

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

JANE MARUSA NUNES LUIZ

**RELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E
A FREQUÊNCIA DE SEUS MEMBROS ÀS REUNIÕES**

Porto Alegre

2018

JANE MARUSA NUNES LUIZ

**RELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E
A FREQUÊNCIA DE SEUS MEMBROS ÀS REUNIÕES**

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

Orientador: Prof. Dr. Cristiano Machado Costa

Porto Alegre

2018

L952r Luiz, Jane Marusa Nunes
Relação entre a remuneração do conselho de administração e a frequência de seus membros às reuniões / por Jane Marusa Nunes Luiz. – 2018.
95 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Porto Alegre, RS, 2018.

“Orientador: Dr. Cristiano Machado Costa”.

1. Conselho de administração. 2. Teoria de agência. 3. Frequência nas reuniões. 4. Remuneração do conselho. I. Título.

CDU: 658.321

JANE MARUSA NUNES LUIZ

**RELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E
A FREQUÊNCIA DE SEUS MEMBROS ÀS REUNIÕES**

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

BANCA EXAMINADORA

Fábio Yoshio Suguri Motoki – Fucape Business School

Ernani Ott – Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS

Roberto Frota Decourt – Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS

Dedico à minha amada filha, Caroline,
pelo amor mais sublime.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer ao meu orientador, professor Dr. Cristiano Machado Costa, por toda a paciência, o empenho e a dedicação, que possibilitaram a conclusão desse trabalho.

Desejo agradecer profundamente ao professor Dr. Ernani Ott, por possibilitar meu acompanhamento como estagiária nas suas atividades acadêmicas, pelo aprendizado nas suas disciplinas da Pós-Graduação, pelas valiosas contribuições na minha banca de qualificação e principalmente pelo exemplo de dedicação acadêmica e generosidade para com seus alunos.

Sou grata também ao professor Dr. Clóvis Kronbauer pelos ensinamentos, à professora Dra. Clea Macagnam pelas contribuições realizadas para o aprimoramento dessa pesquisa e ao professor Dr. Tiago Wickstrom Alves pelas considerações na minha banca de qualificação.

Não poderia deixar de agradecer meus colegas de mestrado, em especial à Tatiane e à Bruna, cujo apoio e amizade foram muito importantes.

Por último quero agradecer à minha família e aos amigos, especialmente à minha mãe, pelo amor e compreensão e à minha filha, pelo amor e incentivo.

Contudo, não se pode esperar que os membros do conselho dessas empresas (de sociedade anônima por ações), por serem os administradores do dinheiro alheio e não do próprio dinheiro, o protejam com a mesma vigilância atenta que os sócios de uma empresa privada costumam dedicar ao próprio dinheiro. Como os capatazes de um homem rico, eles tendem a se envolver em detalhes não necessariamente visando a honra de seus senhores, e muito facilmente concedem a si mesmos permissão para tanto. A negligência e a profusão, portanto, devem sempre prevalecer, em maior ou menor grau, na administração dos negócios de uma empresa como essa.

(Adam Smith, 1776)

RESUMO

O objetivo deste estudo é investigar empiricamente o comparecimento dos membros do conselho às reuniões e seus efeitos na remuneração do conselho de administração das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2015 a 2016. Para a consecução desta pesquisa, testou-se um grupo abrangente de variáveis considerando os argumentos da teoria de agência e a literatura anterior, mediante a utilização de regressão linear múltipla. Os resultados indicam que o tamanho do conselho e o número de conselheiros ocupados afetam negativamente a remuneração, enquanto que a independência do conselho, a participação em comitês, a idade e a área de formação são positivamente associadas com a remuneração do conselho de administração. Também se verificou que há relação entre o tamanho, a rentabilidade e o controle acionário da empresa com a remuneração do conselho. Identificou-se ainda que o percentual de frequência dos membros do conselho é de aproximadamente 93%, e que são realizadas em torno de 12 reuniões anuais, todavia o esforço do conselho de administração, medido pela frequência e o número de reuniões, não demonstrou significância estatística para explicar a remuneração. Essas descobertas fornecem implicações para futuras pesquisas a respeito do desempenho dos conselheiros no monitoramento da gestão e a remuneração do conselho de administração e dos executivos.

Palavras-chave: Teoria de agência. Conselho de administração. Frequência nas reuniões. Remuneração do conselho.

ABSTRACT

The purpose of this study is to empirically investigate the attendance of directors at meetings and their effects on board compensation of Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA, from 2015 to 2016. To achieve this research, a comprehensive set of variables was tested considering the arguments of agency theory and previous literature, using multiple linear regression. The results indicate that the size of the board and the number of busy directors affect negatively the compensation, while board independence, participation in committees, age and graduation are positively associated with compensation of the board of directors. It has also been found that there is a relationship between size, profitability and the shareholding control of the company with the board compensation. It was also identified that the percentage of board members' attendance is approximately 93%, and which are held around 12 annual meetings, however, the effort of the board of directors, as measured by the frequency and number of meetings, showed no significance statistical analysis to explain the compensation. These findings provide implications for future researches into the performance of directors in monitoring the management and compensation of the board of directors and executives.

Key-words: Agency theory. Board of directors. Meeting attendance. Board compensation.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Relação das Variáveis.....	50
---------------------------------------	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Comparativo dos segmentos de listagens da BM&FBOVESPA.....	24
Quadro 2 – Elementos dos subitens 12.5/6 do Formulário de Referência	35
Quadro 3 – Subitens do Item 13 do Formulário de Referência	36
Quadro 4 – Pesquisas Internacionais.....	38
Quadro 5 – Pesquisas Nacionais	41
Quadro 6 – Resumo das Variáveis da Pesquisa.....	64
Quadro 7 - Síntese dos Resultados Obtidos no Estudo	82

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estrutura amostral de Empresas	44
Tabela 2 – Tipo de Controle Acionário das Entidades Pesquisadas	52
Tabela 3 – <i>Dummies</i> de Setor	53
Tabela 4 – Estatística Descritiva das Variáveis de Pesquisa	70
Tabela 5 – Resultado da Regressão 1	73
Tabela 6 – Resultado da Regressão 2	79

LISTA DE SIGLAS

ADTV	<i>Average daily trading volume</i>
AT	Ativo Total
BMF&BOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CONTROL	Controle
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ENDIV	Endividamento
EUA	<i>United States of America</i>
FORM	Formação
FR	Formulário de Referência
FR	Frequência
GN	Gênero
GRAD	Graduação
IBEF	Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IMOB	Imobilizado
IN	Instrução Normativa
IRRC	<i>Investor Responsibility Research Center</i>
LC	Liquidez Corrente
LL	Lucro Líquido
LOG	Logaritmo
MAND	Mandato
MBA	<i>Master of Business Administration</i>
MEET	<i>Meeting</i>
ML	Margem Líquida
NGC	Nível de Governança Corporativa
ON	Ordinária
OPA	Oferta Pública de Aquisição de Ações
PN	Preferencial
REM	Remuneração
ROA	Retorno sobre o Ativo
SET	Setor

