do horizonte temporal da amostra desta pesquisa em relação àquelas.

Em 61,42% das 1.418 observações em que o CEO não é dual há algum nível de conexão social deste com o Presidente do CA. Em relação ao Índice de Conexão do Presidente do CA, este alcança o valor máximo de 1 indicando que existem CEOs possuem similaridade de *background* nos 5 indicadores que integram o índice em questão. A evolução média do ICS e do ICSC ao longo dos anos para amostra da pesquisa é apresentada no

Gráfico 2.

Gráfico 2 - ICS X ICSC por ano



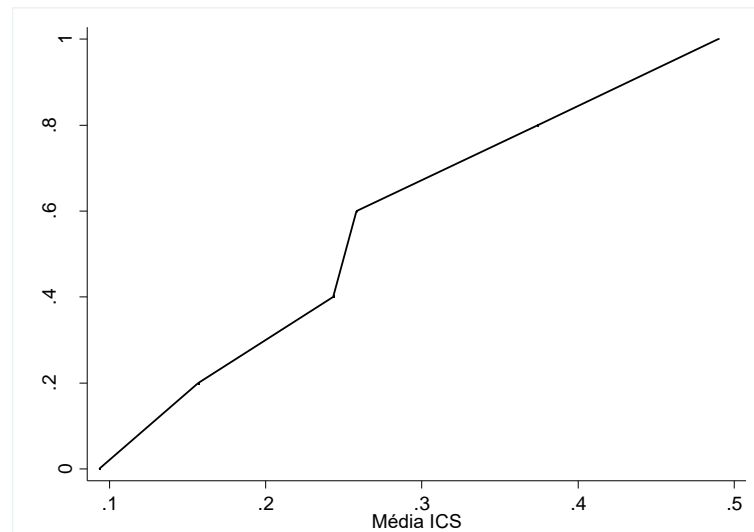
Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

A análise do

Gráfico 2 evidencia que a média do índice de conexão social CEO-Presidente do CA (ICSC) é superior à média do Índice de conexão social CEO-membros do CA (ICS). Esta diferença entre os índices pode advir do fato de o ICS retratar a média de conexões a partir de uma coletividade (membros do CA), enquanto o ICSC retrata a conexão indivíduo-indivíduo.

Ainda, é possível observar que em todas as empresas onde o CEO é conectado ao Presidente do CA há, também, conexão com os membros do CA. Observa-se, ainda, que a média de conexões sociais com o CA aumenta na medida em que a conexão com o Presidente do CA também aumenta. Ou seja, as variáveis em questão apresentam uma relação diretamente proporcional como evidenciado no Gráfico 3.

Gráfico 3 - ICSC x Média ICS



Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

O comportamento evidenciado no Gráfico 3 pode ser um sinalizador do padrão do ambiente corporativo das empresas da amostra. Logo, o favorecimento das conexões sociais no ambiente corporativo afetaria tanto a relação do indivíduo-indivíduo (CEO-Presidente do CA), como também a relação indivíduo-coletividade (CEO-membros do CA). A sua vez,

Na Tabela 7 é apresentada a estatística descritiva dos indicadores que compõem o Índice de Conexão Social entre o CEO e os membros do CA (ICS). É apresentada, igualmente, a estatística descritiva para os indicadores que integram o índice de conexão social entre o CEO e o Presidente do CA (ICSC).

Tabela 7 - Estatística descritiva dos indicadores

Índice	Variável	Obs.	Média	Desvio-padrão	Min	Max
ICS	ind1	1554	0,0808	0,135	0	0.800
	ind2	1554	0,0702	0,126	0	0.750
	ind3	1554	0,236	0,225	0	1
	ind4	1554	0,404	0,401	0	1
	ind5	1554	0,0480	0,133	0	1
ICSC	ind1c	1418	0,104	0,305	0	1
	ind2c	1418	0,102	0,302	0	1
	ind3c	1418	0,353	0,478	0	1
	ind4c	1418	0,406	0,491	0	1
	ind5c	1418	0,0550	0,228	0	1

Legenda:

ICS: *Ind1*= proporção de membros efetivos do CA que estudaram na mesma instituição de ensino superior em nível de graduação que o CEO, em relação ao número total de conselheiros identificada a partir do currículo informado no Formulário de Referência; *Ind2*= Proporção de membros efetivos do CA que atuam na diretoria executiva da entidade, em relação número total de conselheiros efetivos identificada a partir do currículo informado no Formulário de Referência; *Ind3*= Proporção de membros efetivos do CA que apresentam conexão com o CEO a partir de experiências profissionais anteriores, em relação ao total de conselheiros efetivos identificada a partir do currículo informado no Formulário de Referência; *Ind4*= Proporção de membros efetivos do CA que apresentam conexão com o CEO por meio da atuação em outros conselhos, em relação ao total de conselheiros efetivos identificada a partir do currículo informado no Formulário de Referência; *Ind5*= Proporção de membros efetivos do CA que

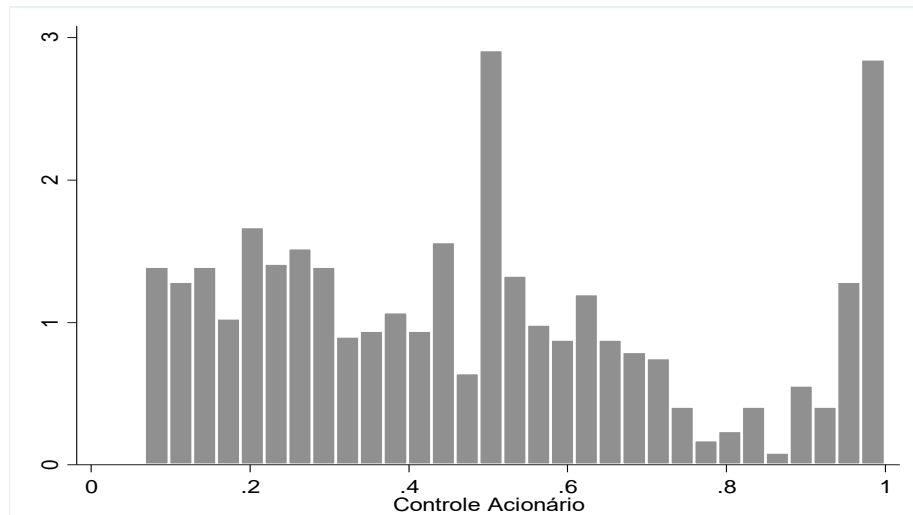
apresentam conexão com o CEO em relação ao número total de conselheiros efetivos identificada a partir de campo específico no Formulário de Referência.

ICSC: *Ind1c=Dummy* que indica se o Presidente do CA e o CEO da empresa *i* no ano *t* estudaram na mesma Instituição de Ensino Superior em nível de graduação (1) ou não (0); *Ind2c= Dummy* que indica se o Presidente do CA atua na diretoria executiva da empresa *i* no ano *t* (1), ou não (0); *Ind3c=Dummy* que indica se o Presidente do CA apresenta conexão com o CEO da empresa *i* no ano *t* a partir de experiências profissionais anteriores (1) ou não (0); *Ind4c=Dummy* que indica se o Presidente do CA apresenta conexão com o CEO da empresa *i* no ano *t* por meio da atuação em outros conselhos (1) ou não (0); *Ind5c=Dummy* que indica se o Presidente do CA é familiar do CEO da empresa *i* no ano *t* (1) ou não (0).

Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

No que tange às variáveis moderadoras, observa-se que o primeiro acionista controlador detém, em média 48,5% das ações, podendo chegar a 100%. O histograma do Gráfico 4 apresenta o comportamento da variável.

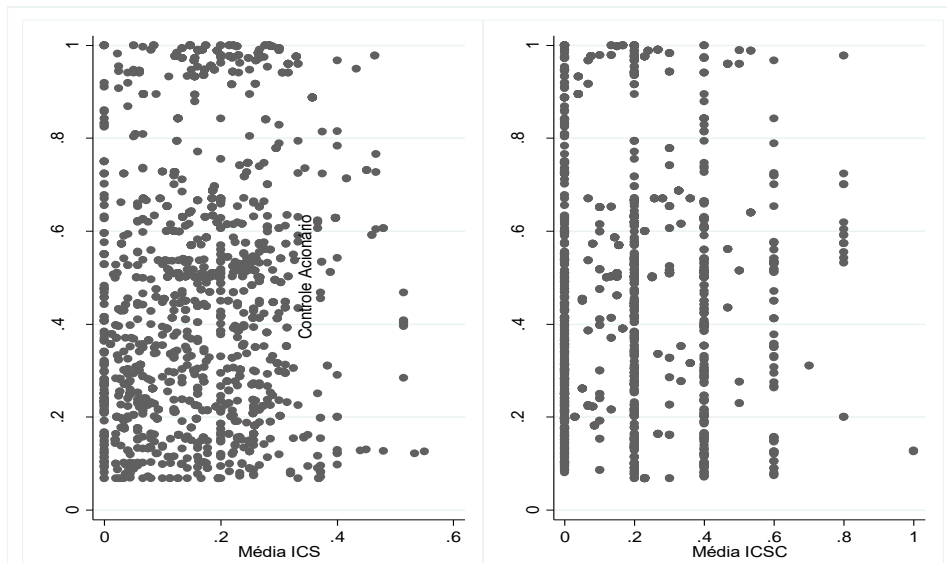
Gráfico 4 - Controle Acionário



Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

Pertinente perquirir acerca do comportamento do controle acionário em relação ao ICS e ao ICSC. Para tanto, foram plotados gráficos de dispersão apresentados no Gráfico 5.

Gráfico 5- Controle Acionário X ICS e ICSC



Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

A análise do Gráfico 5 não permite estabelecer, *a priori*, um padrão de comportamento entre as variáveis em questão.

Já com relação ao controle familiar (*ConcFam*) identifica-se que o CEO é fundador ou da família do fundador da empresa em 22% das empresas. Observa-se que a média das conexões sociais (ICS e ICSC) é mais elevada nas empresas onde há o controle familiar, conforme evidenciado na Tabela 8.

Tabela 8 - Controle Familiar X ICS e ICSC

Controle Familiar (FAM)	Média ICS	Média ICSC
Ausente (0)	0,1919	0,1480
Presente (1)	0,2505	0,2378

Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

Com relação às variáveis de controle, identifica-se que 49,3% das empresas estão no novo mercado e 80,9% são auditadas por empresas Big Four. O tamanho médio do CA é de 7 membros chegando a 17 e 29,8% são identificados como membros independentes. O controlador elege, em média, 69,44% dos membros do CA e 74,8% dos CEOS. A seguir são apresentados os resultados para os testes das hipóteses enunciadas no item 3.3.

4.2 CONEXÃO E REMUNERAÇÃO

Objetivando apresentar os resultados alcançados com os modelos econométricos propostos, esta seção descreve os achados para testar H1. Sob esta premissa foi testado através de regressão múltipla o impacto das conexões sociais, aferidas via ICS, na remuneração do CEO. Utilizaram-se as variáveis de controle listadas na Tabela 5, as quais não indicam problema de correlação conforme matriz de correção apresentada no Apêndice A.

Assim, os resultados com estimação com erros robustos encontram-se descritos na Tabela 9 (a tabela com os resultados para as variáveis de controle é apresentada no Apêndice C). Foram executadas seis especificações com a inclusão gradativa das variáveis de controle. A tabela completa é apresentada no Apêndice C. O poder explicativo (R^2) do teste empregado alcança 66,79% na especificação completa (6).

Tabela 9 - Resultados para Remuneração (H1)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>
<i>ICS</i>	1,668** (0,71)	1,541** (0,68)	0,811 (0,65)	0,445 (0,63)	-0,043 (0,63)	0,118 (0,47)
<i>Variáveis Financeiras</i>	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características da Empresa e de GC</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CA</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
<i>Constante</i>	6,685 (0,12)	6,900 (0,20)	6,295 (1,91)	7,544 (1,87)	7,878 (1,98)	-7,979 (5,20)
R^2	0,0036	0,0113	0,0344	0,0465	0,0591	0,6679
Número de obs.	1554	1554	1554	1554	1554	1554
Estatística X^2	5,48	3,64	5,47	6,28	4,53	23,14
<i>p</i>	,	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

A análise dos resultados apresentados na Tabela 9, indica que não é possível confirmar a Hipótese 1 para amostra empregada. Isto porque a partir da especificação 3, a variável de interesse deixa de apresentar significância estatística. A análise revela, portanto, que, a partir da consideração das características da empresa no modelo, as conexões sociais entre o CEO e os membros do CA deixam de impactar a remuneração do CEO.

Estes achados contrariam a literatura internacional em relação aos efeitos das conexões sociais do CEO com os membros do CA (BALSAM; KWACK; LEE, 2017a; HWANG; KIM, 2009; LI; UNLU; WU, 2021; TAN et al., 2021). Nesta medida, dado que

as pesquisas internacionais se desenvolvem essencialmente em mercados com características institucionais diversas, pode-se supor que as características do mercado nacional indicam que este tipo de conexão social (por homofilia) não é relevante para a determinação da remuneração do CEO. Corroboram esta afirmativa os achados de Salgado; Schneider e Costa (2022) que, ao avaliarem as conexões sociais via *board interlocking* identificaram uma relação estatisticamente significativa e positiva em relação à remuneração do CEO. Desta forma, podemos inferir que as conexões externas do CEO, como por exemplo o *board interlocking*, possuem maior relevância para a determinação da remuneração do CEO no cenário nacional do que a similaridade de *background* com os membros do CA.

Sob outro aspecto, é possível conjecturar que a análise agregada dos indicadores através da métrica empregada (ICS) possa impactar no resultado. Desta forma, apresentam-se na Tabela 10 os resultados obtidos para os indicadores que compõem o ICS de forma isolada. A tabela completa é apresentada no Apêndice C.

Tabela 10 - Resultados para H1 com indicadores

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>
<i>IND1</i>	-1,073 (0,68)	-0,999 (0,68)	-1,084 (0,67)	-1,069 (0,68)	-1,014* (0,60)	-0,783* (0,42)
<i>IND2</i>	1,551*** (0,54)	1,583*** (0,51)	1,065** (0,52)	1,049** (0,53)	1,136** (0,49)	0,161 (0,35)
<i>IND3</i>	0,105 (0,33)	0,045 (0,32)	-0,040 (0,30)	-0,064 (0,30)	-0,047 (0,31)	0,050 (0,25)
<i>IND4</i>	0,329 (0,22)	0,319 (0,21)	0,256 (0,20)	0,174 (0,20)	0,044 (0,16)	0,129 (0,12)
<i>IND5</i>	1,307 (0,92)	1,059 (0,70)	0,475 (0,70)	0,210 (0,75)	-0,540 (0,67)	-0,266 (0,51)
<i>Variáveis Financeiras</i>	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características da Empresa e de GC</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CA</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
<i>Constante</i>	6,722 (0,11)	6,931 (0,20)	5,896 (1,96)	6,957 (1,90)	7,355 (2,00)	-8,193 (4,97)
<i>R²</i>	0,0107	0,0174	0,0371	0,0485	0,0613	0,6685
<i>Número de obs.</i>	1554	1554	1554	1554	1554	1554
<i>Estatística X²</i>	3,92	4,47	5,04	5,81	4,48	22,65
<i>p</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

A análise dos resultados apresentados na Tabela 10, indica que apenas as conexões havidas por similaridade de Instituição de Ensino Superior são estatisticamente significativas a 10% em relação à remuneração do CEO. Contudo,

contrariamente ao esperado, o impacto destas conexões é negativo, ou seja, quando maior a conexão do CEO com os membros do CA por similaridade de IES menor será a remuneração do CEO.

Como referido anteriormente, parte da literatura argumenta que as conexões sociais reduzem a assimetria informacional. Neste cenário, um conselho mais amigável poderia diminuir os custos de agência com o monitoramento (FRACASSI; TATE, 2012; HOITASH, 2011; RAMOS et al., 2023). Logo, os resultados apresentados na Tabela 10 indicam que as conexões sociais advindas do compartilhamento de *background* por IES atuam como um redutor dos custos de monitoramento refletindo em uma menor remuneração ao CEO. Neste aspecto, mesmo considerando os indicadores isoladamente, não é possível confirmar H1.

Por sua vez, o indicador que representa o compartilhamento de background através dos cargos de diretoria da empresa (*IND2*) apresenta-se estatisticamente significativo até o momento da inclusão dos efeitos fixos de ano. Para este indicador, o efeito seria positivo. Ou seja, a presença de conexões pela presença do conselheiro na diretoria da empresa elevaria a remuneração do CEO. Este resultado reforça o argumento de Dutschkus e Lukas (2022) de que diferentes tipos de conexão ensejam reflexos igualmente diversos na remuneração do CEO

Adicionalmente, testou-se o impacto das conexões sociais do CEO com o Presidente do CA na remuneração do CEO. Os resultados para as 6 especificações estimadas estão apresentados na Tabela 11. A tabela completa é apresentada no Apêndice C. O poder explicativo do teste utilizado é de 65,49% conforme R^2 calculado pelo software Stata®.

Tabela 11- Resultados para remuneração utilizando ICSC

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>
<i>ICSC</i>	1,248*** (0,38)	1,111*** (0,36)	0,750** (0,35)	0,600** (0,34)	0,569 (0,35)	0,466** (0,23)
<i>Variáveis Financeiras</i>	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características da Empresa e de GC</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CA</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
<i>Constante</i>	6,802 (0,08)	6,999 (0,19)	6,474 (2,05)	7,801 (2,01)	8,052 (1,99)	-7,495 (5,25)
R^2	0,0074	0,0116	0,0339	0,0445	0,0626	0,6549
Número de obs.	1418	1418	1418	1418	1418	1418
Estatística X^2	10,74	3,26	4,74	5,16	5,12	20,98
p	,	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

Os resultados da Tabela 11 indicam que a conexão social do CEO com o Presidente do CA é estatisticamente significativa a 5% na especificação completa (6). Assim, a conexão entre CEO e Presidente do CA impacta positivamente a remuneração do CEO, ou seja, na presença deste tipo de conexão a remuneração do CEO será maior. Este achado alinha-se aos estudos internacionais e nacionais (BALSAM; KWACK; LEE, 2017; HWANG; KIM, 2009; LI; UNLU; WU, 2021; SALGADO; SCHNEIDER; COSTA, 2022; TAN et al., 2021) e confirma a H1. Especificamente quanto à relação entre as conexões sociais do CEO com o Presidente do CA, os achados corroboram os de Dutschkus e Lukas (2022) evidenciando que a similaridade de *backgrounds* entre o CEO e o Presidente do CA pode elevar a remuneração do CEO.