TANG	Tangibilidade
TRF2	Tribunal Regional Federal da 2ª Região
VL	Vendas Líquidas

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
1.1 Definição do Problema	15
1.2 Delimitação do Tema	16
1.3 Objetivos	17
1.3.1 Objetivo Geral	17
1.3.2 Objetivos Específicos	18
1.4 Justificativa	18
1.5 Estrutura da Dissertação	19
2 REVISÃO DE LITERATURA	20
2.1 Teoria da Agência	20
2.2 Governança Corporativa	22
2.2.1 As Boas Práticas de Governança Corporativa	22
2.2.2 Os Segmentos Especiais da BM&FBOVESPA	23
2.3 Conselho de Administração	26
2.3.1 Independência do Conselho de Administração	26
2.3.2 Comitês do Conselho de Administração.....	28
2.3.3 Diversidade do Conselho de Administração.....	29
2.3.4 Reuniões do Conselho de Administração.....	30
2.3.5 Remuneração do Conselho de Administração	31
2.4 Legislação	33
2.4.1 Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações).....	33
2.4.2 Instrução Normativa CVM 552/2014	34
2.5 Estudos Empíricos Relacionados	36
2.6 Desenvolvimento das Hipóteses	41
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	43
3.1 Classificação da Pesquisa	43
3.2 População e Amostra	43
3.3 Plano de Coleta, Tratamento e Análise dos Dados	45
3.4 Variáveis da Pesquisa	47
3.4.1 Variável Dependente	47
3.4.2 Variáveis Independentes	47
3.4.3 Variáveis de Controle	48

3.5 Modelo de Regressão	65
3.6 Limitação do Método.....	68
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	70
4.1 Estatísticas Descritivas	70
4.2 Relação entre a Remuneração do Conselho de Administração e a Frequência dos seus Membros às Reuniões.....	72
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	83
5.1 Conclusões.....	83
5.2 Sugestões para Estudos Futuros	85
REFERÊNCIAS.....	86

1 INTRODUÇÃO

Nesse capítulo se apresenta a definição do tema, a delimitação do tema, o problema de pesquisa, os objetivos, a justificativa do estudo e a estrutura da dissertação.

1.1 Definição do Problema

Os últimos anos, considerável atenção tem sido dada na literatura ao tema governança corporativa. Os estudos sobre governança são baseados especialmente na teoria de agência. A teoria de agência preocupa-se em alinhar os interesses dos proprietários e gerentes (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983) e baseia-se na premissa de que existe um conflito inerente entre os interesses dos proprietários e da administração. (FAMA; JENSEN, 1983).

O conselho de administração, por sua vez, atua como um monitor ativo no sistema de governança corporativa (AZIM, 2007), sendo o elo entre a propriedade e a gestão. O mesmo tem o poder de recrutar executivos, bem como de tomar as medidas necessárias contra esses profissionais e de ratificar e monitorar decisões importantes (JENSEN, 1993; FAMA E JENSEN, 1983). Portanto, o conselho de administração de uma empresa é o principal mecanismo interno de governança corporativa responsável pelo monitoramento da gestão.

As decisões mais importantes da empresa são tomadas na reunião do conselho de administração. Segundo Adams e Ferreira (2008), a reunião do conselho é o principal veículo para os conselheiros coletar informações, tomar decisões e monitorar a administração. Em razão disso, as reuniões do conselho e a participação nas reuniões são consideradas importantes canais através dos quais os conselheiros obtêm informações específicas das empresas capazes de cumprir sua função de monitoramento.

Há diversos estudos em nível internacional investigando os determinantes do comparecimento dos membros em reuniões do conselho e a sua relação com o desempenho da empresa, bem como com a remuneração do conselho de administração. Francis *et al.* (2015) identificaram que as empresas com baixa participação do conselho nas reuniões apresentam desempenho significativamente pior do que os conselhos que tem boa participação. Chou *et al.* (2013) também

investigaram o comparecimento dos membros do conselho nas reuniões e seus efeitos no desempenho das empresas, concluindo que existe uma associação positiva no comparecimento dos conselheiros às reuniões e o desempenho da empresa. Já Adams e Ferreira (2008) analisaram o comportamento da frequência dos conselheiros externos às reuniões e concluíram que o pagamento de taxas por comparecimento em reuniões aumenta os registros de frequência.

No cenário brasileiro, os estudos empíricos estão mais relacionados à composição do conselho de administração e às características de seus membros, contudo ainda não há estudos relacionados à frequência dos conselheiros às reuniões. Isso se deve, em parte, devido à falta de disponibilidade de dados. Porém, a Comissão de valores Mobiliários (CVM), com o intuito de fortalecer a governança das empresas e aumentar a transparência no mercado, publicou a Instrução Normativa (IN) CVM 552/2014 alterando diversos dispositivos do Formulário de Referência (FR) - relatório que as empresas brasileiras de capital aberto são obrigadas a enviar anualmente para a CVM. Entre as principais alterações consta a exigência de registro do percentual de participação nas reuniões do conselho de administração. Cabe ressaltar que as mudanças da IN CVM 552/2014, relacionadas ao FR, entraram em vigor a partir de 01 de janeiro de 2016.

Com o intuito de superar essa lacuna da literatura empírica existente sobre a frequência dos conselheiros às reuniões, estudar a sua relação com a remuneração do conselho de administração, incluindo algumas características do conselho, bem como da empresa, o presente estudo busca responder a seguinte questão: **Existe uma relação entre a remuneração do conselho de administração e a frequência de seus membros nas reuniões?**

1.2 Delimitação do Tema

O presente estudo analisa a relação entre a remuneração do conselho de administração e a frequência de seus membros às reuniões no cenário brasileiro, com base nas empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2015 a 2016.

A análise da frequência dos membros do conselho às reuniões foi realizada através do Formulário de Referência, no subitem 12.6. Entretanto, se fez necessária a confirmação da presença dos conselheiros através das atas de reunião do conselho,

devido às divergências de informações no FR. É importante salientar que nem todas as atas de reunião do conselho são divulgadas, a CVM impõe a divulgação apenas daquelas que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros.

No que tange à remuneração do conselho de administração e da diretoria estatutária, a forma de divulgação consolidada por órgão adotada pela CVM impede a divulgação da remuneração individual de seus membros. Tal informação é divulgada de maneira categorizada, distinguindo seus diferentes elementos constitutivos no item 13 do FR.

Ainda, em relação à remuneração, no período da presente pesquisa, havia um grande número de empresas dispensadas de divulgar tal informação conforme o sub item 13.11 do FR, que trata da remuneração mínima, média e máxima recebida pelo conselho de administração e pela diretoria estatutária, haja vista a liminar obtida pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças do Rio de Janeiro (IBEF-RJ) em 2010, que liberou as companhias associadas de cumprir a exigência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) da publicação da remuneração detalhada de conselheiros e executivos. Cabe ressaltar que em maio de 2018 o Tribunal Regional Federal da 2ª Região (TRF2) reformou a decisão de 1ª instância, autorizando a CVM a exigir a divulgação da remuneração completa dos administradores vinculados ao (IBEF-RJ), apesar disso, esses dados ainda não estavam disponíveis para o período desse estudo.

Por fim, considerando que as alterações nos dispositivos do FR através da IN CVM 552/2014 entraram em vigor em janeiro de 2016, esse estudo fica limitado aos anos de 2015 e 2016, para a coleta das principais características do conselho de administração das empresas analisadas a fim de atingir o objetivo da presente pesquisa.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

O Objetivo geral desse estudo é analisar a relação entre a remuneração do conselho de administração e a frequência de seus membros às reuniões.

1.3.2 Objetivos Específicos

- a) verificar se a participação de membros do conselho de administração em comitês de assessoramento influencia a remuneração;
- b) examinar se os conselhos de administração compostos por maior presença de conselheiros independentes possuem maior remuneração;
- c) investigar se os conselhos de administração com a presença de membros do sexo feminino têm maior frequência nas reuniões.

1.4 Justificativa

Existem três motivações específicas para a realização dessa pesquisa. Em primeiro lugar, a totalidade dos estudos que examinam as características do conselho de administração e a sua relação tanto com o desempenho da empresa quanto com a remuneração do conselho é baseada em outros países, como EUA, Reino Unido, Austrália e Alemanha. Não há literatura relacionada ao esforço do conselho de administração no contexto brasileiro. Desse modo, acredita-se que a investigação acerca do monitoramento do conselho medido pela frequência dos conselheiros nas reuniões é importante para o debate sobre o tema de governança corporativa.

Em segundo lugar, alguns estudos recentes (por exemplo, Adams e Ferreira, 2008) enfatizaram que os conselheiros são menos propensos a ter problemas de presença nas reuniões do conselho quando recebem incentivos por participação em reuniões. Usando essa ideia, esse estudo é motivado em considerar a relação entre as variáveis das características do conselho de administração e o efeito na remuneração.

Em terceiro lugar, este estudo faz uma série de contribuições para a teoria e literatura de governança corporativa. Com intuito de aprimorar o cumprimento de boas práticas de governança corporativa nas empresas de capital aberto, a CVM estabeleceu mudanças no preenchimento do FR, visando melhorar o nível da transparência das entidades. Boas práticas de governança corporativa são geralmente discutidas como condições para a proteção dos investidores e decisões de investimento. Este estudo fornece conhecimento sobre a atividade do conselho de administração e tem a pretensão de estimular a pesquisa sobre o tema.

1.5 Estrutura da Dissertação

A dissertação está estruturada em cinco capítulos. No primeiro capítulo é abordada a contextualização do tema, o problema de pesquisa, a delimitação do tema, os objetivos e a justificativa do estudo. O segundo capítulo trata da revisão da literatura, teórica e empírica, e apresenta as hipóteses da pesquisa.

No terceiro capítulo são apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para a consecução desse estudo. No quarto capítulo é apresentada a análise dos resultados. Por fim, o quinto capítulo traz a conclusão e as recomendações para estudos futuros, seguidas das referências.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Nessa seção são abordados tópicos a respeito da teoria de agência, da governança corporativa, do conselho de administração, da legislação, dos trabalhos empíricos relacionados direta e indiretamente ao tema, bem como a apresentação das hipóteses.

2.1 Teoria da Agência

No contexto da teoria da agência, Berle e Means (1932, p. 125) fazem o seguinte comentário:

Se admitirmos que o desejo de lucro pessoal é a força motriz do controle, devemos concluir que os interesses do controle são diferentes e muitas vezes se opõem radicalmente ao da propriedade, devemos concluir também que, muito significativamente, os proprietários não serão bem servidos por um grupo de controle que vise o lucro.

Com o desenvolvimento do mercado de capitais, bem como a expansão das transações financeiras em escala global, as companhias foram objeto de sensíveis transformações. Houve a necessidade de uma readequação da estrutura de controle decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial (IBGC, 2015). A maioria das empresas passou a delegar sua gestão a um administrador, o qual nem sempre age de acordo com os interesses do proprietário, mas sim com seus interesses individuais.

Nesse contexto surgem os conflitos atrelados à estrutura de propriedade e ao controle preconizados por Smith (1776) em *“The Wealth of Nation”* e mais tarde discutidos e popularizados por Berle e Means (1932) na obra *“The Modern Corporation and Private Property”*, conforme mencionado no trecho citado no início desse sub-capítulo.

Jensen e Meckling (1976) estruturaram as ideias dos autores mencionados, na obra *“Theory of de Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownweships Structure”*, apresentando, pela primeira vez, estudos sobre a teoria de agência. Os autores afirmam que os problemas de agência decorrem de conflitos existentes em atividades de cooperação entre indivíduos, quer ela ocorra ou não em situações de hierarquia entre principal e agente.

Jensen e Meckling (1976) mencionam, ainda, que nenhum indivíduo pode desejar maximizar uma função que não seja a sua, pois o seu comportamento está fundamentado no conjunto de suas preferências e em seus objetivos. Os autores citados definem uma relação de agência como sendo um contrato onde uma ou mais pessoas (principal) emprega outra pessoa (agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente.

Embora o conflito de interesses seja entre gestores e acionistas sob a separação de propriedade e controle, no Brasil a propriedade tende a ser mais concentrada e os grandes acionistas provavelmente estarão diretamente envolvidos na gestão. Essa estrutura desloca o foco da expropriação da gestão em relação aos acionistas para os acionistas majoritários que têm oportunidades de expropriar riquezas de acionistas minoritários (SHLEIFER E VISHNY, 1997; BEBCHUK *ET AL.*, 2000), fazendo com que o principal conflito de agência se dê entre acionistas controladores e minoritários, e nem tanto entre acionistas e gestores (OLIVEIRA, 2015).

La Porta *et al.* (1999) discutem o problema associado à alta concentração de propriedade e o conflito entre grandes e pequenos acionistas, constatando que na maior parte do mundo, incluindo o Brasil, o problema de agência fundamental não é o definido por Berle e Means (1932) entre principal e agente, mas sim entre os pequenos investidores e os acionistas controladores.