Sob tal aspecto, e, frente aos resultados anteriores em relação à conexão do CEO com os membros do CA, pode-se inferir que, no contexto brasileiro, a análise das relações individuais é relevante para capturar os efeitos da homofilia.

4.3 EFEITO MODERADOR DO CONTROLE ACIONÁRIO

Objetivando apresentar os resultados alcançados com os modelos econométricos propostos, esta seção descreve os achados para testar H2 e H4 utilizando-se como *proxy* do controle o controle acionário aferido através do percentual de ações detido pelo primeiro acionista controlador. Inicialmente são apresentados os resultados para a moderação em relação ao ICS (H2). Posteriormente, são apresentados os resultados para a moderação em relação ao ICSC (H4).

4.3.1 Análise em relação ao ICS

Esta seção apresenta os resultados alcançados com os modelos econométricos propostos na seção 3.3 utilizados para testar H2. A fim de testar o efeito moderador do controle acionário no impacto das conexões sociais, aferidas via ICS, na remuneração do CEO, foram executadas sete especificações com a inclusão gradativa das variáveis. O poder explicativo do teste é de 66,92%, conforme R2 apresentado. Os resultados estão sintetizados na Tabela 12 cuja versão completa é apresentada no Apêndice C.

Tabela 12 - Resultados para moderação (*Conc.Acionaria*) utilizando ICS

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICS</i>	1,640** (0,71)	0,120 (1,38)	0,204 (1,35)	-0,458 (1,26)	-0,569 (1,23)	-0,946 (1,12)	-0,215 (0,95)
<i>Conc.Acionaria</i>	0,588 (0,46)	0,130 (0,58)	0,320 (0,55)	0,521 (0,55)	0,832 (0,58)	0,956 (0,58)	0,748 (0,55)
<i>ICS*Conc.Acionaria</i>		3,123 (2,50)	2,673 (2,38)	2,518 (2,32)	2,010 (2,25)	1,761 (2,12)	0,620 (1,82)
<i>Variáveis Financeiras</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. Empresa e GC</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CA</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,404 (0,25)	6,612 (0,29)	6,728 (0,31)	5,670 (1,94)	6,845 (1,86)	7,146 (1,95)	-8,408 (5,05)
R ²	0,0039	0,0046	0,0130	0,0363	0,0488	0,0619	0,6692
Número de obs.	1554	1554	1554	1554	1554	1554	1554
Estatística X ²	3,63	2,93	3,92	5,86	6,46	4,55	23,27
p	0,06	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

A variável independente *ICS* apresentou significância estatística apenas na especificação 1. A variável que representa o Controle Acionário não apresentou significância estatística em nenhuma das especificações. Com a interação entre o *ICS* e o Controle Acionário (especificação 2) a variável *ICS* deixa de ser significativa o que pode indicar que a atuação do controlador estaria alinhada ao efeito de substituição. Contudo, a variável que expressa a moderação também não mostrou significância estatística impedindo que se façam inferências a respeito da interação entre controle, conexões sociais e remuneração do CEO. Diante destas evidências, não é possível confirmar H2.

Achados anteriores internacionais (SÁNCHEZ-MARÍN et al., 2022) e nacionais (FREITAS et al., 2020; MARQUEZAN et al., 2023) indicam uma relação significativa entre o controle acionário e a remuneração do CEO. Os achados desta pesquisa se afastam, portanto, da literatura precedente indicando que em um cenário que considere as relações sociais internas do CEO, nem a concentração acionária, nem tais relações impactam na definição da remuneração do CEO.

Em relação às variáveis de controle observa-se que as variáveis financeiras não apresentaram significância estatística no modelo evidenciando que fatores econômicos podem não ser os únicos determinantes para a estruturação da remuneração do CEO (FINKELSTEIN; HAMBRICK; CANNELLA, 2009). Quanto às

características da empresa, observa-se que o Tamanho (TAM) impacta positivamente (significância estatística a 5%) a remuneração do CEO corroborando o entendimento de que empresas maiores são mais complexas e, conseqüentemente, oferecem maiores remunerações (EDMANS; GABAIX; JENTER, 2017; ROUEN, 2020; SCHULZ; FLICKINGER, 2020; TERVIÖ, 2008; VO; CANIL, 2019). A presença do Conselho Fiscal apresentou significância estatística a 1%, indicando que empresas com Conselho Fiscal presente remuneram o CEO em valores maiores.

Tendo em vista que a amostra contempla empresas cujo capital é disperso e outras onde há controle definido, pertinente avaliar se empresas com características semelhantes se comportam de modo semelhante. Pressupõe-se que um acionista que detenha mais de 50% das ações com direito a voto possa direcionar as decisões da empresa. Neste sentido, assume-se que aquelas empresas cujo maior acionista detenha mais de 50% das ações com direito a voto possua controle definido. Assim, testou-se a hipótese em questão para uma subamostra contendo apenas empresas com controle definido. Os resultados são apresentados na Tabela 13, cuja versão completa está no Apêndice C.

Tabela 13 - Resultados para empresas com controle definido

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICS</i>	2,748** (1,19)	0,053 (4,35)	-0,260 (4,02)	-0,114 (4,30)	0,457 (3,98)	1,539 (3,73)	3,517 (2,67)
<i>Conc.Acionaria</i>	1,624 (1,49)	1,033 (1,62)	1,027 (1,50)	2,178 (1,41)	3,231** (1,37)	3,794*** (1,40)	3,232*** (1,08)
<i>ICS*Conc.Acionaria</i>		3,702 (5,88)	3,487 (5,40)	2,652 (5,72)	1,239 (5,39)	-0,656 (5,14)	-4,329 (3,92)
<i>Variáveis Financeiras</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. Empresa e GC</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CA</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	4,941 (1,15)	5,367 (1,22)	5,680 (1,15)	-1,958 (4,23)	-3,745 (3,86)	-4,032 (3,91)	-18,230 (7,44)
R ²	0,0102	0,0096	0,0191	0,0344	0,0586	0,0622	0,7303
Número de obs.	738	738	738	738	738	738	738
Estatística X ²	2,86	1,97	4,18	5,88	6,89	5,33	62,34
p	0,09	0,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Os dados apresentados na Tabela 13 evidenciam o comportamento da moderação do controle para as empresas cujo controle pode ser entendido como definido. A exemplo do que ocorre na amostra completa a variável ICS apresenta

significância estatística apenas na primeira especificação (1). A interação entre as variáveis ICS e Concentração Acionária também não apresentou significância estatística assim como ocorrido com a amostra completa (Tabela 12).

A sua vez, a variável referente ao Controle Acionário passa a apresentar significância estatística a partir da inserção das variáveis que capturam os efeitos das características do CA (5). Pode-se inferir, assim, que em um cenário de controle definido o Controle Acionário passa a ser relevante para a remuneração do CEO. Dado que o impacto da Concentração Acionária é positivo sobre a remuneração do CEO, estes achados alinham-se àqueles apresentados pelo estudo de Sánchez-Marín *et al.* (2022). Por outro lado, o resultado apresentado diverge daqueles encontrados por Freitas *et al.* (2020) por evidenciar um efeito positivo sobre a remuneração e dos de Marquezan *et al.* (2023) por indicar que o percentual de ações detido pelo primeiro acionista controlador possui relevância para a determinação de remuneração do CEO.

Assim, visto que quanto maior o Controle Acionário, maior será a remuneração, pode-se inferir que a postura do controlador está em linha com a perspectiva da expropriação. Isto ocorre, pois ao deter mais de 50% das ações o controlador não tem seu controle ameaçado o que pode lhe encorajar a adotar uma postura auto interessada. A concessão de remunerações mais elevadas ao CEO pode objetivar, portanto, assegurar sua lealdade. Cabe referir que o resultado em questão se mantém mesmo na presença de mecanismos de GC podendo sinalizar que, em um cenário de controle definido, as estruturas de GC são enfraquecidas.

Na seção seguinte são apresentados os resultados dos testes de hipótese para o Controle Acionário em relação às conexões do CEO com o Presidente do CA.

4.3.1 Análise em relação ao ICSC

Esta seção apresenta os resultados alcançados com os modelos econométricos propostos na seção 3.3 utilizados para testar H4. A fim de testar o efeito moderador do controle acionário no impacto das conexões sociais, aferidas via ICSC, na remuneração do CEO, foram executadas sete especificações com a inclusão gradativa das variáveis. O poder explicativo do teste é de 65,62%, conforme R^2 apresentado. Os resultados estão sintetizados na Tabela 14. A tabela completa é apresentada no Apêndice C.

Tabela 14 - Resultados para moderação (*Conc.Acionaria*) utilizando ICSC

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICSC</i>	1,238*** (0,38)	1,090 (0,74)	0,915 (0,72)	0,733 (0,66)	0,810 (0,64)	0,852 (0,65)	0,356 (0,48)
<i>Conc.Acionaria</i>	0,582 (0,45)	0,519 (0,54)	0,627 (0,52)	0,895* (0,54)	1,248** (0,57)	1,395** (0,58)	0,798 (0,52)
<i>ICS*Conc.Acionaria</i>		0,329 (1,32)	0,389 (1,29)	0,003 (1,24)	-0,535 (1,20)	-0,708 (1,21)	0,210 (0,92)
<i>Variáveis Financeiras</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. Empresa e GC</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CA</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,533 (0,22)	6,561 (0,26)	6,696 (0,28)	5,764 (2,08)	7,079 (1,99)	7,271 (1,97)	-7,891 (5,08)
R ²	0,0077	0,0070	0,0123	0,0351	0,0466	0,0656	0,6562
Número de obs.	1418	1418	1418	1418	1418	1418	1418
Estatística X ²	6,41	4,50	3,04	4,68	4,82	4,88	20,34
p	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Os resultados apresentados na Tabela 14 indicam que a variável independente *ICSC* apresentou significância estatística apenas na especificação 1. A variável que representa o Controle Acionário não apresentou significância estatística em nenhuma das especificações. Com a interação entre o *ICSC* e o Controle Acionário (especificação 2) a variável *ICSC* deixa de ser significativa o que pode indicar que a atuação do controlador estaria alinhada ao efeito de substituição especialmente se considerarmos os resultados apresentados na Tabela 11. Contudo, a variável que expressa a moderação não mostrou significância estatística impedindo que se façam inferências a respeito desta interação entre controle, conexões sociais e remuneração do CEO. Diante destas evidências, não é possível confirmar H4.

Assim como no teste de H2, os achados desta pesquisa em relação às conexões do CEO com o Presidente do CA se afastam da literatura precedente que sinalizam a relevância da atuação do controlador na definição da remuneração do CEO (SÁNCHEZ-MARÍN et al., 2022; FREITAS et al., 2020; MARQUEZAN et al., 2023). Tais achados indicam que em um cenário que considere as relações sociais do CEO com o Presidente do CA, nem a concentração acionária nem tais relações, impactam na definição da remuneração do CEO.

Assim como ocorreu no teste de H2, as variáveis financeiras não apresentaram significância estatística no modelo reforçando que fatores econômicos podem não ser os únicos determinantes para a estruturação da remuneração do CEO

(FINKELSTEIN; HAMBRICK; CANNELLA, 2009). Os resultados da Tabela 14 reforçam as evidências em relação à H2 quanto ao Tamanho (TAM) isto porque nesta especificação, esta variável também sinalizou um impacto positivo (significância estatística a 5%) na remuneração do CEO. Corrobora-se, assim, o entendimento de que empresas maiores são mais complexas e, conseqüentemente, oferecem maiores remunerações (EDMANS; GABAIX; JENTER, 2017; ROUEN, 2020; SCHULZ; FLICKINGER, 2020; TERVIÖ, 2008; VO; CANIL, 2019).

A exemplo do procedimento adotado para H2, restringiu-se a amostra para aquelas empresas onde o controle é definido. Os resultados são apresentados na Tabela 15 que emprega um teste com 70,66% de poder explicativo. A tabela completa é apresentada no Apêndice C.

Tabela 15 - Resultados para empresas com controle definido

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICSC</i>	1,388** (0,58)	1,955 (1,97)	1,628 (1,95)	1,701 (1,96)	2,743 (1,94)	2,508 (1,92)	2,347* (1,40)
<i>Conc.Acionaria</i>	1,577 (1,47)	1,687 (1,51)	1,642 (1,47)	2,544* (1,36)	3,879*** (1,38)	4,324*** (1,47)	3,079*** (0,98)
<i>ICS*Conc.Acionaria</i>		-0,842 (2,80)	-0,705 (2,81)	-1,265 (2,71)	-3,391 (2,64)	-3,270 (2,69)	-2,747 (2,20)
<i>Variáveis Financeiras</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. Empresa e GC</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CA</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	5,347 (1,06)	5,271 (1,09)	5,657 (1,05)	-1,528 (4,21)	-3,928 (3,76)	-3,786 (3,64)	-15,541 (7,65)
R ²	0,0087	0,0072	0,0139	0,0252	0,0496	0,0563	0,7066
Número de obs.	640	640	640	640	640	640	640
Estatística X ²	3,29	2,22	1,83	3,79	4,78	5,56	213,13
p	0,07	0,11	0,11	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Os resultados apresentados na Tabela 15 indicam que as conexões sociais entre o CEO e o Presidente do CA são relevantes para a determinação da remuneração do CEO em um cenário de controle definido. Neste aspecto, com uma significância estatística de 10%, o *ICSC* apresenta uma influência positiva sobre a remuneração do CEO. No mesmo sentido, o Controle Acionário o qual é estatisticamente significativo a 1% impondo um reflexo positivo na remuneração do CEO. Tais resultados corroboram os achados de Balsam, Kwack e Lee (2017) e de Hwang e Kim (2009) em relação ao impacto das conexões sociais e os achados de

Sánchez-Marín *et al.* (2022) em relação ao impacto do controle acionário sobre a remuneração do CEO.

As variáveis de controle apresentam resultados semelhantes aos reportados na Tabela 13. Isto evidencia que em um cenário de controle definido, independentemente do tipo de conexão social que se olhe (CEO-membros do CA ou CEO-Presidente do CA), o comportamento das variáveis financeiras, das características da empresa, do CA e do CEO é similar.

Na próxima seção são apresentados os resultados para a análise em relação ao controle familiar.

4.4 EFEITO MODERADOR DO CONTROLE PELA PRESENÇA FAMILIAR

Objetivando apresentar os resultados alcançados com os modelos econométricos propostos, esta seção descreve os achados para testar H3 e H5 utilizando-se como *proxy* do controle, a presença familiar na empresa. Esta *proxy* considera a presença de um CEO fundador ou da família fundadora da empresa i no ano t no impacto das conexões sociais na remuneração do CEO

Inicialmente são apresentados os resultados para as especificações considerando a conexão social do CEO com os membros do CA (ICS) que se relacionam à H3. Posteriormente, são apresentados os resultados para as especificações considerando a conexão do CEO com o Presidente do CA (ICS) atinentes à H5.

4.4.1 Análise em relação ao ICS

Esta seção apresenta os resultados alcançados com os modelos econométricos propostos na seção 3.3 utilizados para testar H3. A fim de testar o efeito moderador do controle acionário no impacto das conexões sociais, aferidas via ICS, na remuneração do CEO, foram executadas sete especificações com a inclusão gradativa das variáveis. O poder explicativo do teste é de 66,81%, conforme R^2 apresentado. Os resultados estão sintetizados na Tabela 16. A tabela completa é apresentada no Apêndice C.

Tabela 16 - Resultados para moderação (*Contr.Familiar*) utilizando ICS

(1) (2) (3) (4) (5) (6) (7)

	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICS</i>	1,426** (0,71)	1,839** (0,79)	1,730** (0,76)	1,116 (0,73)	0,835 (0,69)	0,488 (0,69)	0,422 (0,54)
<i>Contr.Familiar</i>	0,576 (0,57)	1,023 (0,62)	1,116* (0,60)	0,706 (0,59)	0,764 (0,57)	0,295 (0,46)	0,181 (0,40)
<i>ICS*Contr.Familiar</i>		-2,002 (1,71)	-2,195 (1,54)	-1,896 (1,47)	-2,293 (1,43)	-2,413* (1,46)	-1,448 (1,11)
<i>Variáveis Financeiras</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. Empresa e GC</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CA</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,598 (0,16)	6,535 (0,16)	6,730 (0,23)	5,930 (1,91)	7,148 (1,88)	7,624 (1,96)	-7,016 (4,62)
R ²	0,0052	0,0056	0,0139	0,0346	0,0470	0,0597	0,6681
Número de obs.	1554	1554	1554	1554	1554	1554	1554
Estatística X ²	2,93	2,67	2,86	4,90	5,54	4,12	22,24
p	0,09	0,07	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

. A partir dos resultados apresentados na Tabela 16 observa-se que a variável de conexão social (ICS) mostra-se significativa nas especificações (1), (2) e (3). Ou seja, a partir da inclusão das variáveis de característica da empresa, a variável perde a sua significância. Calha sublinhar que, ao contrário do ocorrido com a especificação que considera o controle a partir da concentração acionária (H2), a inclusão da variável de interação não retira a influência das conexões sobre a remuneração do CEO. Ou seja, no modelo proposto outros fatores, que não o controle familiar, interferem na relação entre o ICS e a remuneração do CEO.

Em relação ao comportamento da variável ICS na presença do controle familiar, os achados contrariam a literatura prévia, da mesma forma que em relação ao controle acionário apresentado na Tabela 12. Neste aspecto, os resultados apresentados acima corroboram o entendimento de que em um cenário que considere as relações sociais internas do CEO, nem a concentração acionária, nem tais relações impactam na definição da remuneração do CEO contrariando os estudos precedentes (FREITAS et al., 2020; MARQUEZAN et al., 2023; SÁNCHEZ-MARÍN et al., 2022) . Sob uma outra perspectiva, observa-se que os resultados sinalizam que a presença de um controlador não impacta as estruturas de governança corporativa.(DAHYA; DIMITROV; MCCONNELL, 2023; MARTINS; COSTA, 2020)

A análise da variável moderadora (*ICS*ContrFamiliar*) revela que esta apresenta significância estatística (10%) apenas na especificação 6 e que, portanto,

a consideração dos efeitos temporais afasta a sua relevância no modelo. Frente a tais resultados, não podemos confirmar a H3 da pesquisa.