Dessa forma, quando grandes acionistas controlam efetivamente as corporações, suas políticas podem resultar na expropriação de acionistas minoritários. Esses investidores podem tentar explorar sua posição às custas dos acionistas minoritários e obter benefícios privados. Fan *et al.* (1999) mencionam que os conflitos de interesses entre acionistas grandes e pequenos podem ser numerosos, incluindo os acionistas controladores enriquecendo por não pagar dividendos ou transferindo lucros para outras empresas que controlam.

Nesse cenário, o papel de monitoramento do conselho de administração é um componente importante da governança corporativa. A fim de mitigar os conflitos de agência resultantes tanto da separação entre propriedade e controle, quanto do problema associado com os acionistas majoritários e minoritários, o conselho de administração de uma empresa deve utilizar mecanismos internos de governança corporativa para alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas.

2.2 Governança Corporativa

O tema governança corporativa tem sido bastante debatido nas últimas décadas, não só pelos grandes escândalos corporativos ao redor do mundo, mas também pelo crescente desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse contexto, Agudo, Sanjuan e Fraile (2008 *apud* PEÑAS; LÓPES; VILLAR, 2016) afirmam que a governança corporativa ganhou grande importância nos últimos anos na sociedade, com interesse crescente em todos os tipos de empresas e instituições. Silva (2002, p. 8) declara que “embora a governança corporativa não seja um tema relativamente novo, somente nos últimos anos vem se transformando em uma preocupação importante em diversos países, sejam mercados desenvolvidos ou emergentes”.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2010), a governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgão de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

No dizer de Oliveira (2015), governança corporativa é o conjunto de práticas administrativas para otimizar o desempenho das empresas – com seus negócios, produtos e serviços – ao proteger de maneira equitativa todas as partes interessadas – acionistas, clientes, fornecedores, credores, funcionários, governos – facilitando o acesso às informações básicas da empresa e melhorando o modelo de gestão.

A qualidade da governança corporativa constitui um dos atributos da firma capazes de atrair investidores, pois proporciona uma maior confiança de que os recursos que nela foram aplicados lhes gerará uma rentabilidade justa e satisfatória. (CORREIA; AMARAL, 2011).

2.2.1 As Boas Práticas de Governança Corporativa

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) lançou em meados de 1999 o código das melhores práticas da governança corporativa com o intuito de contribuir com a evolução da governança nas organizações. Atualmente, o código de boas práticas encontra-se na sua 5ª edição. Os princípios que norteiam esse código são: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. De acordo com o IBGC (2015), os princípios de governança corporativa

contribuem para a redução dos conflitos de interesse, preservando e otimizando o valor da organização, atraindo recursos para as empresas e garantindo sua sustentabilidade.

As boas práticas de governança corporativa convertem esses princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade de gestão da organização, sua longevidade e o bem comum. (IBGC,2015). As empresas brasileiras vêm dando cada vez mais destaque para as melhores práticas de governança corporativa, com o objetivo de atrair mais investidores. Berrone (2009, p. 8) afirma que “a estrutura de governança corporativa é um fator chave para investidores institucionais ao decidir em qual empresa investir”. Na opinião de Aguilera e Cuervo (2009, p. 5), “empresas, bem como países, procuram fazer as suas práticas de governança corporativa mais eficazes, em parte como consequência de escândalos de governança corporativa, mas também para atrair investidores”.

2.2.2 Os Segmentos Especiais da BM&FBOVESPA

Com o objetivo de proteger o valor das empresas com política de controle e *disclosure* de informação, exigindo, assim, um maior comprometimento com as boas práticas de governança corporativa, a BMF&BOVESPA estabeleceu níveis diferenciados para medir a governança corporativa de empresas listadas no Brasil. Os segmentos especiais Nível I, Nível II e Novo Mercado foram criados no início do ano 2000, mais tarde, em 2007, houve a criação do segmento intitulado Bovespa Mais e, por último, o segmento Bovespa Mais Nível 2. Cada um desses segmentos possui regras rígidas de governança corporativa. Essas exigências vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações e sua adesão é voluntária.

O Novo Mercado é considerado o nível mais avançado de Governança Corporativa. Esse segmento é destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais àquelas exigidas pela legislação brasileira em vigor. A adesão das empresas às regras do Novo Mercado tem como consequências imediatas, entre outros benefícios, a ampliação dos direitos dos acionistas, a melhora

da qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias abertas e a resolução de conflitos societários, oferecendo aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada. (BM&FBOVESPA, 2017).

O Nível II é bem semelhante ao Novo Mercado, entretanto a companhia pode ofertar ações preferenciais com poder de voto em situações críticas como fusões e aquisições. No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.

As empresas listadas no segmento Nível I devem adotar práticas que favorecem a transparência e o acesso às informações pelos investidores, divulgando informações adicionais às exigidas em lei, como por exemplo, um calendário anual de eventos corporativos, bem como a obrigação de manter no mínimo 25% das ações em circulação no mercado, e por último, o Nível Bovespa Mais foi idealizado para atender as empresas que desejam entrar no mercado de forma gradual, com o objetivo de fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais, funcionando como uma vitrine aos investidores.

A seguir é apresentado um quadro comparativo dos segmentos de listagem, retirado do site da BMF&BOVESPA:

Quadro 1 – Comparativo dos segmentos de listagens da BM&FBOVESPA

	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BÁSICO
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem		25% ou 15%, caso o ADTV seja superior a R\$ 25 milhões	25%		Não há regra específica
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Não há regra específica		Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas IN CVM 476	Esforços de dispersão acionária		Não há regra específica
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra específica	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra específica		Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão). Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)		Não há regra específica

	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BÁSICO
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra específica		Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica	
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação			Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Não há regra específica		Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e <i>press release</i> de resultados	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Não há regra específica	
Reunião pública anual	Facultativa		Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas	Obrigatória (presencial)		Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório					Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários		Regimento do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal quando instalado Código de Conduta (com conteúdo mínimo)/Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração/ Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta		Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Não aplicável	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória				Facultativa	
Comitê de Auditoria	Facultativo		Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições	Facultativo		
Auditoria Interna	Facultativa		Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa		
Compliance	Facultativo		Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo		

Fonte: BM&FBovespa, (2018).

O Quadro 1 apresenta um comparativo dos segmentos de listagem da BM&FBOVESPA com as regras adicionais de governança atualizadas, conforme o novo regulamento do Novo Mercado divulgado em outubro de 2017. As novas regras do segmento entraram em vigor em janeiro de 2018 para as empresas interessadas em fazer parte da listagem. Já aquelas empresas que fazem parte do segmento poderão se adaptar paulatinamente às novas exigências até a data de 2021.