Pende salientar que a variável que expressa o controle familiar (*ContrFamiliar*) não apresentou significância estatística em nenhuma das especificações. Esta circunstância distancia o presente estudo dos estudos precedentes revisados que apontam para a relevância do controle familiar na definição da remuneração do CEO (BANSAL; THENMOZHI, 2020; YARRAM; ADAPA, 2021). Chama a atenção que o sinal do coeficiente da variável *Contr.Familiar* é positivo podendo sinalizar que, em caso de relevância do controle familiar, este impactaria positivamente a remuneração do CEO. Neste caso, os achados contrariariam estudos como o de Ermel e Do Monte (2018) que indicam uma relação negativa entre a presença familiar e a remuneração do CEO.

Como ocorrido anteriormente em H2, as variáveis financeiras não apresentaram significância estatística no modelo evidenciando que fatores econômicos podem não ser os únicos determinantes para a estruturação da remuneração do CEO (FINKELSTEIN; HAMBRICK; CANNELLA, 2009). Quanto às características da empresa, observa-se que o Tamanho (TAM) impacta positivamente (significância estatística a 5%) a remuneração do CEO corroborando o entendimento de que empresas maiores são mais complexas e, conseqüentemente, oferecem maiores remunerações mesmo quando controladas por uma família (EDMANS; GABAIX; JENTER, 2017; ROUEN, 2020; SCHULZ; FLICKINGER, 2020; TERVIÖ, 2008; VO; CANIL, 2019). A presença do Conselho Fiscal apresentou significância estatística a 1%, indicando que empresas com Conselho Fiscal presente remuneram o CEO em valores maiores.

A seguir são apresentados os resultados para análise considerando as conexões do CEO com o Presidente do CA.

4.4.2 Análise em relação ao ICSC

Esta seção apresenta os resultados alcançados com os modelos econométricos propostos na seção 3.3 utilizados para testar H5. A fim de testar o efeito moderador do controle familiar no impacto das conexões sociais, aferidas via ICS, na remuneração do CEO, foram executadas sete especificações com a inclusão gradativa das variáveis. O poder explicativo do teste é de 65,45%, conforme R²

apresentado. Os resultados estão sintetizados na Tabela 17, cuja versão completa é apresentada no Apêndice C.

Tabela 17 - Resultados para moderação (*Contr.Familiar*) utilizando ICSC

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICSC</i>	1,217*** (0,37)	1,235*** (0,41)	1,062*** (0,38)	0,665* (0,38)	0,570 (0,38)	0,464 (0,37)	0,483* (0,26)
<i>Contr.Familiar</i>	0,886 (0,66)	0,904 (0,66)	0,914 (0,65)	0,448 (0,66)	0,482 (0,66)	-0,132 (0,38)	0,058 (0,33)
<i>ICSC*Contr.Familiar</i>		-0,077 (0,93)	0,075 (0,89)	0,377 (0,85)	0,151 (0,86)	0,427 (0,90)	-0,067 (0,64)
<i>Variáveis Financeiras</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. Empresa e GC</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CA</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,630 (0,16)	6,627 (0,16)	6,817 (0,23)	6,263 (2,06)	7,591 (2,05)	8,070 (1,97)	-7,583 (5,24)
R ²	0,0113	0,0106	0,0153	0,0343	0,0447	0,0615	0,6545
Número de obs.	1418	1418	1418	1418	1418	1418	1418
Estatística X ²	5,77	3,94	2,41	4,50	4,73	4,71	19,89
p	0,02	0,02	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Os resultados apresentados na Tabela 17 indicam que a variável independente *ICSC* não apresentou significância estatística nas especificações (5) e (6). Para todas as outras especificações, inclusive no modelo completo, a variável mostra-se estatisticamente significativa. A variável que representa o Controle Familiar não apresentou significância estatística em nenhuma das especificações. Este fato, por si só, não sinaliza a qual perspectiva as atitudes do CEO se alinham. Ademais, as outras variáveis analisadas não fornecem subsídios para que se façam inferências a respeito.

Com a interação entre o *ICSC* e o Controle Familiar (especificação 2) a variável *ICSC* segue sendo significativa ao mesmo nível que na especificação (1) indicando o controle familiar não afeta a relação entre *ICSC* e a remuneração do CEO. A sua vez, a variável que expressa a moderação não mostrou significância estatística impedindo que se façam inferências a respeito da interação entre controle, conexões sociais e remuneração do CEO. Diante destas evidências, não é possível confirmar H5.

Assim como no teste de H3, os achados desta pesquisa em relação às conexões do CEO com o Presidente do CA se afastam da literatura precedente que sinalizam a relevância da atuação do fundador da empresa na definição da remuneração do CEO (BANSAL; THENMOZHI, 2020; CIESLAK; HAMBERG; VURAL,

2021; YARRAM; ADAPA, 2021). Esta diferenciação pode decorrer das métricas empregadas na pesquisa ou, ainda, sinalizar que o CEO enquanto fundador ou da família fundadora não tenha interesse em expropriar a empresa através de salários mais elevados o que se justificaria frente aos interesses não econômicos que movem os familiares em uma empresa familiar (CHRISMAN et al., 2012; YARRAM; ADAPA, 2021).

Por outro lado, mesmo na presença da variável moderadora ($ICSC*ContrFamiliar$) a variável que expressa as conexões sociais ($ICSC$) segue impactando positivamente a remuneração do CEO ao considerarmos uma significância de 10%. Por conseguinte, a presença de um CEO fundador ou da família fundadora, por si só, não impede que as conexões deste com o Presidente do CA impactem em sua remuneração. Neste aspecto, as evidências se aproximam das de Hwang e Kim (2009) e de Balsam; Kwack; Lee (2017), indicando que as conexões sociais podem favorecer a expropriação dos minoritários pela concessão de remunerações mais elevadas ao CEO.

Assim como ocorreu nos testes de H2, H3 e H4, as variáveis financeiras não apresentaram significância estatística no modelo reforçando que fatores econômicos podem não ser os únicos determinantes para a estruturação da remuneração do CEO (FINKELSTEIN; HAMBRICK; CANNELLA, 2009). Os resultados da Tabela 17 reforçam as evidências em relação à H2, H3 e H4 quanto ao Tamanho (TAM) isto porque nesta especificação, esta variável também sinalizou um impacto positivo (significância estatística a 5%) na remuneração do CEO. Corroborar-se, assim, o entendimento de que empresas maiores são mais complexas e, conseqüentemente, oferecem maiores remunerações (EDMANS; GABAIX; JENTER, 2017; ROUEN, 2020; SCHULZ; FLICKINGER, 2020; TERVIÖ, 2008; VO; CANIL, 2019).

4.5 TESTES ADICIONAIS

Esta seção apresenta testes acionais realizados com a amostra da pesquisa. Foram empregados os modelos econométricos descritos na seção 3.3 com *proxies* de controle diversas. Inicialmente testou-se o comportamento das variáveis ICS e ICSC sobre a remuneração do CEO considerando a propriedade acionária do CEO.

Num segundo momento, foi testada uma medida alternativa que demonstre a ingerência do controlador na gestão da empresa. Os resultados obtidos são apresentados e discutidos a seguir.

4.5.1 Participação acionária do CEO

Dada a ausência de significância estatística nos modelos empregados, ampliou-se a análise pois estes resultados podem derivar da utilização isolada dos fatores determinantes de controle (propriedade e presença familiar). Como referido anteriormente, o controlador pode ter interesse em participar ativamente da gestão da empresa a fim de evitar custos de agência, ou decisões que não se alinhem ao seu propósito (BOZEC; BOZEC, 2007; MARTINS; COSTA, 2020). Destaca-se que, para amostra empregada o controlador indicou 74,8% dos CEOS e 69,4% dos membros do CA. Uma forma de capturar a intenção do acionista de participar na gestão é identificar se o CEO é, também, acionista da empresa.

Logo, a fim de ampliar o espectro da pesquisa para capturar os efeitos do interesse do controlador em participar da gestão da empresa, averigou-se a relevância da participação do CEO na qualidade de acionista da empresa. Assim, tangenciando o estudo de Marquezan *et al.* (2023), buscou-se identificar os efeitos do controle acionário para além do primeiro acionista. Desta forma, testou-se os efeitos do percentual de ações detido pelo CEO (*part.CEO*) na relação entre ICS e ICSC na remuneração do CEO.

A Tabela 18 apresenta os resultados encontrados para o teste de regressão aplicado em relação ao ICS. A tabela completa é apresentada no Apêndice C.

Tabela 18 - Resultados para moderação (*PartCEO*) utilizando ICS

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICS</i>	1,608** (0,70)	1,631** (0,70)	1,499** (0,67)	0,764 (0,65)	0,391 (0,63)	-0,127 (0,63)	0,126 (0,47)
<i>Part.CEO</i>	0,025** (0,01)	0,027** (0,01)	0,028** (0,01)	0,015 (0,01)	0,006 (0,01)	-0,012 (0,02)	0,000 (0,01)
<i>ICS*Part.CEO</i>		-0,012 (0,05)	-0,010 (0,04)	0,016 (0,04)	0,030 (0,05)	0,016 (0,04)	-0,015 (0,02)
<i>Variáveis Financeiras</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

<i>Caract. Empresa e GC</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CA</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,630 (0,13)	6,626 (0,12)	6,833 (0,21)	6,292 (1,90)	7,513 (1,83)	(0,03) (1,99)	(0,03) (5,22)
R ²	0,0066	0,0060	0,0141	0,0351	0,0462	0,0583	0,6675
Número de obs.	1554	1554	1554	1554	1554	1554	1554
Estatística X ²	4,31	3,38	3,23	4,75	5,28	5,05	21,93
p	0,04	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Os resultados apresentados na Tabela 18 indicam que a partir da inclusão das variáveis que representam as características da empresa (4), a variável independente deixa de ter significância estatística. A sua vez, a variável moderadora não apresentou significância estatística revelando que outros fatores são determinantes para mitigação do efeito do ICS na remuneração do CEO. Estes achados são condizentes com aqueles encontrado nos testes referidos anteriormente.

A relação entre a participação acionária do CEO e o ICSC é apresentado na Tabela 19. A tabela completa é apresentada no Apêndice C.

Tabela 19 - Resultados para moderação (*PartCEO*) utilizando ICSC

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICSC</i>	1,205*** (0,37)	0,999*** (0,38)	0,855** (0,35)	0,489 (0,35)	0,354 (0,34)	0,282 (0,34)	0,328 (0,23)
<i>Part.CEO</i>	0,048 (0,04)	0,023 (0,05)	0,026 (0,05)	0,009 (0,04)	0,016 (0,04)	-0,007 (0,03)	0,011 (0,02)
<i>ICS*Part.CEO</i>		0,105* (0,06)	0,105* (0,06)	0,119** (0,05)	0,112* (0,06)	0,137** (0,06)	0,064* (0,04)
<i>Variáveis Financeiras</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. Empresa e GC</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CA</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Características do CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,734 (0,11)	6,777 (0,11)	6,976 (0,22)	5,958 (1,99)	7,382 (1,96)	7,727 (1,89)	-7,581 (5,24)

continua
continuação

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
R ²	0,0100	0,0115	0,0161	0,0374	0,0483	0,0660	0,6562
Número de obs.	1418	1418	1418	1418	1418	1418	1418
Estatística X ²	5,34	4,30	2,92	4,78	4,62	4,92	20,86
p	0,02	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

A análise dos resultados apresentados na Tabela 19 indica que as conexões sociais do CEO com o Presidente do CA impactam positivamente a remuneração no CEO nas especificações (1), (2) e (3). Todavia, com a inserção da variável moderadora no modelo, aliada às variáveis de controle que expressam as características do CA, do CEO e os efeitos-fixos de ano, a conexão do CEO com o Presidente do CA deixa de ser estatisticamente significativo.

Contrariamente aos resultados até então apresentados na pesquisa, a variável moderadora possui significância estatística (chegando a 10% na especificação completa) no modelo proposto. Os resultados, sinalizam, portanto, que o percentual de ações detidas pelo CEO quanto este possui conexões sociais com o Presidente do CA afeta a sua remuneração. Todavia, ao contrário do esperado em H4, a moderação é positiva. Ou seja, o impacto provocado na relação entre o ICSC e a remuneração do CEO potencializa os efeitos das conexões sobre a remuneração do CEO.

Neste sentido, os resultados aproximam-se daqueles de Sánchez-Marín *et al.* (2022) e de Marquezan *et al.* (2023), na medida em que evidenciam que a concentração acionária, pela perspectiva do CEO, relaciona-se positivamente com a remuneração do CEO. Os achados corroboram a literatura precedente indicando que o Presidente do CA possui relevância sobre as decisões gerenciais (BANERJEE; NORDQVIST; HELLERSTEDT, 2020; KRAUSE *et al.*, 2019; WITHERS; FITZA, 2017) e que as conexões sociais havidas por homofilia entre o CEO e o Presidente do CA podem levar a níveis maiores de remuneração do CEO (BALSAM; KWACK; LEE, 2017; HWANG; KIM, 2009).

Os achados permitem inferir, ainda, que em sendo o CEO um dos cinco principais acionistas da empresa, a elevação da sua concentração acionária pode induzir a um comportamento expropriatório quando este CEO possuir conexões sociais com o Presidente do CA. A partir destas evidências podemos inferir que as conexões sociais de um CEO acionista com o Presidente do CA permitem que este CEO exerça poder sobre o CA, impactando no seu nível de remuneração (CIESLAK; HAMBERG; VURAL, 2021; GÖX; HEMMER, 2020).

Por outro lado, os resultados podem sinalizar, ainda, uma compensação pecuniária dos maiores controladores ao CEO para que este mantenha-se alinhado ao interesse dos demais controladores. Neste caso, o impacto positivo da variável moderadora no CEO seria decorrente do intuito expropriatório do controlador (LIZARES, 2022; SÁNCHEZ-MARÍN *et al.*, 2022).

Constant	6,719 (0,22)	6,822 (0,23)	6,936 (0,26)	5,625 (1,95)	6,817 (1,86)	7,108 (1,94)	-8,400 (5,07)
R ²	0,0030	0,0029	0,0103	0,0348	0,0478	0,0616	0,6696
Número de obs.	1554	1554	1554	1554	1554	1554	1554
Estatística X ²	2,83	1,97	3,06	5,18	5,74	4,45	22,87
p	0,09	0,14	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Painel B: ICSC x CEO eleito pelo controlador							
ICSC	1,251*** (0,38)	0,551 (0,80)	0,313 (0,74)	0,033 (0,69)	-0,199 (0,66)	0,033 (0,69)	0,007 (0,54)
CEOEl.contr.	-0,072 (0,29)	-0,223 (0,32)	-0,152 (0,32)	-0,327 (0,30)	-0,256 (0,31)	-0,327 (0,30)	-0,334 (0,21)
ICS*CEOEl.contr.		0,899 (0,88)	1,019 (0,83)	0,906 (0,80)	0,995 (0,76)	0,906 (0,80)	0,568 (0,59)
Var.Financeiras	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Caract. Empresa	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
Caract. CA	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
Caract. CEO	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
Dummy Ano	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,854 (0,22)	6,959 (0,23)	7,115 (0,27)	5,790 (2,04)	7,122 (1,96)	5,790 (2,04)	-7,725 (5,08)
R ²	0,0068	0,0069	0,0113	0,0351	0,0469	0,0351	0,6565
Número de obs.	1418	1418	1418	1418	1418	1418	1418
Estatística X ²	5,39	3,99	2,76	4,42	4,81	4,42	20,78
p	0,02	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

A partir dos resultados apresentados na Tabela 20, observa-se que, quer pela perspectiva das conexões sociais com os membros do CA, quer pela perspectiva das conexões com o Presidente do CA, a inserção da variável que expressa a moderação faz com que as conexões sociais (ICS e ICSC) deixem de ser estatisticamente significativas para os modelos propostos. A exemplo do que ocorre no teste de H2, a variável moderadora não apresenta significância estatística. Isto quer dizer que, ainda que a moderação reduza os efeitos das conexões em relação à remuneração, a variável moderadora, não enseja impactos na remuneração do CEO.

Já os resultados para os modelos considerando a moderação pelo percentual de membros do CA eleitos pelo controlador (*Per.El.Contr*) são apresentados na Tabela 21. O Painel A apresenta o resultado das variáveis de interesse para as especificações que utilizam as conexões do CEO com os membros do CA como proxy de conexão social. Já o Painel B apresenta os resultados para as especificações que utilizam as conexões do CEO com o Presidente do CA.

Tabela 21 - Resultados para moderação – % CA eleito pelo controlador

(1) (2) (3) (4) (5) (6) (7)

	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
Painel A: ICS x % CA eleito pelo controlador							
<i>ICS</i>	1,670** (0,71)	0,454 (1,29)	0,152 (1,28)	-0,397 (1,20)	-0,768 (1,17)	-1,321 (1,10)	-1,605* (0,95)
<i>Perc.El.Cont</i>	-0,079 (0,36)	-0,338 (0,42)	-0,350 (0,40)	-0,568 (0,39)	-0,572 (0,38)	-0,578 (0,36)	-0,593** (0,29)
<i>ICS* Perc.El.Cont.</i>		1,837 0,454	2,108 0,152	1,762 (1,69)	1,777 (1,62)	1,847 (1,53)	2,559** (1,23)
<i>Var.Financeiras</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. Empresa</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. CA</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,739 (0,26)	6,891 (0,28)	7,108 (0,31)	5,837 (1,86)	7,002 (1,78)	7,272 (1,88)	-8,531 (5,08)
R ²	0,0030	0,0031	0,0110	0,0359	0,0490	0,0628	0,6705
Número de obs.	1554	1554	1554	1554	1554	1554	1554
Estatística X ²	2,76	2,01	3,02	4,90	5,91	4,62	23,42
p	0,10	0,14	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Painel B: ICSC x % CA eleito pelo controlador							
<i>ICSC</i>	1,246*** (0,38)	0,828 (0,69)	0,522 (0,70)	0,024 (0,70)	-0,280 (0,71)	-0,592 (0,75)	-0,292 (0,59)
<i>Perc.El.Cont.</i>	-0,050 (0,36)	-0,160 (0,40)	-0,181 (0,39)	-0,501 (0,41)	-0,520 (0,40)	-0,580 (0,41)	-0,331 (0,31)
<i>ICS* Perc.El.Cont.</i>		0,593 (0,89)	0,831 (0,92)	0,978 (0,90)	1,202 (0,89)	1,591 (0,95)	1,044 (0,73)
<i>Var.Financeiras</i>	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. Empresa</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. CA</i>	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Caract. CEO</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,836 (0,25)	6,909 (0,27)	7,120 (0,33)	5,898 (2,02)	7,204 (1,94)	7,396 (1,90)	-7,824 (5,08)
R ²	0,0067	0,0063	0,0107	0,0353	0,0475	0,0670	0,6569
Número de obs.	1418	1418	1418	1418	1418	1418	1418
Estatística X ²	5,43	3,66	2,56	4,44	4,97	5,11	20,92
p	0,02	0,03	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Observa-se que as conexões sociais e o percentual de eleitos pelo controlador, assim como a variável moderadora propriamente dita, apresentam significância estatística tão somente na última especificação do Painel A. O coeficiente destas variáveis aponta para o fato de que as conexões sociais apresentam uma força atenuante em relação à remuneração do CEO, o que pode ser explicado pela melhoria da circulação de informação.

Ainda, a variável que expressa os efeitos da eleição dos membros do CA pelo controlador indica um efeito negativo. Ou seja, uma quantidade maior de membros ligados ao controlador leva a uma menor remuneração do CEO. Os resultados, portanto, alinham-se à perspectiva da substituição. Por sua vez, a variável que

expressa a moderação entre as variáveis de interesse apresenta um coeficiente positivo. Desta forma, podemos inferir que, na presença de conexões sociais, quanto maior a proporção de membros eleitos pelo controlador no CA, maior será a remuneração do CEO. Identifica-se, ainda, que a moderação em questão não retira por completo os efeitos da variável ICS sobre a remuneração. Neste caso, portanto, a remuneração figura como um problema de agência e a atuação do controlador não favorece aos minoritários (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; GÖX; HEMMER, 2020; SÁNCHEZ-MARÍN et al., 2022)

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise da remuneração dos Diretores de uma empresa, é um tema que pode fornecer elementos interessantes para a compreensão da cultura da organização e do comportamento dos atores desta relação. Sob a perspectiva da Teoria da Agência, a remuneração dos executivos pode ser entendida como uma solução parcial aos problemas de agência ou, ainda, como parte integrante destes problemas (BEBCHUK; FRIED, 2003). A avaliação dos elementos que podem impactar no nível de remuneração do CEO, por exemplo, pode fornecer evidências que auxiliem nesta compreensão.

Sob este aspecto, o modo como o CEO interage com os outros atores do cenário pode ser determinante para quantificar a sua remuneração, pois a rede de

relacionamentos formada por conexões sociais gera valor aos seus membros (AUH; MENGUC, 2005; COLEMAN, 1990; NAHAPIET; GHOSHAL, 1998). Ainda, as características do mercado onde as empresas estão inseridas também podem exercer influência nas estruturas de Governança Corporativa e, conseqüentemente, favorecer o surgimento de conexões sociais e refletir na remuneração do CEO (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; SUTTON et al., 2018).

Neste sentido, a presente Tese teve como objetivo avaliar os reflexos do controle na relação entre a remuneração do CEO e as conexões sociais deste a partir de uma amostra de 199 empresas listadas na B3 entre os anos de 2011 e 2021. Os resultados encontrados para as cinco hipóteses de pesquisa fornecem elementos que permitem avaliar o controle frente à interação das conexões sociais com a remuneração do CEO.

A partir do teste de H1, pode-se supor que a mensuração das conexões sociais por homofilia não é relevante para a determinação da remuneração do CEO dadas as características do mercado nacional. Desta forma, podemos inferir que as conexões externas do CEO, como por exemplo o *board interlocking*, possuem maior relevância para a determinação da remuneração do CEO no cenário nacional do que a similaridade de *background* com os membros do CA.

Estendendo a análise para as relações entre o CEO e o Presidente do CA observou-se a existência de uma relação positiva e estatisticamente significativa entre as conexões sociais e a remuneração do CEO. Tais achados corroboram os de Dutschkus e Lukas (2022) evidenciando que a similaridade de *backgrounds* entre o CEO e o Presidente do CA pode elevar a remuneração do CEO. A divergência entre os resultados encontrados em relação à conexão com os membros do CA e à conexão com o Presidente do CA, revela que o modo como o CEO interage com cada ator pode impactar de modo diferente na sua remuneração.

A análise do efeito moderador do controle na relação entre as conexões sociais do CEO e a remuneração deste fornece evidências diversas visto que não foi possível confirmar H2 quer para a medida de ICS, quer para a medida de ICSC. Aplicando-se os testes para uma subamostra de empresas onde o controle acionário é definido, igualmente não é possível aceitar H2. No cenário de controle definido pode-se inferir que a postura do controlador está em linha com a perspectiva da expropriação e que o resultado em questão se mantém mesmo na presença de mecanismos de GC

podendo sinalizar que, em um cenário de controle definido, as estruturas de GC são enfraquecidas.

Os resultados encontrados para H2 se mantêm quando empregada a medida de conexão social com o Presidente do CA. Porém, em um cenário de controle definido, as conexões sociais do CEO com o Presidente do CA são estatisticamente significativas impactando positivamente a remuneração do CEO em linha com os achados de Balsam, Kwack e Lee (2017) e de Hwang e Kim (2009) em relação ao impacto das conexões sociais e os achados de Sánchez-Marín *et al.* (2022) em relação ao impacto do controle acionário sobre a remuneração do CEO.

Quanto à H4, esta não pode ser confirmada em relação à amostra global. Contudo, as conexões sociais entre o CEO e o Presidente do CA são relevantes para a determinação da remuneração do CEO em um cenário de controle definido. Neste aspecto, o *ISCS* apresenta uma influência positiva sobre a remuneração do CEO. Tais resultados corroboram os achados de Balsam, Kwack e Lee (2017) e de Hwang e Kim (2009) em relação ao impacto das conexões sociais e os achados de Sánchez-Marín *et al.* (2022) em relação ao impacto do controle acionário sobre a remuneração do CEO.

Partindo-se da análise do Controle Familiar, H3 estimava um impacto negativo da moderação do controle familiar na relação entre as conexões sociais do CEO e a sua remuneração. A partir da rejeição de H3, os resultados corroboram o entendimento de que em um cenário que considere as relações sociais internas do CEO, nem a concentração acionária, nem tais relações impactam na definição da remuneração do CEO contrariando os estudos precedentes (FREITAS *et al.*, 2020; MARQUEZAN *et al.*, 2023; SÁNCHEZ-MARÍN *et al.*, 2022). Sob uma outra perspectiva, observa-se que os resultados sinalizam que a presença de um controlador não impacta as estruturas de governança corporativa.(DAHYA; DIMITROV; MCCONNELL, 2023; MARTINS; COSTA, 2020). A variável que expressa o controle familiar não apresentou significância estatística em nenhuma das especificações distanciando os achados desta pesquisa dos estudos precedentes revisados que apontam para a relevância do controle familiar na definição da remuneração do CEO (BANSAL; THENMOZHI, 2020; YARRAM; ADAPA, 2021).

A análise em relação ao impacto das conexões sociais do CEO com o Presidente do CA (H5) indicam que o controle familiar não impacta nem a remuneração do CEO nem a relação entre ICSC e a remuneração do CEO. Assim

como no teste de H3, os achados desta pesquisa em relação às conexões do CEO com o Presidente do CA se afastam da literatura precedente que sinalizam a relevância da atuação do fundador da empresa na definição da remuneração do CEO (BANSAL; THENMOZHI, 2020; CIESLAK; HAMBERG; VURAL, 2021; YARRAM; ADAPA, 2021). Esta diferenciação pode decorrer das métricas empregadas na pesquisa ou, ainda, sinalizar que o CEO enquanto fundador ou da família fundadora não tenha interesse em expropriar a empresa através de salários mais elevados o que se justificaria frente aos interesses não econômicos que movem os familiares em uma empresa familiar (CHRISMAN et al., 2012; YARRAM; ADAPA, 2021).

Os resultados apontam, ainda, que a presença de um CEO fundador ou da família fundadora, por si só, não impede que as conexões deste com o Presidente do CA impactem em sua remuneração. Neste aspecto, as evidências se aproximam das de Hwang e Kim (2009) e de Balsam; Kwack; Lee (2017), indicando que as conexões sociais podem favorecer a expropriação dos minoritários pela concessão de remunerações mais elevadas ao CEO.

Os testes adicionais empregados revelam que a participação acionária do CEO quanto este possui conexões sociais com o Presidente do CA afeta a sua remuneração. Todavia, ao contrário do esperado em H4, a moderação é positiva. Ou seja, o impacto provocado na relação entre o ICSC e a remuneração do CEO potencializa os efeitos das conexões sobre a remuneração do CEO. Os achados corroboram a literatura precedente indicando que o Presidente do CA possui relevância sobre as decisões gerenciais (BANERJEE; NORDQVIST; HELLERSTEDT, 2020; KRAUSE et al., 2019; WITHERS; FITZA, 2017) e que as conexões sociais havidas por homofilia entre o CEO e o Presidente do CA podem levar a níveis maiores de remuneração do CEO (BALSAM; KWACK; LEE, 2017; HWANG; KIM, 2009). A partir destas evidências podemos inferir que as conexões sociais de um CEO acionista com o Presidente do CA permitem que este CEO exerça poder sobre o CA, impactando no seu nível de remuneração (CIESLAK; HAMBERG; VURAL, 2021; GÖX; HEMMER, 2020).

Já ao avaliar-se a moderação pela ingerência do controlador na gestão, identificou-se que o percentual de membros do CA eleito pelo controlador afeta a relação entre as conexões sociais destes membros com o CEO e a remuneração do CEO. A variável que expressa os efeitos da eleição dos membros do CA pelo controlador indica um efeito negativo. Ou seja, uma quantidade maior de membros

independentes leva a uma menor remuneração do CEO. Os resultados, portanto, alinham-se à perspectiva da substituição. Por sua vez, a variável que expressa a moderação entre as variáveis de interesse apresenta um coeficiente positivo. Desta forma, podemos inferir que quanto maior a proporção de membros eleitos pelo controlador no CA, maior será a remuneração do CEO. Identifica-se, ainda, que a moderação em questão não retira por completo os efeitos da variável ICS sobre a remuneração. Neste caso, portanto, a remuneração figura como um problema de agência e a atuação do controlador não favorece aos minoritários (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; GÖX; HEMMER, 2020; SÁNCHEZ-MARÍN et al., 2022)

Em apertada síntese, ainda que as hipóteses de pesquisa não tenham sido confirmadas em sua maioria, a tese avança em relação à literatura precedente fornecendo elementos sobre a interação do controle, das conexões sociais e da remuneração do CEO em um mercado emergente. Evidenciando-se que esta interação é mais bem observada em um cenário de controle definido ou quando há ingerência do controlador na gestão da empresa.

As evidências encontradas, ainda que em sentido diverso do esperado, fornecem direcionadores para pesquisas futuras. Neste sentido, sugere-se a utilização de medidas alternativas de remuneração, bem como a avaliação da moderação frente aos indicadores que compõe os índices utilizados na pesquisa. Ainda, sugere-se a utilização de outros indicadores de conexão social como, por exemplo, as conexões políticas.

REFERÊNCIAS

ACERO FRAILE, I.; ALCALDE FRADEJAS, N. Ownership structure and board composition in a high ownership concentration context. **European Management Journal**, v. 32, n. 4, p. 646–657, 1 ago. 2014.

ADAMS, R. B. The Dual Role of Corporate Boards as Advisors and Monitors of Management: Theory and Evidence. **SSRN Electronic Journal**, 19 ago. 2000.

ADAMS, R. B. Boards, and the Directors Who Sit on Them. In: **Elsevier The Handbook of the Economics of Corporate Governance**. [s.l.] North-Holland, 2017. v. 1p. 291–382.

ADAMS, R. B.; FERREIRA, D. A theory of friendly boards. **The journal of finance**, v. 62, n. 1, p. 217–250, 2007a.

ADAMS, R. B.; FERREIRA, D. A Theory of Friendly Boards. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 1, p. 217–250, 1 fev. 2007b.

AGUILERA, R. V.; JACKSON, G. The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. **<https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196772>**, v. 28, n. 3, p. 447–465, 1 jul. 2003.

ALBUQUERQUE, A. M.; DE FRANCO, G.; VERDI, R. S. Peer choice in CEO compensation. **Journal of Financial Economics**, v. 108, n. 1, p. 160–181, 2013.

ALFONSO, E. et al. CEO career concerns and expectations management. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 20, n. 3, p. 267–289, 2019.

ALI, S. et al. Board financial expertise and foreign institutional investment: the moderating role of ownership concentration. **Review of International Business and Strategy**, v. 32, n. 3, p. 325–345, 2 ago. 2022.

ARROW, K. J. The Economics of agency. In: J., W. . P.; ZECKHAUSER, R. J. (Eds.). **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985. p. 37–51.

ATTIG, N.; EL GHOUL, S.; GUEDHAMI, O. Do multiple large shareholders play a corporate governance role? evidence from east asia. **Journal of Financial Research**, v. 32, n. 4, p. 395–422, dez. 2009.

AUH, S.; MENGUC, B. Top management team diversity and innovativeness: The moderating role of interfunctional coordination. **Industrial Marketing Management**, v. 34, n. 3, p. 249–261, 1 abr. 2005.

BALSAM, S.; KWACK, S. Y.; LEE, J. Y. Network connections, CEO compensation and involuntary turnover: The impact of a friend of a friend. **Journal of Corporate Finance**, v. 45, p. 220–244, 2017a.

BANERJEE, A.; NORDQVIST, M.; HELLERSTEDT, K. The role of the board chair—A literature review and suggestions for future research. **Corporate Governance: An International Review**, v. 28, n. 6, p. 372–405, 1 nov. 2020.

BANSAL, S.; THENMOZHI, M. Does concentrated founder ownership affect board independence? Role of corporate life cycle and ownership identity. 2020.

BARONTINI, R.; BOZZI, S. Board compensation and ownership structure: Empirical evidence for Italian listed companies. **Journal of Management and Governance**, v. 15, n. 1, p. 59–89, 1 fev. 2011.

BASU, S. et al. Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 15, n. 1, p. 56–79, 1 jan. 2007.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive Compensation as an Agency Problem. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, p. 71–92, jun. 2003.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive compensation as an agency problem. **The Economic Nature of the Firm: A Reader, Third Edition**, v. 17, n. 3, p. 327–345, 2012.

BEBCHUK, L.; COHEN, A.; FERRELL, A. What Matters in Corporate Governance? **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 2, p. 783–827, 1 fev. 2009.

BEINER, S. et al. An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. **European Financial Management**, v. 12, n. 2, p. 249–283, 1 mar. 2006.

BEREZINETS, I.; GARANINA, T.; ILINA, Y. Intellectual capital of a board of directors and its elements: introduction to the concepts. **Journal of Intellectual Capital**, v. 17, n. 4, p. 632–653, 2016.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: [s.n.].

BEUREN, I. M.; PAMPLONA, E.; LEITE, M. Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 24, n. 6, p. 514–531, 2020.

BHABRA, H. S.; HOSSAIN, A. T. Does location influence executive compensation? Evidence from Canadian SMEs. **Journal of Management and Governance**, v. 22, n. 1, p. 89–109, 1 mar. 2018.

BLACK, B. et al. Corporate governance indices and construct validity. **Corporate Governance: An International Review**, v. 25, n. 6, p. 397–410, 1 nov. 2017.

BOSE, S. et al. Does CEO–Audit Committee/Board Interlocking Matter for Corporate Social Responsibility? **Journal of Business Ethics**, v. 1, p. 1–29, 18 jun. 2021.

BOUBAKRI, N.; GHOUMA, H. Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, n. 10, p. 2481–2499, 1 out. 2010.

BOURDIEU, P. The Forms of Capital. In: **The sociology of economic life**. [s.l.: s.n.]. p. 79–92.

BOZEC, Y.; BOZEC, R. Ownership concentration and corporate governance practices: substitution or expropriation effects? **Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration**, v. 24, n. 3, p. 182–195, 1 set. 2007.

BRITO, G. A. S.; MARTINS, E. Accounting conservatism and the cost of bank credit in Brazil. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 27–48, 1 jan. 2013.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate Governance and Firm Performance. **SSRN Electronic Journal**, 7 dez. 2004.

BURT, R. **Brokerage and closure: An introduction to social capital**. [s.l.] Oxford university press, 2005.

BURT, R. S. The Network Structure Of Social Capital. **Research in Organizational Behavior**, v. 22, p. 345–423, 2000.

CAI, J. et al. Information Asymmetry and Corporate Governance. <http://dx.doi.org/10.1142/S2010139215500147>, v. 5, n. 3, 4 out. 2015.

CARNEY, M. Corporate Governance and Competitive Advantage in Family–Controlled Firms. <https://doi-org.ez101.periodicos.capes.gov.br/10.1111/j.1540-6520.2005.00081.x>, v. 29, n. 3, p. 249–265, 1 maio 2005.

CÉSPEDES, J.; GONZÁLEZ, M.; MOLINA, C. A. Ownership and capital structure in Latin America. **Journal of Business Research**, v. 63, n. 3, p. 248–254, 1 mar. 2010.

CHAHINE, S.; GOERGEN, M. Top management ties with board members: How they affect pay–performance sensitivity and IPO performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 27, p. 99–115, 1 ago. 2014.

CHEN, G.; CHITTOOR, R.; VISSA, B. Does nepotism run in the family? CEO pay and pay-performance sensitivity in Indian family firms. **Strategic Management Journal**, v. 42, n. 7, p. 1326–1343, 1 jul. 2021.