2.3 Conselho de Administração

O IBGC (2015, p.39) estabelece que:

O conselho de administração é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Ele exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização, sendo seu principal componente. Além de decidir os rumos estratégicos do negócio, compete ao conselho de administração, conforme o melhor interesse da organização, monitorar a diretoria, atuando como elo entre esta e os sócios.

O Conselho de administração é visto como um dos principais mecanismos internos de governança corporativa, tendo como objetivo assessorar e monitorar a alta administração, estabelecer a remuneração dos executivos e proteger os interesses dos acionistas (BRICK *et al.*, 2006). Ainda, ele é considerado como o elo que liga os acionistas à gestão do negócio (PRADO, 2011), desempenhando um papel importante no monitoramento da alta administração, supervisionando as ações gerenciais com o intuito de mitigar os problemas de agência resultantes da separação da propriedade e do controle. (WEISBACH, 1988; FAMA E MECKLING, 1976).

No caso de empresas brasileiras, as quais ainda apresentam uma alta concentração de propriedade nas mãos de poucos acionistas, a existência de um conselho de administração efetivo se apresenta como questão ainda mais relevante, já que a temática da governança corporativa adquire uma complexidade maior em virtude do conflito de agência entre acionistas majoritários e minoritários. Destaca-se ainda que o papel do conselheiro não é apenas representar o interesse dos acionistas, mas também atuar no melhor interesse da administração. (PRADO, 2011)

Dessa forma, acredita-se que um conselho de administração ativo, independente e bem informado, está entre os principais dispositivos de governança corporativa de qualquer companhia, seja com controle definido, seja com controle pulverizado.

2.3.1 Independência do Conselho de Administração

O IBGC (2015) classifica os membros do conselho de administração em três tipos: internos, externos e independentes. Os conselheiros internos são os que ocupam posição de diretores ou são empregados da organização. Os conselheiros externos são aqueles conselheiros sem vínculo atual com a organização, mas que

são antigos diretores, empregados ou pessoas que possuem relações de negócios com a empresa. Já os conselheiros independentes são os conselheiros externos que não possuem relações familiares, de negócio, ou de qualquer outro tipo com sócios com participação relevante, grupos controladores, executivos prestadores de serviços ou entidades sem fins lucrativos que influenciem ou possam influenciar, de forma significativa, seus julgamentos, opiniões, decisões ou comprometer suas ações no melhor interesse da organização.

Em países conhecidos pela pulverização do controle acionário, a atuação do conselheiro independente é direcionada para a resolução dos conflitos de agência, atuando como elo nas relações entre acionistas e gestores. Já, no Brasil, onde a grande maioria das companhias possuem alta concentração de propriedade acionária, o papel do membro do conselho independente é mais relacionado com a proteção do acionista minoritário, além da orientação dos negócios da organização a fim de maximizar o patrimônio dos acionistas e o monitoramento da gestão. Dessa forma, a participação dos membros independentes no conselho de administração contribui para reforçar a independência dos conselhos de administração nos países em que os acionistas minoritários têm pouca proteção, uma vez que contrariam o poder dos grupos majoritários. (PINDADO; DE LA TORRE, 2006).

Estudos precedentes relacionam a independência do conselho de administração com a proteção aos acionistas minoritários, com o desempenho da empresa, bem como com a remuneração do conselho de administração. Liu *et al.* (2014) estudou o efeito do comparecimento de diretores independentes nas reuniões do conselho sobre o comportamento de tunelamento de grandes acionistas e descobriu que uma maior taxa de comparecimento do diretor independente protege os investidores aliviando o tunelamento. Chou *et al.* (2013) investigaram o comparecimento nas reuniões do conselho e o desempenho das empresas de Taiwan e seus achados evidenciaram a associação positiva entre o comparecimento nas reuniões do conselho pelos conselheiros independente e o desempenho da empresa. Os mesmos autores afirmam que mais monitoramento pelos membros independentes pode mitigar o problema de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários, no caso das empresas controladas pela família.

Complementarmente Fama (1980) afirma que os conselheiros independentes, ao fornecer conhecimento especializado e serviços de monitoramento, agregam valor às empresas. Portanto, a inclusão de membros independentes ajuda a impedir que a

alta administração se envolva em conluio e expropriação da riqueza do detentor de títulos. Da mesma forma, Lefort e Urzua (2008) encontraram um aumento na proporção de conselheiros independentes em relação ao valor corporativo. Além disso, Baek, Johnson e Kim (2009) concluem que empresas com uma alta porcentagem de conselheiros externos são mais propensas a divulgar informações sobre os processos de diretoria e gestão.

Outro aspecto importante acerca da independência do conselho diz respeito à participação dos membros independentes em relação ao número total de conselheiros. Tanto a Lei das S.A, quanto a Comissão de Valores Mobiliários não exigem das companhias de capital aberto um número mínimo de conselheiros independentes no conselho de administração. Entretanto, o código de governança corporativa brasileiro recomenda que a maioria do conselho de administração seja composta por membros independentes, contratados por meio de processos formais e com escopo de atuação e qualificação bem definidos, salientando que os conselheiros independentes devem assumir maior protagonismo nas reuniões corporativas. Além disso, a BM&FBOVESPA exige que as companhias pertencentes aos segmentos Novo Mercado e Nível 2 tenham pelo menos 20% de membros independentes no conselho de administração.

2.3.2 Comitês do Conselho de Administração

Os comitês são órgãos de assessoramento ao conselho de administração, cujo propósito é permitir que determinadas matérias sejam discutidas e examinadas em maior profundidade em outro fórum, dada a indisponibilidade de tempo nas reuniões do conselho. Eles podem ser previstos nos estatutos sociais das companhias ou não, devendo ser compostos, preferencialmente, por conselheiros. (IBGC, 2015).

Dentre os comitês que podem ser criados, destacam-se: auditoria, finanças, pessoas, riscos e sustentabilidade. O regimento interno do conselho deve orientar a formação e a coordenação dos comitês e prever que a composição deles inclua conselheiros com competências e habilidades adequadas ao objeto do comitê.

Os membros do conselho de administração que fazem parte de comitês podem receber remuneração separadamente. Nesse caso, a empresa deve divulgar no Formulário de Referência, no subitem 13.2, a remuneração por participação em comitês.

A literatura existente sugere que a eficácia do conselho é acionada através dos comitês do conselho. Algumas das decisões mais significativas iniciadas nos níveis dos comitês (Kesner, 1988), assim como o funcionamento e a estrutura de comitês importantes, como comitês financeiros e contábeis, podem influenciar mais o desempenho corporativo do que a composição geral do conselho (Klein, 1998). Os comitês não apenas impactam o desempenho corporativo, influenciando as estratégias corporativas, mas também reduzindo os problemas de agência (Davidson *et al.*, 1998). Por fim, Austin (2002) menciona que a capacidade de diferentes comitês do conselho, especialmente comitês de auditoria, remuneração e nomeação, favorece a capacidade de monitoramento do conselho de administração.