CHEN, Z.; KEEFE, M. O. C.; WATTS, J. K. M. Board of director compensation in China: It pays to be connected. **Pacific Basin Finance Journal**, v. 63, n. February, p. 101394, 2020.

CHENG, M.; LIN, B.; WEI, M. Executive compensation in family firms: The effect of multiple family members. **Journal of Corporate Finance**, v. 32, p. 238–257, 1 jun. 2015.

CHRISMAN, J. J. et al. Family Involvement, Family Influence, and Family–Centered Non–Economic Goals in Small Firms. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00407.x>, v. 36, n. 2, p. 267–293, 1 mar. 2012.

CIEŚLAK, K. Agency conflicts, executive compensation regulations and CEO pay-performance sensitivity: evidence from Sweden. **Journal of Management and Governance**, v. 22, n. 3, p. 535–563, 1 set. 2018.

CIESLAK, K.; HAMBERG, M.; VURAL, D. Executive compensation disclosure, ownership concentration and dual-class firms: An analysis of Swedish data. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 45, p. 100429, 1 dez. 2021.

CLAESSENS, S. et al. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741–2771, 1 dez. 2002.

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H. Corporate Governance in Asia: A Survey. **International Review of Finance**, v. 3, n. 2, p. 71–103, 1 jun. 2002.

COLEMAN, J. S. **Foundations of Social Theory**. Cambridge: MA: Harvard University Press, 1990.

COMPARATO, F. K.; FILHO, C. S. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Grupo GEN, 2013.

CONNELLY, B. L. et al. Ownership as a Form of Corporate Governance. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 8, p. 1561–1589, 1 dez. 2010.

COSTA, C. M. et al. Non-compliance in Executive Compensation Disclosure: the Brazilian Experience. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 43, n. 3–4, p. 329–369, 1 mar. 2016.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. DE F.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J. Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian

firms. **Research in International Business and Finance**, v. 51, p. 101076, 1 jan. 2020.

CRISÓSTOMO, V. L.; DE FREITAS BRANDÃO, I. The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. **Corporate Governance (Bingley)**, v. 19, n. 1, p. 120–140, 4 fev. 2019.

DAHYA, J.; DIMITROV, O.; MCCONNELL, J. J. Does board independence matter in companies with a controlling shareholder? **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 35, n. 1, p. 72–82, 1 jan. 2023.

DAL MAGRO, C. B.; KLANN, R. C. Novo olhar ao board interlocking: evidências a partir das redes sociais corporativas. **Revista de Administração Pública**, p. 2–30, 2019.

DANG NGUYEN, B. It's not what you know, it's who you know: CEO-director social connections and the effectiveness of boards of directors. **Strategic Direction**, v. 29, n. 3, p. 3–4, 2013.

DAVIS, L. L. Instrument review: Getting the most from a panel of experts. **Applied nursing research**, v. 5, n. 4, p. 194–197, 1992.

DE CAMARGO FIORINI, P. et al. Management theory and big data literature: From a review to a research agenda. **International Journal of Information Management**, v. 43, p. 112–129, 1 dez. 2018.

DE CESARI, A.; GONENC, H.; OZKAN, N. The effects of corporate acquisitions on CEO compensation and CEO turnover of family firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 38, p. 294–317, 1 jun. 2016.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. <https://doi.org/10.1086/261354>, v. 93, n. 6, p. 1155–1177, dez. 1985.

DESENDER, K. A. et al. When does ownership matter? Board characteristics and behavior. **Strategic Management Journal**, v. 34, n. 7, p. 823–842, 1 jul. 2013.

DUTSCHKUS, F.; LUKAS, C. Social Relationships and Group Dynamics within the Supervisory Board and their Influence on CEO Compensation. **Schmalenbach Journal of Business Research**, 8 abr. 2022.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of Control: An International Comparison. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 537–600, 1 abr. 2004.

EDMANS, A.; GABAIX, X.; JENTER, D. Executive Compensation: a Survey of Theory and Evidence. In: **The handbook of the economics of corporate governance**. [s.l.] Elsevier, 2017. p. 383–539.

EDMANS, A.; GOSLING, T.; JENTER, D. CEO compensation: Evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, v. 150, n. 3, p. 103718, 1 dez. 2023.

EL-KHATIB, R.; FOGEL, K.; JANDIK, T. CEO network centrality and merger performance. **Journal of Financial Economics**, v. 116, n. 2, p. 349–382, 2015.

ENGELBERG, J.; GAO, P.; PARSONS, C. A. The price of a CEO's rolodex. **Review of Financial Studies**, v. 26, n. 1, p. 79–114, 2013.

ERMEL, M. D. A.; DO MONTE, P. A. Shareholder Control, Firm Performance and Executive Compensation: Evidence From Brazilian Market. **Brazilian Review of Finance**, v. 16, n. 3, p. 455–491, 16 nov. 2018.

EULAIWI, B. et al. Multiple directorships, family ownership and the board nomination committee: International evidence from the GCC. 2016.

FAN, Y. et al. Board-CEO friendship ties and firm value: Evidence from US firms. **International Review of Financial Analysis**, v. 65, p. 101373, 2019.

FELD, S.; GROFMAN, B. Homophily and the focused organization of ties. In: **The Oxford handbook of analytical sociology**. [s.l: s.n.]. p. 521–543.

FELD, S. L. The Focused Organization of Social Ties. **American Journal of Sociology**, v. 86, n. 5, p. 1015–1035, mar. 1981.

FELD, S. L. Social structural determinants of similarity among associates. **American sociological review**, p. 797–801, 1982.

FERRIS, S. P.; JAVAKHADZE, D.; RAJKOVIC, T. CEO social capital, risk-taking and corporate policies. **Journal of Corporate Finance**, v. 47, p. 46–71, 1 dez. 2017.

FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK, D. C.; CANNELLA, A. A. **Strategic leadership : theory and research on executives, top management teams, and boards**. [s.l: s.n.].

FRACASSI, C.; TATE, G. External Networking and Internal Firm Governance. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 1, p. 153–194, 1 fev. 2012.

FREITAS, M. R. D. O. et al. CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA, CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS. **Revista de Administração de Empresas**, v. 60, n. 5, p. 322–335, 6 nov. 2020.

FRYDMAN, C.; JENTER, D. CEO compensation. **Annual Review of Financial Economics**, v. 2, n. 1, p. 75–102, 2010.

GIBBONS, R.; MURPHY, K. J. Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence. **Journal of Political Economy**, v. 100, n. 3, p. 468–505, 22 out. 1992.

GILLAN, S. L. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 381–402, 1 jun. 2006.

GORGA, E. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership: Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law and Business**, v. 29, 2009.

GÖX, R. F.; HEMMER, T. On the relation between managerial power and CEO pay. **Journal of Accounting and Economics**, v. 69, n. 2–3, p. 101300, 2020.

GRANOVETTER, M. S. The Strength of Weak Ties. **American Journal of Sociology**, v. 78, n. 6, p. 1360–1380, maio 1973.

GRANT, J. S.; DAVIS, L. L. Selection and use of content experts for instrument development. **Research in nursing & health**, v. 20, n. 3, p. 269–274, 1997.

GRIFFIN, P. A. et al. The dark side of CEO social capital: Evidence from real earnings management and future operating performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 68, p. 101920, 1 jun. 2021.

GUPTA, A.; WOWAK, A. J. The Elephant (or Donkey) in the Boardroom: How Board Political Ideology Affects CEO Pay *. **Administrative Science Quarterly**, v. 62, n. 1, p. 1–30, 2017.

HANDLER, W. C. Methodological Issues and Considerations in Studying Family Businesses. **Family Business Review**, v. 2, n. 3, p. 257–276, 1 set. 1989.

HERMALIN, BENJAMIN E.; WEISBACH, MICHAEL S. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. **The American Economic Review**, v. 88, n. 1, p. 96–188, 1998.

HOITASH, U. Should Independent Board Members with Social Ties to Management Disqualify Themselves from Serving on the Board? **Journal of Business Ethics**, v. 99, n. 3, p. 399–423, 2011.

HOLMSTRÖM, B. Moral Hazard and Observability. **The Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 74–91, 1979.

HOUSTON, J. F.; LEE, J.; SUNTHEIM, F. Social networks in the global banking sector. **Journal of Accounting and Economics**, v. 65, n. 2–3, p. 237–269, 1 abr. 2018.

HSU, C.-C.; SANDFORD, B. A. The Delphi technique: making sense of consensus. **Practical assessment, research & evaluation**, v. 12, n. 10, p. 1–8, 2007.

HWANG, B. H.; KIM, S. It pays to have friends. **Journal of Financial Economics**, v. 93, n. 1, p. 138–158, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Remuneração dos administradores**. 6. ed. São Paulo: IBGC, 2018.

ISHII, J.; XUAN, Y. Acquirer-target social ties and merger outcomes. **Journal of Financial Economics**, v. 112, n. 3, p. 344–363, 2014.

JAVAKHADZE, D.; SHELTON, A. Executive social connections and gender pay gaps. **Journal of Corporate Finance**, v. 73, 2022.

JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, n. 4, p. 305–360, 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance Pay and Top-Management Incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225–264, 22 out. 1990.

JONES, J.; HUNTER, D. Qualitative research: consensus methods for medical and health services research. **Bmj**, v. 311, n. 7001, p. 376–380, 1995.

KANG, J. K. et al. Friendly boards and innovation. **Journal of Empirical Finance**, v. 45, n. October 2017, p. 1–25, 2018.

KASTIEL, K. Executive Compensation in Controlled Companies. **Indiana Law Journal**, v. 90, 2015.

KAUFMAN, D. A força dos “laços fracos” de Mark Granovetter no ambiente do ciberespaço. **Galaxia**, n. 23, p. 207–218, 2012.

KHANDELWAL, C. et al. Financial risk reporting practices: systematic literature review and research agenda. **The Bottom Line**, v. 32, n. 3, p. 185–210, 2019.

KHEDMATI, M.; SUALIHU, M. A.; YAWSON, A. CEO-director ties and labor investment efficiency. **Journal of Corporate Finance**, v. 65, p. 101492, 1 dez. 2020.

KRAUSE, R. Being the CEO’s boss: An examination of board chair orientations. **Strategic Management Journal**, v. 38, n. 3, p. 697–713, 1 mar. 2017.

KRAUSE, R. et al. The board chair effect across countries: An institutional view. **Strategic Management Journal**, v. 40, n. 10, p. 1570–1592, 1 out. 2019.

KRISHNAN, G. V. et al. CFO/CEO-board social ties, Sarbanes-Oxley, and earnings management. **Accounting Horizons**, v. 25, n. 3, p. 537–557, 2011.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471–517, 1 abr. 1999.

LI, Z.; UNLU, E.; WU, J. Are social connections of independent directors all the same? Evidence from corporate monitoring. **International Journal of Managerial Finance**, 2021.

LIEW, C. Y. et al. Directors’ compensation, ownership concentration and the value of the firm: evidence from an emerging market. **Journal of Industrial and Business Economics**, v. 49, n. 1, p. 155–188, 1 mar. 2022.

LIMA, T. DE M. **Desenvolvimento e validação de indicadores para avaliação da qualidade do acompanhamento farmacoterapêutico**. [s.l.] Universidade de São Paulo, 2018.

LIN, N. A network theory of social capital. **The handbook of social capital**, v. 50, n. 1, p. 69, 2008.

LIZARES, R. M. Ownership concentration and board structure: Alignment and entrenchment effects in an emerging market. **Managerial and Decision Economics**, v. 43, n. 6, p. 2557–2569, 1 set. 2022.

LOCATELLI, L. G.; RAMOS, F. M.; COSTA, C. M. Conexões sociais e rotatividade involuntária do CEO: evidências do mercado brasileiro. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 18, n. 48, p. 124–137, 20 jul. 2021a.

LOCATELLI, L. G.; RAMOS, F. M.; SPRENGER, K. B. Gerenciamento de resultados: análise do poder do CEO na presença de conexões sociais. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 20, p. e3230, 29 dez. 2021.

LYNN, M. R. Determination and quantification of content validity. **Nursing research**, 1986.

MARQUEZAN, L. H. F. et al. Influência do Conselho de Administração e Concentração Acionária no Desalinhamento entre Remuneração Executiva e Desempenho. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 26, n. 2, p. 181–212, 30 set. 2023.

MARTINS, H. C.; COSTA, C. M. Does control concentration affect board busyness? International evidence. **Journal of Management and Governance**, v. 24, n. 3, p. 821–850, 1 set. 2020.

MCGUINNESS, P. B. IPO firm performance and its link with board officer gender, family-ties and other demographics. **Journal of Business Ethics**, v. 152, n. 2, p. 499–521, 19 ago. 2018.

MCPHERSON, M.; SMITH-LOVIN, L.; COOK, J. M. BIRDS OF A FEATHER: Homophily in Social Networks. **Annual Review of Sociology**, v. 27, n. 1, p. 415–444, 2001.

MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 38, n. 2, p. 163–184, 1 jun. 1995.

MENDES-DA-SILVA, W. Board Interlocking in Brazil: A Longitudinal Study of Corporate Networks, 1997-2007. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 9, n. 4, p. 521–548, 2011.

MENDES-DA-SILVA, W.; GRZYBOVSKI, D. EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E DA PERFORMANCE EMPRESARIAL SOBRE O *TURNOVER* DE EXECUTIVOS NO BRASIL: COMPARANDO EMPRESAS FAMILIARES E NÃO-FAMILIARES. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 7, n. 1, p. 45–70, 21 set. 2020.

MESNIK, S. S. **Characteristics of board composition and their influences on financial performance: can family firms be differently affected?**, 23 fev. 2023. Disponível em: <<https://hdl.handle.net/10438/33551>>. Acesso em: 28 jan. 2024

MILGROM, P.; ROBERTS, J. **Economics, Organization and Management**. [s.l.] Prentice Hall, 1992.

MONEM, R. M. Determinants of board structure: Evidence from Australia. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 9, n. 1, p. 33–49, 1 jun. 2013.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. C, p. 293–

315, 1 jan. 1988.

MORCK, R.; YEUNG, B. Agency Problems in Large Family Business Groups. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 27, n. 4, p. 367–382, 2003.

NAHAPIET, J.; GHOSHAL, S. Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage. <https://doi.org/10.5465/amr.1998.533225>, v. 23, n. 2, p. 242–266, 1 abr. 1998.

PANDA, B.; LEEPSA, N. M. Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. **Indian Journal of Corporate Governance**, v. 10, n. 1, p. 74–95, 1 jun. 2017.

PÉREZ-CALERO, L.; HURTADO-GONZÁLEZ, J. M.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J. Do the institutional environment and types of owners influence the relationship between ownership concentration and board of director independence? An international meta-analysis. **International Review of Financial Analysis**, v. 61, p. 233–244, 1 jan. 2019.

POLIT, D. F.; BECK, C. T. The content validity index: are you sure you know what's being reported? Critique and recommendations. **Research in nursing & health**, v. 29, n. 5, p. 489–497, 2006.

POLIT, D. F.; BECK, C. T.; OWEN, S. V. Is the CVI an acceptable indicator of content validity? Appraisal and recommendations. **Research in nursing & health**, v. 30, n. 4, p. 459–467, 2007.

PRICE, R.; ROMÁN, F. J.; ROUNTREE, B. The impact of governance reform on performance and transparency. **Journal of Financial Economics**, v. 99, n. 1, p. 76–96, 1 jan. 2011.

PUTNAM, R. D. Bowling Alone: America's Declining Social Capital. **Journal of Democracy**, v. 6, n. 1, p. 65–78, 1995.

RAMOS, F. M. **EFEITO DAS CONEXÕES SOCIAIS ENTRE OS CEOs E OS MEMBROS DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E FISCAL SOBRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS**. [s.l.: s.n.].

RAMOS, F. M. et al. The effect of social ties between the CEO and board of directors and fiscal council's members on earnings management. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, v. 13, n. 3, p. 613–647, 5 jul. 2023.

ROSSONI, L.; ARANHA, C. E.; MENDES-DA-SILVA, W. Does the capital of social capital matter? Relational resources of the board and the performance of Brazilian companies. **Journal of Management and Governance**, v. 22, n. 1, p. 153–185, 2018.

ROUEN, E. Rethinking measurement of pay disparity and its relation to firm performance. **Accounting Review**, v. 95, n. 1, p. 343–378, 2020.

SALGADO, C. P. et al. Board of Directors' Interlocks: A Social Network Analysis Tutorial. **Revista de Administração Contemporânea**, p. e210286–e210286, 14 abr. 2022.

SALGADO, C.; SCHNEIDER, G.; COSTA, C. M. Does board interlock affect CEO compensation? Evidence from companies listed in the Brazilian stock exchange. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 19, n. 4, p. 444–465, 1 dez. 2022.

SÁNCHEZ-MARÍN, G. et al. Excess executive compensation and corporate governance in the United Kingdom and Spain: A comparative analysis. 2022.

SAONA, P.; MURO, L.; ALVARADO, M. How do the ownership structure and board of directors' features impact earnings management? The Spanish case. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 31, n. 1, p. 98–133, 1 fev. 2020.

SCHMIDT, B. Costs and benefits of friendly boards during mergers and acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 117, n. 2, p. 424–447, 2015.

SCHULZ, A. C.; FLICKINGER, M. Does CEO (over)compensation influence corporate reputation? **Review of Managerial Science**, v. 14, n. 4, p. 903–927, 2020.

SETIA-ATMAJA, L.; HAMAN, J.; TANEWSKI, G. The role of board independence in mitigating agency problem II in Australian family firms. **The British Accounting Review**, v. 43, n. 3, p. 230–246, 1 set. 2011.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large Shareholders and Corporate Control. <https://doi.org/10.1086/261385>, v. 94, n. 3, Part 1, p. 461–488, jun. 1986.

SHUE, K. Executive Networks and Firm Policies: Evidence from the Random Assignment of MBA Peers. **The Review of Financial Studies**, v. 26, n. 6, p. 1401–1442, 1 jun. 2013.

STEVENSON, W. B.; RADIN, R. F. Social Capital and Social Influence on the Board of Directors. **Journal of Management Studies**, v. 46, n. 1, p. 16–44, 1 jan. 2009.

STUDIES, C. H.-T. R. OF F.; 2009, UNDEFINED. The myth of diffuse ownership in the United States. academic.oup.com, [s.d.].

SUTTON, C. et al. Secondary agency conflicts: A synthesis and proposed measurement model. **Long Range Planning**, v. 51, n. 5, p. 720–735, 1 out. 2018.

TAN, Y. et al. What's in a name? The valuation effect of directors' sharing of surnames. **Journal of Banking & Finance**, v. 122, p. 105991, 1 jan. 2021.

TERVIÖ, M. The difference that CEOs make: An assignment model approach. **American Economic Review**, v. 98, n. 3, p. 642–668, 2008.

TINAIKAR, S. Voluntary disclosure and ownership structure: An analysis of dual class firms. **Journal of Management and Governance**, v. 18, n. 2, p. 373–417, 16 set. 2014.

TUNG, F. The Puzzle of Independent Directors: New Learning. **Boston University Law Review**, v. 91, p. 1175, 2011.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385–417, 1 maio 2006.

VO, T. T. N.; CANIL, J. M. CEO pay disparity: Efficient contracting or managerial power? **Journal of Corporate Finance**, v. 54, p. 168–190, 1 fev. 2019.

VOELCKER, G.; MACAGNAN, C. B.; VANCIN, D. An Analysis of Risk-Taking in Family Firms Listed in B3. **BBR. Brazilian Business Review**, v. 17, n. 4, p. 399–418, 31 jul. 2020.

WESTPHAL, J. D. Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties. **Source: The Academy of Management Journal**, v. 42, n. 1, p. 7–24, 1999.

WESTPHAL, J. D.; ZAJAC, E. J. A Behavioral Theory of Corporate Governance: Explicating the Mechanisms of Socially Situated and Socially Constituted Agency. **Academy of Management Annals**, v. 7, n. 1, p. 607–661, jun. 2013.

WILLIAMSON, O. E. **The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting**. [s.l.] FreePass, 1985.

WITHERS, M. C.; FITZA, M. A. Do board chairs matter? The influence of board chairs on firm performance. **Strategic Management Journal**, v. 38, n. 6, p. 1343–1355, 1 jun. 2017.

WOOLCOCK, M. Social capital and economic development: Toward a theoretical synthesis and policy framework. **Theory and Society**, v. 27, n. 2, p. 151–208, 1998.

YARRAM, S. R.; ADAPA, S. Does family ownership matter in executive pay design? **Personnel Review**, v. 50, n. 3, p. 880–899, 10 mar. 2021.

YIN, M.; ZHANG, J.; HAN, J. Impact of CEO-board social ties on accounting conservatism: Internal control quality as a mediator. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 52, p. 101172, 1 abr. 2020.

YOUNG, M. N. et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective: Review paper. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196–220, 2008.

ZHAO, H. Network connections within committees and board governance effectiveness. **Corporate Governance: An International Review**, v. 30, n. 4, p. 421–441, 1 jul. 2022.

ZULFIQAR, M. et al. Moderating role of CEO compensation in lean innovation strategies of Chinese listed family firms. **Corporate Governance (Bingley)**, v. 20, n. 5, p. 887–902, 15 jul. 2020.

APÊNDICE A – MATRIZ DE CORRELAÇÃO

	Remuneração	ICS	ICSC	Contr.Acion	Contr.Fam	ROA	Crescimento
<i>Remuneração</i>	1						
<i>ICS</i>	-0,0887	1					
<i>ICSC</i>	0,0310	0,583	1				
<i>Contr.Acionario</i>	-0,153	0,150	0,0258	1			
<i>Contr.Familiar</i>	-0,108	0,318	0,115	-0,158	1		
<i>ROA</i>	0,0525	0,0722	0,119	-0,0318	0,0454	1	
<i>Crescimento</i>	0,0216	-0,0700	-0,0410	-0,0377	-0,0526	0,0680	1
<i>Endividamento</i>	-0,0232	-0,0757	-0,0957	0,152	-0,0817	-0,537	0,0237
<i>Perda</i>	-0,0623	-0,0672	-0,116	-0,00390	0	-0,674	-0,0550
<i>Tamanho</i>	0,374	-0,0238	0,0467	-0,0933	-0,257	0,147	0,0176
<i>IdadeEmpresa</i>	-0,0494	0,123	-0,0205	0,147	-0,0785	0,0768	-0,0835
<i>NovoMercado</i>	0,118	-0,0848	0,132	-0,538	0,198	0,0517	0,00180
<i>ControlePrivado</i>	-0,142	0,0233	-0,0155	0,178	-0,156	0,0177	0,00140
<i>BigFour</i>	0,146	-0,109	0,0847	-0,184	-0,148	0,133	0,0152
<i>CRH</i>	0,235	-0,177	-0,0170	-0,257	-0,0339	0,0788	-0,0268
<i>CRem</i>	0,0874	-0,00990	0,0580	-0,100	0,0384	0,0249	0,0429
<i>CFPresente</i>	0,0748	-0,0393	0,00380	0,00210	-0,150	0,0376	-0,0693
<i>TamanhoCA</i>	0,262	-0,0578	0,0450	-0,123	-0,228	0,188	0,00980
<i>Perc.Homens</i>	-0,00510	-0,160	-0,00390	-0,0889	-0,148	-0,0622	0,0331
<i>IdadeMédia</i>	0,0519	0,104	0,149	-0,0116	0,0159	0,113	-0,0299
<i>Perc.Independ.</i>	0,143	-0,193	-0,00460	-0,464	0,0358	-0,0310	-0,00500
<i>IdadeCEO</i>	0,00670	0,168	0,0440	0,0664	0,102	0,0356	-0,0380
<i>GeneroCEO</i>	0,0421	-0,0657	-0,0155	-0,0156	-0,0239	-0,0107	0,0243
<i>CEODual</i>	-0,0947	0,173	,	0,245	0,154	-0,0584	-0,0558
<i>CEOEI.Contolador</i>	-0,133	0,273	0,174	0,322	0,112	0,102	-0,0242
<i>Mand.Consecutivos</i>	-0,0743	0,293	0,0631	0,0487	0,472	0,0553	-0,0395

	Endividamento	Perda	Tamanho	IdadeEmpresa	NovoMercado	Contr,Privado	BigFour
<i>Endividamento</i>	1						
<i>Perda</i>	0,329	1					
<i>Tamanho</i>	-0,194	-0,150	1				
<i>IdadeEmpresa</i>	0,0139	-0,0809	-0,00750	1			
<i>NovoMercado</i>	-0,0971	-0,0167	0,0639	-0,258	1		
<i>ControlePrivado</i>	-0,0602	-0,0324	0,229	0,181	-0,203	1	
<i>BigFour</i>	-0,239	-0,153	0,364	-0,153	0,250	-0,0394	1
<i>CRH</i>	-0,0756	-0,0319	0,231	0,0376	0,241	-0,0531	0,154
<i>CRem</i>	-0,0739	-0,0363	0,117	-0,171	0,0209	-0,0603	0,114
<i>CFPresente</i>	-0,113	-0,0544	0,337	0,149	-0,00620	0,197	0,0853
<i>TamanhoCA</i>	-0,232	-0,169	0,561	-0,0106	0,00640	0,268	0,246
<i>Perc.Homens</i>	0,0481	0,0567	0,141	-0,169	0,0568	0,0110	0,103
<i>IdadeMédia</i>	-0,0838	-0,106	0,146	0,229	-0,00180	-0,00550	0,0504
<i>Perc.Independ.</i>	-0,0596	0,0438	0,183	-0,152	0,509	-0,0868	0,272
<i>IdadeCEO</i>	0,0326	-0,0364	0,0507	0,193	-0,129	0,138	-0,144
<i>GeneroCEO</i>	0,0198	0,0126	-0,0982	-0,0325	-0,0496	-0,133	-0,0436
<i>CEODual</i>	0,199	0,0562	-0,229	0,156	-0,192	-0,0233	-0,226
<i>CEOEI.Contolador</i>	0,0383	-0,159	0,0849	0,0129	-0,214	0,154	-0,0405
<i>Mand.Consecutivos</i>	0,0412	-0,0484	-0,250	0,134	-0,0293	-0,144	-0,226

	CRH	CRem	CFPresente	TamanhoCA	Perc,Homens	IdadeMédia	Perc,Independ
<i>CRH</i>	1						
<i>CRem</i>	-0,0527	1					
<i>CFPresente</i>	0,0616	-0,0746	1				
<i>TamanhoCA</i>	0,167	0,125	0,308	1			
<i>Perc.Homens</i>	0,0254	0,0196	0,0578	-0,0168	1		
<i>IdadeMédia</i>	-0,0119	-0,0555	0,115	0,0662	0,0715	1	
<i>Perc.Independ.</i>	0,249	0,106	-0,0139	0,0734	0,166	0,112	1
<i>IdadeCEO</i>	-0,0696	-0,0543	0,133	0,0107	-0,140	0,249	-0,112
<i>GeneroCEO</i>	0,0612	0,00400	-0,126	-0,107	0,0734	-0,00980	0,0456
<i>CEODual</i>	-0,158	-0,0894	-0,102	-0,193	-0,171	0,0119	-0,206
<i>CEOEI.Contolador</i>	-0,101	-0,0861	0,185	0,0904	0,0164	0,103	-0,290
<i>Mand.Consecutivos</i>	-0,158	0,00390	-0,119	-0,218	-0,260	0,0977	-0,122

	<i>IdadeCEO</i>	<i>GeneroCEO</i>	<i>CEODual</i>	<i>CEOEI,Contolador</i>	<i>Mand,Consecutivos</i>
<i>IdadeCEO</i>	1				
<i>GeneroCEO</i>	0,0354	1			
<i>CEODual</i>	0,189	0,0315	1		
<i>CEOEI,Contolador</i>	0,0348	-0,0485	0,101	1	
<i>Mand,Consecutivos</i>	0,432	0,0395	0,324	0,0334	1

APÊNDICE B – VALIDAÇÃO DO ICS

Para validação do índice utilizou-se da Técnica Delphi com um painel de seis especialistas. A validação foi realizada por questionário eletrônico *Google Forms*® com 6 perguntas sendo uma pergunta referente a cada indicador proposto para a composição do índice de conexão social e uma pergunta acerca da operacionalização (forma de cálculo) do índice. O questionário foi estruturado com respostas em escala *Likert* de 5 pontos, onde 5 reflete a total concordância total com o indicador de conexão social proposto ou com a operacionalização proposta para a construção do índice. O questionário foi remetido a 6 (seis) avaliadores especialistas com conhecimento e experiência no tema, os quais são vinculados a diferentes Instituições de Ensino Superior assegurando a heterogeneidade dos participantes (LYNN, 1986).

O consenso dos especialistas para validação do conteúdo do índice foi aferido de forma qualitativa por média ponderada, moda, taxa de concordância.(HSU; SANDFORD, 2007; JONES; HUNTER, 1995; POLIT; BECK; OWEN, 2007) e pelo índice de validade de conteúdo (IVC) (DAVIS, 1992; GRANT; DAVIS, 1997; LIMA, 2018; LYNN, 1986; POLIT; BECK; OWEN, 2007). Os resultados da avaliação quanto ao consenso estão sintetizados na Tabela 22.

Tabela 22 - Validação de conteúdo

Indicador	1	2	3	4	5	Operacionalização
Média	4,67	3,83	3,83	4,50	3,83	3,83
Moda	5	4	4	5	4	3
Taxa de Concordância	92%	83%	92%	83%	83%	83%
IVC	0,83	0,83	0,83	0,83	0,67	0,75

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Legenda:

$$\text{Taxa de concordância} = \frac{\text{concordantes}}{\text{respondentes}} \times 100$$

Onde concordantes é o somatório das respostas 4 e 5 e de 50% das respostas 3. (LYNN, 1986).

$$\text{IVC} = \frac{n^{\circ} \text{ respostas 4 ou 5}}{n^{\circ} \text{ total de respostas}}$$

Quanto às medidas de média e moda, verifica-se que estas são superiores ao ponto ambivalente da escala de avaliação (3) em pelo menos uma das medidas, revelando a aceitabilidade dos indicadores propostos. Já quanto à Taxa de concordância e ao IVC não há uniformidade na literatura para definição de um parâmetro que indique a aceitabilidade do consenso. Recomenda-se uma taxa superior à 75% para taxa de concordância (GRANT; DAVIS, 1997; HSU; SANDFORD,

2007; JONES; HUNTER, 1995; POLIT; BECK, 2006) e 0,8 para IVC. Assim, pelas medidas propostas, houve consenso na primeira rodada quanto ao Índice proposto em pelo menos uma categoria de avaliação. Assim, houve validação do índice a ser operacionalizado pelos indicadores: Relação familiar, Conexão Educacional, Conexões Profissionais, Participação em Conselhos, Dualidade do Conselheiro, dispensando-se uma segunda rodada junto aos especialistas.

Tabela 23 - Resultados para Remuneração (H1)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>
<i>ICS</i>	1,668** (0,71)	1,541** (0,68)	0,811 (0,65)	0,445 (0,63)	-0,043 (0,63)	0,118 (0,47)
<i>ROA</i>		0,768 (0,68)	0,966 (0,64)	0,921 (0,61)	0,757 (0,62)	0,494 (0,41)
<i>Crescimento</i>		0,100 (0,10)	0,092 (0,10)	0,087 (0,10)	0,098 (0,10)	0,084 (0,09)
<i>Endividamento</i>		-0,447*** (0,14)	-0,029 (0,16)	-0,026 (0,16)	-0,010 (0,15)	0,034 (0,16)
<i>Perda</i>		-0,012 (0,17)	-0,027 (0,17)	-0,034 (0,17)	-0,030 (0,17)	-0,065 (0,11)
<i>Tamanho</i>			0,335** (0,14)	0,272* (0,14)	0,230 (0,15)	0,270** (0,13)
<i>IdadeEmpresa</i>			-0,125*** (0,02)	-0,103*** (0,02)	-0,104*** (0,02)	0,416** (0,18)
<i>NovoMercado</i>			-0,034 (0,31)	-0,184 (0,31)	-0,203 (0,31)	0,009 (0,21)
<i>ControleAcionario</i>			-0,683 (0,88)	-0,485 (0,72)	-0,461 (0,79)	-0,716*** (0,20)
<i>BigFour</i>			-0,680*** (0,24)	-0,726*** (0,24)	-0,720*** (0,24)	-0,048 (0,14)
<i>ComiteRH</i>			0,435** (0,20)	0,338 (0,22)	0,446* (0,23)	0,266 (0,17)
<i>ComiteRem.</i>			0,527* (0,28)	0,464 (0,28)	0,461 (0,29)	0,034 (0,22)
<i>CFPresente</i>			0,144 (0,18)	0,125 (0,17)	0,144 (0,18)	0,358*** (0,14)
<i>TamanhoCA</i>				0,126*** (0,05)	0,127*** (0,04)	0,022 (0,03)
<i>Perc.Homens</i>				-2,653*** (0,53)	-2,433*** (0,69)	-0,921 (0,56)
<i>Perc.El.Controlador</i>				-0,197 (0,33)	-0,147 (0,35)	-0,057 (0,26)
<i>IdadeMedia</i>				0,015 (0,01)	0,011 (0,01)	0,002 (0,01)
<i>Perc.Independentes</i>				0,300 (0,33)	0,190 (0,34)	-0,047 (0,28)
<i>IdadeCEO</i>					-0,011 (0,01)	-0,019* (0,01)
<i>GeneroCEO</i>					0,687** (0,28)	0,503*** (0,16)
<i>CEODual</i>					-0,023 (0,20)	-0,178 (0,15)
<i>CEOEl.Controlador</i>					-0,082 (0,24)	-0,215 (0,18)
<i>Mand.Consecutivos</i>					0,059* (0,03)	0,047* (0,03)
<i>Dummy ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
<i>Constante</i>	6,685 (0,12)	6,900 (0,20)	6,295 (1,91)	7,544 (1,87)	7,878 (1,98)	-7,979 (5,20)
<i>R²</i>	0,0036	0,0113	0,0344	0,0465	0,0591	0,6679
<i>Número de obs.</i>	1554	1554	1554	1554	1554	1554
<i>Estatística X²</i>	5,48	3,64	5,47	6,28	4,53	23,14
<i>p</i>	,	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