2.3.3 Diversidade do Conselho de Administração

A diversidade no Conselho de Administração, sobretudo a participação das mulheres é um tema de crescente interesse, principalmente na literatura internacional. Erhardt, Werbel e Shader (2003), Eckel e Grossman (2008), Adams e Ferreira (2009) e Terjesen (2009), são autores que têm contribuído para a investigação sobre o assunto, indicando que organizações com mulheres nos seus conselhos de administração têm melhor desempenho. No Brasil, o debate sobre a diversidade de gênero nos conselhos de administração começa a ganhar força. Existem estudos relacionados com o assunto como, por exemplo, Madalozzo (2011), Almeida e Fraga (2012), Klotzle e Pinto (2013) e Contardi (2015). Esse último, verificou como resultado que o desempenho financeiro das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA é influenciado pela presença feminina no conselho de administração.

Também foi realizado, em 2011, um levantamento pelo IBGC, que consistiu na análise do perfil do conselho de administração de 545 empresas listadas em 2011 e 507 em 2010. O resultado obtido nesse estudo demonstra que as mulheres ocupam 7,7% das posições nos conselhos de administração das companhias brasileiras listadas, no entanto, como membro independente, elas acumulam mais postos.

Além do mais, existe um projeto de lei em trâmite no Congresso Nacional, inspirado em exemplos internacionais, que prevê cotas para mulheres em conselhos de administração de empresas públicas, sociedades de economia mista e demais entidades controladas pela União.

Já na literatura internacional, os autores Adams e Ferreira (2009) verificaram na sua pesquisa que (1) a probabilidade de uma diretora ter problemas de frequência nas reuniões é 0,29 menor do que a de um diretor; (2) os diretores têm menos problemas de frequência, quanto maior a fração de mulheres no conselho de administração; (3) empresas com conselhos mais diversificados proporcionam aos seus membros incentivos mais remuneradores; e (4) empresas com conselhos mais diversificados têm mais reuniões. Por outro lado, Lückerath-Rovers (2013) investigou o desempenho financeiro de 99 empresas holandesas, dividindo as empresas que possuíam mulheres em seus conselhos daquelas em que a totalidade de seus membros era do sexo masculino. Os achados desse estudo demonstraram que as organizações cujo conselho de administração possuía apenas homens, apresentavam melhor desempenho do que aquelas com presença feminina no conselho.

Dessa forma, Adams e Ferreira (2009) e Ahern e Dittmar (2012) concluem que a representação feminina pode ter um impacto significativo nos resultados do conselho e no valor da empresa, o que pode influenciar a remuneração das diretoras do sexo feminino. Outras razões pelas quais o gênero pode estar relacionado à compensação é que as firmas podem valorizar conselhos de diversidade de gênero ou pode haver uma diferença salarial entre homens e mulheres. (FEDASEYEU *et al.*, 2018).

2.3.4 Reuniões do Conselho de Administração

De acordo com a recomendação do IBGC (2015) sobre governança corporativa, as companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA são incentivadas a ter reuniões regulares do conselho para o cumprimento de deveres e responsabilidades. Além disso, é obrigatória a divulgação no FR do número de reuniões do conselho realizadas em um ano, bem como o percentual de participação de cada conselheiro individual em relação às reuniões realizadas.

A frequência das reuniões do conselho é considerada uma forma importante de melhorar a eficácia do conselho. (CONGER e LAWLER, 2009; ADAMS e FERREIRA; 2009). As reuniões do conselho e a participação nas reuniões são consideradas importantes canais através dos quais os conselheiros obtêm informações específicas das empresas capazes de cumprir sua função de monitoramento (JOHL *et al.*, 2015). Um estudo realizado por Francis *et al.* (2015) indicou que as empresas com baixa

participação do conselho nas reuniões apresentam desempenho significativamente pior do que os conselhos que tem boa participação. Ntim & Oser (2011) também sugeriram descobertas similares entre a frequência das reuniões do conselho e o desempenho corporativo, onde os conselhos que se reúnem com mais frequência tendem a gerar maior desempenho financeiro.

Ademais, um fluxo crescente da literatura de governança corporativa trata a frequência nas reuniões do conselho, ou seja, o comparecimentos dos conselheiros nas reuniões, como uma medida de esforço do trabalho dos conselheiros (ADAMS e FERREIRA, 2012; CHOU *et al.*, 2010) e da qualidade de supervisão do conselho (LIN *et al.*, 2014)), como tal o número de reuniões também foi utilizado como proxy para o compromisso de monitorar a alta administração (CAI *et al.*, 2009), a diligência do conselho (CARCELLO *et al.*, 2002) e considerado também como um fator importante para melhorar a eficácia do conselho (CONGER *et al.*, 1998).

Complementarmente, Min e Chizema, 2015 explicam que o comparecimento regular de reuniões do conselho é de suma importância para melhorar a eficácia de um sistema de governança. Esse comparecimento é evidência de seu compromisso com a empresa no monitoramento e na tomada de decisões.

Outro aspecto importante acerca do comparecimento às reuniões diz respeito às recompensas monetárias pagas pela empresa com o objetivo de incentivar uma maior participação nas reuniões. Adams e Ferreira (2008) explicam que as taxas de reunião desempenham um papel importante na facilitação de tomadas de decisões efetivas e na recompensa do aumento das demandas dos serviços do conselho. Os mesmos autores descobriram, no estudo - *Regulatory Pressure and Bank Directors' Incentives to Attend Board Meetings* - que as taxas de reuniões mais altas estão negativamente relacionadas com a probabilidade de um diretor ter problemas de comparecimento.

2.3.5 Remuneração do Conselho de Administração

A remuneração dos executivos, assim como do conselho de administração é um dos tópicos mais debatidos na literatura sobre governança corporativa. Dentro desta área de pesquisa, uma atenção crescente é dedicada à relação entre governança e remuneração, a fim de estudar o papel desempenhado pelas características de governança na remuneração do conselho de administração.

Grande parte da pesquisa empírica documentou a relação entre o nível de remuneração do conselho de administração e os determinantes da remuneração (BRYAN *et al.*, 2000; BRICK *et al.*, 2006; ANDREAS *et al.*, 2012), a estrutura de propriedade (BARONTINI e BOZZI, 2011), o desempenho da empresa (FERNANDES, 2007; MAGNAN *et al.*, 2010; WU, 2013), o tamanho do conselho (HOLTHAUSEN e LARCKER, 1994; GHOSH e SIRMANS, 2005), a independência do conselho (BRYAN *et al.*, 2000; RYAN e WIGGINS, 2004), os conselheiros ocupados (MASULIS e MOBBS, 2014; FERRIS *et al.*, 2018) e a reação do mercado à adoção de planos de incentivos baseados em ações para os conselheiros (GERETY *et al.*, 2001; FICH e SHIVDASANI, 2005).