Tabela 24 - Resultados para H1 com indicadores

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>
<i>IND1</i>	-1,073 (0,68)	-0,999 (0,68)	-1,084 (0,67)	-1,069 (0,68)	-1,014* (0,60)	-0,783* (0,42)
<i>IND2</i>	1,551*** (0,54)	1,583*** (0,51)	1,065** (0,52)	1,049** (0,53)	1,136** (0,49)	0,161 (0,35)
<i>IND3</i>	0,105 (0,33)	0,045 (0,32)	-0,040 (0,30)	-0,064 (0,30)	-0,047 (0,31)	0,050 (0,25)
<i>IND4</i>	0,329 (0,22)	0,319 (0,21)	0,256 (0,20)	0,174 (0,20)	0,044 (0,16)	0,129 (0,12)
<i>IND5</i>	1,307 (0,92)	1,059 (0,70)	0,475 (0,70)	0,210 (0,75)	-0,540 (0,67)	-0,266 (0,51)
<i>ROA</i>		0,782 (0,68)	0,949 (0,65)	0,927 (0,62)	0,802 (0,63)	0,488 (0,41)
<i>Crescimento</i>		0,088 (0,10)	0,077 (0,10)	0,074 (0,10)	0,094 (0,10)	0,076 (0,08)
<i>Endividamento</i>		-0,413*** (0,14)	-0,021 (0,17)	-0,014 (0,16)	-0,010 (0,15)	0,024 (0,16)
<i>Perda</i>		-0,026 (0,17)	-0,036 (0,17)	-0,041 (0,17)	-0,020 (0,17)	-0,054 (0,11)
<i>Tamanho</i>			0,343** (0,14)	0,277* (0,14)	0,238 (0,15)	0,269** (0,13)
<i>IdadeEmpresa</i>			-0,116*** (0,02)	-0,097*** (0,02)	-0,099*** (0,02)	0,424** (0,17)
<i>NovoMercado</i>			-0,089 (0,30)	-0,234 (0,30)	-0,236 (0,31)	-0,022 (0,20)
<i>ControleAcionario</i>			-0,754 (0,89)	-0,558 (0,72)	-0,508 (0,81)	-0,736*** (0,17)
<i>BigFour</i>			-0,645*** (0,24)	-0,701*** (0,24)	-0,704*** (0,24)	-0,040 (0,14)
<i>ComiteRH</i>			0,449** (0,21)	0,346 (0,22)	0,462** (0,23)	0,275 (0,17)
<i>ComiteRem.</i>			0,573** (0,29)	0,508* (0,29)	0,500* (0,29)	0,049 (0,22)
<i>CFPresente</i>			0,154 (0,18)	0,130 (0,17)	0,144 (0,18)	0,352*** (0,13)
<i>TamanhoCA</i>				0,135*** (0,05)	0,135*** (0,04)	0,023 (0,03)
<i>Perc,Homens</i>				-2,373*** (0,55)	-2,248*** (0,69)	-0,902 (0,56)
<i>Perc.El.Controlador</i>				-0,180 (0,33)	-0,167 (0,36)	-0,066 (0,25)
<i>IdadeMedia</i>				0,014 (0,01)	0,012 (0,01)	0,002 (0,01)
<i>Perc.Independentes</i>				0,360 (0,34)	0,268 (0,35)	-0,042 (0,28)
<i>IdadeCEO</i>					-0,012 (0,01)	-0,019* (0,01)
<i>GeneroCEO</i>					0,649** (0,28)	0,506*** (0,15)
<i>CEODual</i>					0,014 (0,19)	-0,170 (0,15)
<i>CEOEl.Controlador</i>					-0,001 (0,25)	-0,155 (0,19)
<i>Mand.Consecutivos</i>					0,061** (0,03)	0,047* (0,03)
<i>Dummy ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
<i>Constante</i>	6,722 (0,11)	6,931 (0,20)	5,896 (1,96)	6,957 (1,90)	7,355 (2,00)	-8,193 (4,97)

continuação

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>
R ²	0,0107	0,0174	0,0371	0,0485	0,0613	0,6685
Número de obs.	1554	1554	1554	1554	1554	1554
Estatística X ²	3,92	4,47	5,04	5,81	4,48	22,65
p	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

Tabela 25- Resultados para remuneração utilizando ICSC

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>
<i>ICSC</i>	1,248*** (0,38)	1,111*** (0,36)	0,750** (0,35)	0,600** (0,34)	0,569 (0,35)	0,466** (0,23)
<i>ROA</i>		0,593 (0,74)	0,831 (0,71)	0,756 (0,68)	0,597 (0,67)	0,306 (0,46)
<i>Crescimento</i>		0,098 (0,10)	0,093 (0,10)	0,088 (0,10)	0,101 (0,11)	0,087 (0,09)
<i>Endividamento</i>		-0,406** (0,19)	0,002 (0,23)	0,026 (0,22)	0,046 (0,20)	0,111 (0,20)
<i>Perda</i>		-0,064 (0,18)	-0,109 (0,18)	-0,124 (0,18)	-0,112 (0,18)	-0,110 (0,12)
<i>Tamanho</i>			0,310** (0,15)	0,279 (0,15)	0,251* (0,15)	0,285** (0,13)
<i>IdadeEmpresa</i>			-0,122*** (0,02)	-0,104*** (0,02)	-0,109*** (0,02)	0,408** (0,18)
<i>NovoMercado</i>			-0,021 (0,31)	-0,177 (0,31)	-0,213 (0,33)	-0,001 (0,22)
<i>ControleAcionario</i>			-0,627 (0,88)	-0,431 (0,74)	-0,445 (0,75)	-0,738*** (0,20)
<i>BigFour</i>			-0,714*** (0,24)	-0,762*** (0,24)	-0,754*** (0,24)	-0,036 (0,15)
<i>ComiteRH</i>			0,429** (0,21)	0,344 (0,22)	0,487** (0,24)	0,303* (0,18)
<i>ComiteRem.</i>			0,557** (0,28)	0,492* (0,28)	0,476 (0,29)	0,039 (0,23)
<i>CFPresente</i>			0,222 (0,20)	0,190 (0,19)	0,195 (0,20)	0,404*** (0,15)
<i>TamanhoCA</i>				0,118** (0,05)	0,111** (0,05)	0,020 (0,03)
<i>Perc.Homens</i>				-2,822*** (0,69)	-2,787*** (0,71)	-1,058 (0,66)
<i>Perc.El.Controlador</i>				-0,163 (0,34)	-0,137 (0,35)	-0,038 (0,26)
<i>IdadeMedia</i>				0,010 (0,01)	0,010 (0,01)	0,001 (0,01)
<i>Perc.Independentes</i>				0,336 (0,35)	0,254 (0,37)	-0,054 (0,30)
<i>IdadeCEO</i>					-0,012 (0,01)	-0,019* (0,01)
<i>GeneroCEO</i>					0,670** (0,31)	0,472*** (0,17)
<i>CEOEl.Controlador</i>					-0,137 (0,24)	-0,252 (0,18)
<i>Mand.Consecutivos</i>					0,084** (0,04)	0,066* (0,04)

continuação

(1) (2) (3) (4) (5) (6)

	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>
<i>Dummy ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
<i>Constante</i>	6,802 (0,08)	6,999 (0,19)	6,474 (2,05)	7,801 (2,01)	8,052 (1,99)	-7,495 (5,25)
R ²	0,0074	0,0116	0,0339	0,0445	0,0626	0,6549
Número de obs.	1418	1418	1418	1418	1418	1418
Estatística X ²	10,74	3,26	4,74	5,16	5,12	20,98
p	,	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

Tabela 26 - Resultados para moderação (CAC) utilizando ICS

	(1) Rem	(2) Rem	(3) Rem	(4) Rem	(5) Rem	(6) Rem	(7) Rem
<i>ICS</i>	1,640** (0,71)	0,120 (1,38)	0,204 (1,35)	-0,458 (1,26)	-0,569 (1,23)	-0,946 (1,12)	-0,215 (0,95)
<i>Conc.Acionaria</i>	0,588 (0,46)	0,130 (0,58)	0,320 (0,55)	0,521 (0,55)	0,832 (0,58)	0,956 (0,58)	0,748 (0,55)
<i>ICS*Conc.Acionaria</i>		3,123 (2,50)	2,673 (2,38)	2,518 (2,32)	2,010 (2,25)	1,761 (2,12)	0,620 (1,82)
<i>ROA</i>			0,790 (0,54)	0,971 (0,64)	0,913 (0,61)	0,742 (0,62)	0,479 (0,40)
<i>Crescimento</i>			0,106 (0,10)	0,101 (0,10)	0,098 (0,10)	0,111 (0,10)	0,091 (0,09)
<i>Endividamento</i>			-0,447*** (0,13)	-0,032 (0,15)	-0,022 (0,15)	-0,007 (0,15)	0,029 (0,16)
<i>Perda</i>				-0,025 (0,17)	-0,029 (0,17)	-0,024 (0,17)	-0,055 (0,11)
<i>Tamanho</i>				0,350** (0,14)	0,300** (0,14)	0,259* (0,14)	0,288** (0,12)
<i>IdadeEmpresa</i>				-0,125*** (0,02)	-0,106*** (0,02)	-0,108*** (0,02)	0,411** (0,17)
<i>NovoMercado</i>				0,088 (0,32)	-0,056 (0,31)	-0,066 (0,32)	0,095 (0,21)
<i>BigFour</i>				-0,685*** (0,24)	-0,722*** (0,25)	-0,716*** (0,25)	-0,050 (0,14)
<i>ComiteRH</i>				0,486** (0,21)	0,391* (0,22)	0,502** (0,23)	0,305* (0,17)
<i>ComiteRem.</i>				0,545* (0,28)	0,468* (0,28)	0,460 (0,29)	0,031 (0,22)
<i>CFPresente</i>				0,168 (0,18)	0,149 (0,17)	0,170 (0,18)	0,375*** (0,14)
<i>ControlePrivado</i>					-0,512 (0,76)	-0,479 (0,85)	-0,715*** (0,25)
<i>TamanhoCA</i>					0,131*** (0,05)	0,132*** (0,04)	0,026 (0,03)
<i>Perc.Homens</i>					-2,649*** (0,53)	-2,432*** (0,70)	-0,942* (0,56)
<i>IdadeMedia</i>					0,013 (0,01)	0,009 (0,01)	0,001 (0,01)
<i>Perc.Independentes</i>					0,356 (0,34)	0,253 (0,35)	0,003 (0,28)
<i>Perc.El.Controlador</i>					-0,322 (0,34)	-0,292 (0,36)	-0,159 (0,28)

continua

continuação

(1) (2) (3) (4) (5) (6) (7)

	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>IdadeCEO</i>						-0,011	-0,019*
						(0,01)	(0,01)
<i>GeneroCEO</i>						0,689**	0,509***
						(0,29)	(0,15)
<i>CEODual</i>						-0,081	-0,215
						(0,20)	(0,16)
<i>CEOEI.Controlador</i>						-0,071	-0,209
						(0,24)	(0,18)
<i>Mand.Consecutivos</i>						0,059*	0,048*
						(0,03)	(0,03)
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
<i>Constant</i>	6,404	6,612	6,728	5,670	6,845	7,146	-8,408
	(0,25)	(0,29)	(0,31)	(1,94)	(1,86)	(1,95)	(5,05)
R ²	0,0039	0,0046	0,0130	0,0363	0,0488	0,0619	0,6692
Número de obs.	1554	1554	1554	1554	1554	1554	1554
Estatística X ²	3,63	2,93	3,92	5,86	6,46	4,55	23,27
p	0,06	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Tabela 27 - Resultados para empresas com controle definido

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICS</i>	2,748**	0,053	-0,260	-0,114	0,457	1,539	3,517
	(1,19)	(4,35)	(4,02)	(4,30)	(3,98)	(3,73)	(2,67)
<i>Conc.Acionaria</i>	1,624	1,033	1,027	2,178	3,231**	3,794***	3,232***
	(1,49)	(1,62)	(1,50)	(1,41)	(1,37)	(1,40)	(1,08)
<i>ICS*Conc.Acionaria</i>		3,702	3,487	2,652	1,239	-0,656	-4,329
		(5,88)	(5,40)	(5,72)	(5,39)	(5,14)	(3,92)
<i>ROA</i>			-0,140	0,508	0,167	0,146	-0,223
			(0,78)	(0,90)	(0,90)	(0,93)	(0,45)
<i>Crescimento</i>			0,248	0,209	0,248	0,244	0,010
			(0,18)	(0,19)	(0,20)	(0,20)	(0,08)
<i>Endividamento</i>			-0,639***	0,060	0,072	0,094	0,073
			(0,20)	(0,25)	(0,20)	(0,20)	(0,18)
<i>Perda</i>				0,062	0,072	0,096	-0,089
				(0,22)	(0,23)	(0,23)	(0,15)
<i>Tamanho</i>				0,778***	0,741***	0,665***	0,545**
				(0,28)	(0,23)	(0,23)	(0,23)
<i>IdadeEmpresa</i>				-0,139***	-0,107***	-0,103***	0,428**
				(0,02)	(0,03)	(0,03)	(0,21)
<i>NovoMercado</i>				-0,606	-0,796	-0,734	0,026
				(0,45)	(0,52)	(0,53)	(0,41)
<i>BigFour</i>				-1,270	-1,100*	-1,061	-1,116***
				(0,89)	(0,66)	(0,76)	(0,14)
<i>ComiteRH</i>				-0,165	-0,274	-0,211	0,102
				(0,33)	(0,35)	(0,35)	(0,20)
<i>ComiteRem.</i>				-0,066	-0,346	-0,472	0,161
				(0,43)	(0,45)	(0,45)	(0,32)
<i>CFPresente</i>				0,451	0,309	0,302	0,055
				(0,47)	(0,49)	(0,49)	(0,42)
<i>ControlePrivado</i>				0,215	0,147	0,147	0,175
				(0,31)	(0,29)	(0,29)	(0,23)

continua

continuação

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>TamanhoCA</i>					0,230***	0,233***	0,080**
					(0,06)	(0,06)	(0,04)
<i>Perc.Homens</i>					-2,214***	-2,062**	-0,772
					(0,72)	(0,86)	(0,63)
<i>IdadeMedia</i>					0,027*	0,022	0,016
					(0,01)	(0,01)	(0,01)
<i>Perc.Independentes</i>					0,663	0,388	0,623
					(0,58)	(0,60)	(0,52)
<i>Perc.El.Controlador</i>					-0,724	-0,579	0,510
					(0,96)	(0,94)	(0,54)
<i>IdadeCEO</i>						-0,009	-0,010
						(0,02)	(0,01)
<i>GeneroCEO</i>						0,940***	0,387**
						(0,36)	(0,19)
<i>CEODual</i>						-0,008	-0,493*
						(0,38)	(0,26)
<i>CEOEl.Controlador</i>						0,343	-0,209
						(0,43)	(0,32)
<i>Mand.Consecutivos</i>						0,037*	0,022*
						(0,02)	(0,01)
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
<i>Constant</i>	4,941	5,367	5,680	-1,958	-3,745	-4,032	-18,230
	(1,15)	(1,22)	(1,15)	(4,23)	(3,86)	(3,91)	(7,44)
R ²	0,0102	0,0096	0,0191	0,0344	0,0586	0,0622	0,7303
Número de obs.	738	738	738	738	738	738	738
Estatística X ²	2,86	1,97	4,18	5,88	6,89	5,33	62,34
p	0,09	0,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Tabela 28 - Resultados para moderação (CAC) utilizando ICSC

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICSC</i>	1,238***	1,090	0,915	0,733	0,810	0,852	0,356
	(0,38)	(0,74)	(0,72)	(0,66)	(0,64)	(0,65)	(0,48)
<i>Conc.Acionaria</i>	0,582	0,519	0,627	0,895*	1,248**	1,395**	0,798
	(0,45)	(0,54)	(0,52)	(0,54)	(0,57)	(0,58)	(0,52)
<i>ICS*Conc.Acionaria</i>		0,329	0,389	0,003	-0,535	-0,708	0,210
		(1,32)	(1,29)	(1,24)	(1,20)	(1,21)	(0,92)
<i>ROA</i>			0,697	0,813	0,729	0,564	0,288
			(0,59)	(0,70)	(0,68)	(0,67)	(0,45)
<i>Crescimento</i>			0,104	0,102	0,099	0,114	0,095
			(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,11)	(0,09)
<i>Endividamento</i>			-0,425**	-0,031	0,004	0,019	0,095
			(0,18)	(0,22)	(0,22)	(0,19)	(0,19)
<i>Perda</i>				-0,100	-0,112	-0,096	-0,100
				(0,18)	(0,18)	(0,18)	(0,12)
<i>Tamanho</i>				0,324**	0,305**	0,279*	0,304**
				(0,14)	(0,15)	(0,15)	(0,13)
<i>IdadeEmpresa</i>				-0,123***	-0,108***	-0,113***	0,404**
				(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,18)
<i>NovoMercado</i>				0,094	-0,061	-0,088	0,086
				(0,33)	(0,32)	(0,34)	(0,21)

continua

	continuação						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>BigFour</i>				-0,736*** (0,24)	-0,779*** (0,25)	-0,774*** (0,25)	-0,040 (0,16)
<i>ComiteRH</i>				0,476** (0,21)	0,388* (0,22)	0,538** (0,24)	0,343* (0,18)
<i>ComiteRem.</i>				0,557** (0,28)	0,480* (0,28)	0,461 (0,29)	0,032 (0,22)
<i>CFPresente</i>				0,246 (0,20)	0,214 (0,19)	0,222 (0,20)	0,418*** (0,15)
<i>ControlePrivado</i>					-0,413 (0,83)	-0,423 (0,85)	-0,720*** (0,25)
<i>TamanhoCA</i>					0,123** (0,05)	0,116** (0,05)	0,022 (0,03)
<i>Perc,Homens</i>					-2,884*** (0,67)	-2,860*** (0,69)	-1,100* (0,65)
<i>IdadeMedia</i>					0,008 (0,01)	0,008 (0,01)	-0,000 (0,01)
<i>Perc.Independentes</i>					0,425 (0,37)	0,352 (0,38)	0,001 (0,30)
<i>Perc.El.Controlador</i>					-0,304 (0,35)	-0,299 (0,37)	-0,145 (0,28)
<i>IdadeCEO</i>						-0,012 (0,01)	-0,019** (0,01)
<i>GeneroCEO</i>						0,675** (0,31)	0,475*** (0,16)
<i>CEOEl.Controlador</i>						-0,117 (0,24)	-0,247 (0,18)
<i>Mand.Consecutivos</i>						0,086** (0,04)	0,067* (0,04)
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,533 (0,22)	6,561 (0,26)	6,696 (0,28)	5,764 (2,08)	7,079 (1,99)	7,271 (1,97)	-7,891 (5,08)
R ²	0,0077	0,0070	0,0123	0,0351	0,0466	0,0656	0,6562
Número de obs.	1418	1418	1418	1418	1418	1418	1418
Estatística X ²	6,41	4,50	3,04	4,68	4,82	4,88	20,34
p	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Tabela 29 - Resultados para empresas com controle definido

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICSC</i>	1,388** (0,58)	1,955 (1,97)	1,628 (1,95)	1,701 (1,96)	2,743 (1,94)	2,508 (1,92)	2,347* (1,40)
<i>Conc.Acionaria</i>	1,577 (1,47)	1,687 (1,51)	1,642 (1,47)	2,544* (1,36)	3,879*** (1,38)	4,324*** (1,47)	3,079*** (0,98)
<i>ICS*Conc.Acionaria</i>		-0,842 (2,80)	-0,705 (2,81)	-1,265 (2,71)	-3,391 (2,64)	-3,270 (2,69)	-2,747 (2,20)
<i>ROA</i>			-0,493 (0,93)	0,258 (1,09)	-0,057 (1,08)	-0,146 (1,07)	-0,626 (0,54)
<i>Crescimento</i>			0,269 (0,21)	0,231 (0,22)	0,241 (0,23)	0,239 (0,23)	-0,002 (0,09)
<i>Endividamento</i>			-0,837* (0,43)	-0,197 (0,48)	-0,006 (0,43)	0,148 (0,36)	0,152 (0,29)

continua

	continuação						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>Perda</i>				-0,052 (0,25)	-0,051 (0,26)	-0,030 (0,26)	-0,169 (0,16)
<i>Tamanho</i>				0,713** (0,29)	0,734*** (0,24)	0,691*** (0,22)	0,459* (0,25)
<i>IdadeEmpresa</i>				-0,132*** (0,03)	-0,115*** (0,03)	-0,124*** (0,03)	0,421* (0,23)
<i>NovoMercado</i>				-0,553 (0,45)	-0,734 (0,53)	-0,763 (0,53)	-0,021 (0,40)
<i>BigFour</i>				-0,340 (0,33)	-0,429 (0,35)	-0,306 (0,36)	0,205 (0,21)
<i>ComiteRH</i>				-0,132 (0,44)	-0,470 (0,44)	-0,566 (0,45)	0,115 (0,31)
<i>ComiteRem.</i>				0,458 (0,47)	0,326 (0,49)	0,351 (0,51)	0,073 (0,41)
<i>CFPresente</i>				0,327 (0,35)	0,223 (0,34)	0,176 (0,33)	0,247 (0,25)
<i>ControlePrivado</i>					-0,919 (0,75)	-1,011 (0,80)	-1,153*** (0,18)
<i>TamanhoCA</i>					0,241*** (0,07)	0,238*** (0,06)	0,093** (0,04)
<i>Perc.Homens</i>					-2,024** (0,91)	-2,256** (0,93)	-0,747 (0,85)
<i>IdadeMedia</i>					0,023 (0,02)	0,024 (0,02)	0,011 (0,01)
<i>Perc.Independentes</i>					0,756 (0,61)	0,582 (0,62)	0,663 (0,53)
<i>Perc.El.Controlador</i>					-0,485 (1,02)	-0,447 (1,00)	0,700 (0,58)
<i>IdadeCEO</i>						-0,014 (0,02)	-0,016 (0,01)
<i>GeneroCEO</i>						0,875** (0,35)	0,243 (0,20)
<i>CEOEl.Controlador</i>						0,000 (,)	0,000 (,)
<i>Mand.Consecutivos</i>						0,197 (0,45)	-0,298 (0,35)
<i>Dummy Ano</i>						0,079***	0,044
Constant	5,347 (1,06)	5,271 (1,09)	5,657 (1,05)	-1,528 (4,21)	-3,928 (3,76)	-3,786 (3,64)	-15,541 (7,65)
R ²	0,0087	0,0072	0,0139	0,0252	0,0496	0,0563	0,7066
Número de obs.	640	640	640	640	640	640	640
Estatística X ²	3,29	2,22	1,83	3,79	4,78	5,56	213,13
p	0,07	0,11	0,11	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses

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

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Tabela 30 - Resultados para moderação (*Contr.Fam*) utilizando ICS

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICS</i>	1,426** (0,71)	1,839** (0,79)	1,730** (0,76)	1,116 (0,73)	0,835 (0,69)	0,488 (0,69)	0,422 (0,54)
<i>Contr.Fam</i>	0,576 (0,57)	1,023 (0,62)	1,116* (0,60)	0,706 (0,59)	0,764 (0,57)	0,295 (0,46)	0,181 (0,40)

continua

	continuação						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICS*Contr.Fam</i>		-2,002 (1,71)	-2,195 (1,54)	-1,896 (1,47)	-2,293 (1,43)	-2,413* (1,46)	-1,448 (1,11)
<i>ROA</i>			0,790 (0,68)	0,966 (0,64)	0,921 (0,61)	0,749 (0,62)	0,492 (0,41)
<i>Crescimento</i>			0,112 (0,10)	0,099 (0,10)	0,095 (0,10)	0,103 (0,10)	0,086 (0,09)
<i>Endividamento</i>			-0,455*** (0,14)	-0,039 (0,17)	-0,036 (0,16)	-0,003 (0,15)	0,038 (0,16)
<i>Perda</i>			-0,012 (0,17)	-0,023 (0,17)	-0,027 (0,16)	-0,009 (0,17)	-0,053 (0,11)
<i>Tamanho</i>				0,342** (0,14)	0,283** (0,14)	0,248* (0,15)	0,281** (0,13)
<i>IdadeEmpresa</i>				-0,121*** (0,02)	-0,099*** (0,02)	-0,106*** (0,02)	0,375** (0,15)
<i>NovoMercado</i>				-0,030 (0,31)	-0,175 (0,31)	-0,167 (0,31)	0,029 (0,21)
<i>BigFour</i>				-0,667*** (0,24)	-0,712*** (0,24)	-0,722*** (0,24)	-0,047 (0,14)
<i>ComiteRH</i>				0,436** (0,20)	0,339 (0,21)	0,464** (0,23)	0,277 (0,17)
<i>ComiteRem.</i>				0,514* (0,28)	0,451 (0,28)	0,449 (0,28)	0,027 (0,22)
<i>CFPresente</i>				0,148 (0,18)	0,130 (0,17)	0,145 (0,18)	0,360*** (0,14)
<i>ControlePrivado</i>				-0,691 (0,87)	-0,497 (0,70)	-0,489 (0,74)	-0,732*** (0,17)
<i>TamanhoCA</i>					0,126*** (0,05)	0,126*** (0,04)	0,022 (0,03)
<i>Perc,Homens</i>					-2,721*** (0,57)	-2,525*** (0,73)	-0,977* (0,58)
<i>IdadeMedia</i>					0,015 (0,01)	0,012 (0,01)	0,002 (0,01)
<i>Perc.Independentes</i>					0,303 (0,33)	0,166 (0,33)	-0,062 (0,27)
<i>Perc.El.Controlador</i>					-0,188 (0,33)	-0,139 (0,35)	-0,050 (0,26)
<i>IdadeCEO</i>						-0,010 (0,01)	-0,018 (0,01)
<i>GeneroCEO</i>						0,678** (0,29)	0,498*** (0,16)
<i>CEODual</i>						-0,008 (0,20)	-0,166 (0,15)
<i>CEOEl.Controlador</i>						-0,061 (0,24)	-0,202 (0,18)
<i>Mand.Consecutivos</i>						0,062** (0,03)	0,049** (0,02)
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,598 (0,16)	6,535 (0,16)	6,730 (0,23)	5,930 (1,91)	7,148 (1,88)	7,624 (1,96)	-7,016 (4,62)
R ²	0,0052	0,0056	0,0139	0,0346	0,0470	0,0597	0,6681
Número de obs.	1554	1554	1554	1554	1554	1554	1554
Estatística X ²	2,93	2,67	2,86	4,90	5,54	4,12	22,24
p	0,09	0,07	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Tabela 31 - Resultados para moderação (*Contr.Fam*) utilizando ICSC

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICSC</i>	1,217*** (0,37)	1,235*** (0,41)	1,062*** (0,38)	0,665* (0,38)	0,570 (0,38)	0,464 (0,37)	0,483* (0,26)
<i>Contr.Familiar</i>	0,886 (0,66)	0,904 (0,66)	0,914 (0,65)	0,448 (0,66)	0,482 (0,66)	-0,132 (0,38)	0,058 (0,33)
<i>ICSC*Contr.Familiar</i>		-0,077 (0,93)	0,075 (0,89)	0,377 (0,85)	0,151 (0,86)	0,427 (0,90)	-0,067 (0,64)
<i>ROA</i>			0,564 (0,74)	0,799 (0,70)	0,729 (0,68)	0,603 (0,67)	0,303 (0,46)
<i>Crescimento</i>			0,111 (0,10)	0,099 (0,10)	0,094 (0,10)	0,100 (0,11)	0,088 (0,09)
<i>Endividamento</i>			-0,408** (0,19)	-0,022 (0,23)	0,004 (0,22)	0,043 (0,19)	0,110 (0,20)
<i>Perda</i>			-0,094 (0,18)	-0,128 (0,18)	-0,142 (0,18)	-0,112 (0,18)	-0,112 (0,12)
<i>Tamanho</i>				0,303** (0,15)	0,271* (0,15)	0,255* (0,15)	0,284** (0,13)
<i>IdadeEmpresa</i>				-0,115*** (0,02)	-0,097*** (0,02)	-0,110*** (0,02)	0,412** (0,18)
<i>NovoMercado</i>				-0,054 (0,31)	-0,208 (0,32)	-0,216 (0,33)	-0,002 (0,22)
<i>BigFour</i>				-0,709*** (0,24)	-0,754*** (0,24)	-0,763*** (0,24)	-0,033 (0,15)
<i>ComiteRH</i>				0,410** (0,20)	0,330 (0,22)	0,483** (0,23)	0,302* (0,17)
<i>ComiteRem.</i>				0,548* (0,28)	0,486* (0,29)	0,474 (0,30)	0,039 (0,23)
<i>CFPresente</i>				0,232 (0,20)	0,199 (0,20)	0,194 (0,20)	0,404*** (0,15)
<i>ControlePrivado</i>				-0,620 (0,91)	-0,425 (0,76)	-0,449 (0,76)	-0,737*** (0,20)
<i>TamanhoCA</i>					0,116** (0,05)	0,109** (0,05)	0,020 (0,03)
<i>Perc,Homens</i>					-2,798*** (0,69)	-2,777*** (0,71)	-1,059 (0,66)
<i>IdadeMedia</i>					0,010 (0,01)	0,010 (0,01)	0,001 (0,01)
<i>Perc.Independentes</i>					0,365 (0,35)	0,249 (0,37)	-0,051 (0,30)
<i>Perc.El.Controlador</i>					-0,168 (0,34)	-0,141 (0,35)	-0,037 (0,26)
<i>IdadeCEO</i>						-0,012 (0,01)	-0,019** (0,01)
<i>GeneroCEO</i>						0,658** (0,31)	0,472*** (0,17)
<i>CEOEl.Controlador</i>						-0,125 (0,24)	-0,256 (0,18)
<i>Mand.Consecutivos</i>						0,085** (0,04)	0,065* (0,03)
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
<i>Constant</i>	6,630 (0,16)	6,627 (0,16)	6,817 (0,23)	6,263 (2,06)	7,591 (2,05)	8,070 (1,97)	-7,583 (5,24)
<i>R²</i>	0,0113	0,0106	0,0153	0,0343	0,0447	0,0615	0,6545
<i>Número de obs.</i>	1418	1418	1418	1418	1418	1418	1418
<i>Estatística X²</i>	5,77	3,94	2,41	4,50	4,73	4,71	19,89
<i>p</i>	0,02	0,02	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Tabela 32 - Resultados para moderação (*PartCEO*) utilizando ICS

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICS</i>	1,608** (0,70)	1,631** (0,70)	1,499** (0,67)	0,764 (0,65)	0,391 (0,63)	-0,127 (0,63)	0,126 (0,47)
<i>Part.CEO</i>	0,025** (0,01)	0,027** (0,01)	0,028** (0,01)	0,015 (0,01)	0,006 (0,01)	-0,012 (0,02)	0,000 (0,01)
<i>ICS*Part.CEO</i>		-0,012 (0,05)	-0,010 (0,04)	0,016 (0,04)	0,030 (0,05)	0,016 (0,04)	-0,015 (0,02)
<i>ROA</i>			0,797 (0,68)	0,971 (0,64)	0,921 (0,61)	0,016 (0,04)	-0,015 (0,02)
<i>Crescimento</i>			0,106 (0,10)	0,096 (0,10)	0,090 (0,10)	0,737 (0,62)	0,493 (0,41)
<i>Endividamento</i>			-0,447*** (0,14)	-0,048 (0,17)	-0,038 (0,16)	0,096 (0,10)	0,083 (0,09)
<i>Perda</i>			-0,019 (0,17)	-0,033 (0,17)	-0,040 (0,16)	-0,003 (0,15)	0,038 (0,16)
<i>Tamanho</i>				0,321** (0,14)	0,263* (0,14)	-0,027 (0,17)	-0,064 (0,11)
<i>IdadeEmpresa</i>				-0,120*** (0,02)	-0,101*** (0,02)	0,233 (0,15)	0,271** (0,13)
<i>NovoMercado</i>				-0,031 (0,31)	-0,184 (0,31)	-0,107*** (0,02)	0,417** (0,18)
<i>BigFour</i>				-0,670*** (0,24)	-0,722*** (0,24)	-0,210 (0,31)	0,011 (0,21)
<i>ComiteRH</i>				0,427** (0,20)	0,332 (0,21)	-0,730*** (0,24)	-0,048 (0,14)
<i>ComiteRem.</i>				0,526* (0,29)	0,462 (0,28)	0,460** (0,23)	0,271 (0,17)
<i>CFPresente</i>				0,145 (0,18)	0,123 (0,17)	0,463 (0,29)	0,035 (0,22)
<i>ControlePrivado</i>				-0,674 (0,89)	-0,479 (0,73)	0,139 (0,18)	0,358*** (0,14)
<i>TamanhoCA</i>					0,128*** (0,05)	-0,468 (0,78)	-0,722*** (0,19)
<i>Perc,Homens</i>					-2,507*** (0,59)	0,125*** (0,04)	0,022 (0,03)
<i>IdadeMedia</i>					0,014 (0,01)	-2,544*** (0,61)	-0,936* (0,55)
<i>Perc.Independentes</i>					0,294 (0,33)	0,012 (0,01)	0,002 (0,01)
<i>Perc.El.Controlador</i>					-0,208 (0,33)	0,191 (0,34)	-0,048 (0,28)
<i>IdadeCEO</i>						-0,143 (0,35)	-0,055 (0,26)
<i>GeneroCEO</i>						-0,010 (0,01)	-0,018* (0,01)
<i>CEODUal</i>						0,691** (0,28)	0,502*** (0,16)
<i>CEOEl.Controlador</i>						-0,038 (0,20)	-0,178 (0,16)
<i>Mand.Consecutivos</i>						-0,082 (0,23)	-0,215 (0,18)
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,630 (0,13)	6,626 (0,12)	6,833 (0,21)	6,292 (1,90)	7,513 (1,83)	(0,03) (1,99)	(0,03) (5,22)
R ²	0,0066	0,0060	0,0141	0,0351	0,0462	0,0583	0,6675
Número de obs.	1554	1554	1554	1554	1554	1554	1554
Estatística X ²	4,31	3,38	3,23	4,75	5,28	5,05	21,93
p	0,04	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Tabela 33 - Resultados para moderação (*PartCEO*) utilizando ICSC

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>ICSC</i>	1,205*** (0,37)	0,999*** (0,38)	0,855** (0,35)	0,489 (0,35)	0,354 (0,34)	0,282 (0,34)	0,328 (0,23)
<i>Part.CEO</i>	0,048 (0,04)	0,023 (0,05)	0,026 (0,05)	0,009 (0,04)	0,016 (0,04)	-0,007 (0,03)	0,011 (0,02)
<i>ICS*Part.CEO</i>		0,105* (0,06)	0,105* (0,06)	0,119** (0,05)	0,112* (0,06)	0,137** (0,06)	0,064* (0,04)
<i>ROA</i>			0,585 (0,74)	0,807 (0,70)	0,727 (0,67)	0,573 (0,67)	0,286 (0,46)
<i>Crescimento</i>			0,103 (0,10)	0,095 (0,10)	0,091 (0,10)	0,102 (0,11)	0,089 (0,09)
<i>Endividamento</i>			-0,424*** (0,19)	-0,001 (0,23)	0,017 (0,22)	0,034 (0,19)	0,102 (0,20)
<i>Perda</i>			-0,061 (0,18)	-0,105 (0,18)	-0,122 (0,18)	-0,102 (0,18)	-0,108 (0,12)
<i>Tamanho</i>				0,340** (0,14)	0,311** (0,15)	0,283** (0,14)	0,303** (0,13)
<i>IdadeEmpresa</i>				-0,120*** (0,02)	-0,101*** (0,02)	-0,107*** (0,02)	0,407** (0,18)
<i>NovoMercado</i>				-0,051 (0,31)	-0,210 (0,32)	-0,241 (0,33)	-0,021 (0,22)
<i>BigFour</i>				-0,725*** (0,24)	-0,767*** (0,24)	-0,77***2 (0,25)	-0,037 (0,16)
<i>ComiteRH</i>				0,405* (0,21)	0,319 (0,22)	0,465** (0,23)	0,285 (0,17)
<i>ComiteRem.</i>				0,555* (0,28)	0,488* (0,29)	0,475 (0,30)	0,038 (0,23)
<i>CFPresente</i>				0,225 (0,20)	0,193 (0,19)	0,200 (0,20)	0,407*** (0,15)
<i>ControlePrivado</i>				-0,639 (0,92)	-0,430 (0,79)	-0,442 (0,80)	-0,727*** (0,23)
<i>TamanhoCA</i>					0,117** (0,05)	0,108** (0,05)	0,019 (0,03)
<i>Perc,Homens</i>					-2,895*** (0,68)	-2,857*** (0,68)	-1,119* (0,64)
<i>IdadeMedia</i>					0,008 (0,01)	0,008 (0,01)	0,000 (0,01)
<i>Perc.Independentes</i>					0,355 (0,35)	0,256 (0,36)	-0,041 (0,30)
<i>Perc.El.Controlador</i>					-0,176 (0,34)	-0,134 (0,35)	-0,051 (0,26)
<i>IdadeCEO</i>						-0,012 (0,01)	-0,020** (0,01)
<i>GeneroCEO</i>						0,678** (0,30)	0,476*** (0,17)
<i>CEOEl.Controlador</i>						-0,098 (0,24)	-0,234 (0,18)
<i>Mand.Consecutivos</i>						0,084** (0,03)	0,065** (0,03)
<i>Dummy Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constant	6,734 (0,11)	6,777 (0,11)	6,976 (0,22)	5,958 (1,99)	7,382 (1,96)	7,727 (1,89)	-7,581 (5,24)
R ²	0,0100	0,0115	0,0161	0,0374	0,0483	0,0660	0,6562
Número de obs.	1418	1418	1418	1418	1418	1418	1418
Estatística X ²	5,34	4,30	2,92	4,78	4,62	4,92	20,86
p	0,02	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

Erros padrão entre parênteses. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Fonte: Dados da pesquisa (2024).