Apesar da crescente literatura sobre a remuneração dos membros do conselho, poucas se concentram em analisar a relação do esforço dos conselheiros - medido pela participação em reuniões e/ou o número de reuniões - e a remuneração do conselho de administração (Adams e Ferreira, 2008), bem como o desempenho das empresas (VAFEAS, 1999; CHOU *et al.*, 2013; BRICK e CHIDAMBARAN, 2010).

Adams e Ferreira (2008) afirmam que os membros do conselho de administração são menos propensos a ter problemas de comparecimento nas reuniões do conselho quando recebem incentivos por comparecimento nas reuniões, mesmo quando esses incentivos são pequenos em relação ao patrimônio do conselheiro. Da mesma forma Chou *et al.* (2013) destacam que a alta participação em reuniões por parte dos conselheiros pode melhorar o desempenho de uma empresa.

No cenário brasileiro, as pesquisas relativas à remuneração do conselho de administração são escassas e estão mais relacionadas à estrutura de governança corporativa. De Camargo e De Albuquerque (2007) pesquisaram o alinhamento entre o sistema de remuneração de executivos e conselheiros e a estrutura de governança corporativa. Do mesmo modo, Correia *et al.* (2014) investigaram os determinantes da remuneração dos administradores de companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA.

Conseqüentemente, entende-se que há bastante espaço para a ampliação da literatura relacionada à remuneração dos administradores (executivos e membros do conselho de administração).

2.4 Legislação

Essa subseção trata da Lei das Sociedade por Ações no que se refere às funções legais do Conselho de Administração no Brasil, bem como das Instruções expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários para regulamentar o Formulário de Referência.

2.4.1 Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações)

A Lei das Sociedades por Ações trata do conselho de administração no capítulo XII, dos artigos 138 a 142. A referida lei requer que as companhias abertas disponham do conselho de administração e da diretoria, como órgãos administrativos. O conselho de administração - órgão de deliberação colegiada, de caráter deliberativo e fiscalizador, sendo a representação da companhia privativa dos diretores - deverá ser composto por, pelo menos, três membros, eleitos pela assembleia geral, com prazo de mandato não superior a três anos, permitida a reeleição. A lei também possibilita a participação no conselho de representantes dos empregados, assim como de um representante dos acionistas minoritário, todavia tais conselheiros devem atuar no interesse da organização, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que os elegeram, faltar com os deveres que a norma e o estatuto lhes conferem.

A lei define a competência do conselho de administração em seu artigo 142, como segue:

- I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em vias de celebração, e quaisquer outros atos;
- IV - convocar a assembleia geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;
- V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;
- VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
- IX - escolher e destituir os auditores independentes.

No que concerne à remuneração do conselho, rege a norma que a assembleia geral fixará o montante global e individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às funções, sua competência e reputação profissional. Já, acerca das reuniões do conselho, a lei impõe que as atas de reuniões do conselho de administração que contiverem deliberação destinada a produzir efeitos perante a terceiros, deverão ser arquivadas no registro do comércio e publicadas, bem como aquelas de eleição de conselheiros com a qualificação e o prazo de gestão de cada um dos eleitos.

2.4.2 Instrução Normativa CVM 552/2014

Com o objetivo de aprimorar o cumprimento de boas práticas de governança corporativa nas empresas de capital aberto, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu em outubro de 2014 a Instrução Normativa CVM Nº 552, que contempla alterações em vários dispositivos da IN CVM nº 480/09.

A revisão da Instrução CVM 480/09, no que se refere às alterações do Formulário de Referência visa padronizar as informações e aumentar a transparência, auxiliando assim os investidores nas suas decisões de investimentos. Essas mudanças passaram a vigorar em 1º de janeiro de 2016, em função da necessidade de adaptação do sistema utilizado pelas empresas para gerar e enviar os documentos exigidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

Considerando a problemática do presente estudo, nesse subcapítulo são tratados apenas as alterações pertinentes às informações do conselho de administração, exibidas nos itens 12 - Assembleia e Administração e 13 - Remuneração dos Administradores. A nova versão do Formulário de Referência (FR), no que se refere aos dados do conselho de administração, passou a informar a data de nascimento, a indicação se o conselheiro é considerado membro independente, se caso positivo, qual foi o critério utilizado pelo emissor para determinar a independência, o número de mandatos consecutivos, o percentual de participação nas reuniões realizadas pelo órgão, no último exercício social, que tenham ocorrido após a posse no cargo, em caso de reeleição. Nessa nova versão, os subitens 12.6 e 12.8 foram substituídos pelos subitens 12.5/6.

O Quadro 2 apresenta os subitens 12.5 e 12.6 do Formulário de Referência, indicando em negrito as alterações realizadas pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários.

Quadro 2 – Elementos dos subitens 12.5/6 do Formulário de Referência

Subitem	Conteúdo
12.5	<p>Em relação a cada um dos administradores e membros do conselho fiscal do emissor, indicar, em forma de tabela:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. nome b. data de nascimento c. profissão d. CPF ou número do passaporte e. cargo eletivo ocupado f. data da eleição g. data da posse h. prazo de mandato i. outros cargos ou funções exercidos no emissor j. se foi eleito pelo controlador ou não k. se é membro independente e, caso positivo, qual foi o critério utilizado pelo emissor para determinar a independência l. número de mandatos consecutivos m. informações sobre: <ul style="list-style-type: none"> i. principais experiências profissionais durante os últimos 5 anos ii. indicação de todos os cargos de administração que ocupe em outras sociedades ou organizações do terceiro setor n. descrição de qualquer dos seguintes eventos que tenham ocorrido durante os últimos 5 anos: <ul style="list-style-type: none"> i. qualquer condenação criminal ii. qualquer condenação em processo administrativo da CVM e as penas aplicadas iii. qualquer condenação transitada em julgado, na esfera judicial ou administrativa, que o tenha suspenso ou inabilitado para a prática de uma atividade profissional ou comercial
12.6	<p>Em relação a cada uma das pessoas que atuaram como membro do conselho de administração ou do conselho fiscal no último exercício, informar, em formato de tabela, o percentual de participação nas reuniões realizadas pelo respectivo órgão no mesmo período, que tenham ocorrido após a posse no cargo</p>

No que tange a remuneração do conselho de administração, no item 13 do Formulário de Referência (FR), as principais alterações sobre a remuneração dos administradores são as informações referentes à existência ou não de membros não remunerados; ao número de membros remunerados tanto com relação à remuneração

fixa como à remuneração variável, respectivamente; e às informações sobre o valor médio da remuneração individual.

O Quadro 3 evidencia as alterações realizadas no item 13 do Formulário de Referência, apenas no que diz respeito aos campos utilizados para a presente pesquisa.

Quadro 3 – Subitens do Item 13 do Formulário de Referência

Subitem	Conteúdo
13.1	<p>Descrever a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, abordando os seguintes aspectos:</p> <p>b. composição da remuneração, indicando:</p> <p>v. a existência de membros não remunerados pelo emissor e a razão para esse fato</p>
13.2	<p>Em relação à remuneração reconhecida no resultado dos 3 últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal, elaborar tabela com o seguinte conteúdo:</p> <p>c. número de membros remunerados</p>
13.11	<p>Em forma de tabela, indicar, para os 3 últimos exercícios sociais, em relação ao conselho de administração, à diretoria estatutária e ao conselho fiscal :</p> <p>f. valor médio de remuneração individual (total da remuneração dividido pelo número de membros remunerados)</p>

Fonte: Elaborada pela autora, com base na IN CVM 480/09 após alteração.

2.5 Estudos Empíricos Relacionados

Nesse tópico são apresentadas as pesquisas realizadas a nível internacional sobre a frequência dos membros do conselho às reuniões, o número de reuniões anuais e algumas características do conselho de administração relacionadas com o desempenho da empresa. Também são apresentadas as pesquisas nacionais relacionadas indiretamente com o tema, uma vez que não há pesquisas, no cenário brasileiro, a respeito do tema, conforme mencionado anteriormente. Serão indicados os autores, os objetivos e os principais resultados obtidos, bem como o período dos estudos.

- Pesquisas Internacionais

O tema objeto da presente pesquisa vem sendo estudado em diversos países, no entanto quase que a totalidade desses estudos relacionam o monitoramento do conselho de administração (medido pela frequência nas reuniões, número de reuniões e características específicas dos conselheiros) com o desempenho da empresa. Com exceção da pesquisa de Adam e Ferreira (2008), que investigou a relação entre o comparecimento dos conselheiros às reuniões e as taxas pagas por participação em reuniões. Dessa forma, os estudos em nível internacional contemplam os objetivos e os principais resultados como segue:

Adams e Ferreira (2008) abordaram empiricamente o comportamento da frequência dos conselheiros nas empresas norte americanas, com dados coletados no Centro de Pesquisa de Responsabilidade do Investidor (IRRC) para o período de 1996-2003. A conclusão foi de que os conselheiros têm menos problemas de participação em reunião, quando as gratificações por participação são maiores.

Chou *et al.* (2013) investigaram o comparecimento às reuniões do conselho e o seu efeito no desempenho das empresas não financeiras listadas na Bolsa de valores de Taiwan nos anos de 2006 e 2007, considerando diferentes estruturas de propriedade das empresas e diferentes tipos de conselheiros. Suas principais descobertas mostram que os conselheiros com qualificações mais elevadas são mais propensos a participar das reuniões do conselho. Para os membros independentes, eles são mais propensos a participar da reunião do conselho se fizerem parte do conselho de uma empresa com capital amplamente disperso. Em relação ao impacto dos esforços de trabalho dos conselheiros no desempenho da empresa, os autores descobriram que existe uma associação positiva entre o comparecimento do membro do conselho à reunião e o desempenho da empresa.

Min e Chizema (2015) com intuito de examinar os antecedentes do comparecimento às reuniões dos conselheiros externos, usaram um conjunto de dados exclusivos para as empresas coreanas, onde o sistema de governança corporativa sofreu uma reforma substancial, nos anos de 2002 a 2006. Esse estudo conclui que os conselheiros externos estrangeiros estão menos inclinados a comparecer às reuniões do conselho e que os conselheiros reeleitos são mais propensos a participar das reuniões do conselho. Além disso, os autores descobriram

que os conselheiros ocupados, ou seja, aqueles que sentam em mais de um conselho, são menos dispostos a comparecer às reuniões.

Brick e Chidambaran (2010) examinaram os determinantes da atividade de monitoramento do conselho e seu impacto no valor da empresa para um amplo painel de empresas ao longo do período de 1999 a 2005. Os autores desenvolveram e examinaram várias proxies para o monitoramento do conselho, uma delas está relacionada com o número de reuniões anuais. Assim, na sua análise a respeito da relação entre a atividade de monitoramento do conselho, as características e o valor da empresa, eles descobriram que a atividade do conselho de administração tem um impacto positivo no valor da empresa.

Azim (2007) examina o efeito do monitoramento do conselho de administração sobre o desempenho da empresa no contexto australiano. Esse estudo capta a capacidade de monitoramento do conselho através de diferentes variáveis, entre elas foi observado o tamanho do conselho, o número de reuniões anuais do conselho e a proporção de conselheiros independentes. Seus resultados sugerem que há uma relação significativa entre o monitoramento realizado pelo conselho de administração e o desempenho da empresa.

O Quadro 4 sintetiza os objetivos e os principais resultados das pesquisas internacionais anteriormente descritas.

Quadro 4 – Pesquisas Internacionais

Autores	Ano	Objetivos	Resultados
Min e Chizema	2015	Examinar os antecedentes do comparecimento às reuniões dos conselheiros externos.	Os conselheiros reeleitos são mais propensos a participar das reuniões do conselho, porém os membros externos e os conselheiros ocupados estão menos inclinados a comparecer às reuniões.
Chou <i>et al.</i>	2013	Investigar o comparecimento nas reuniões do conselho e o seu efeito no desempenho das empresas.	Existe uma associação positiva entre o comparecimento do membro do conselho à reunião e o desempenho da empresa.
Brick e Chidambaran	2010	Examinar os determinantes da atividade de monitoramento do conselho e seu impacto no valor da empresa.	A atividade do conselho de administração tem um impacto positivo no valor da empresa.
Adams e Ferreira	2008	Investigar o comportamento da frequência dos diretores externos e a relação com a gratificação por comparecimento às reuniões.	Os conselheiros têm menos problemas de participação em reunião, quando as gratificações por participação são maiores.
Azim	2007	Examinar o efeito do monitoramento do conselho de administração sobre o desempenho da empresa.	Há uma relação significativa entre o monitoramento realizado pelo conselho de administração e o desempenho da empresa.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos autores mencionados.

Com base nas pesquisas realizadas entre 2007 e 2008, a respeito da atividade do conselho de administração, nota-se que as variáveis frequência dos conselheiros, bem como o número de reuniões anuais sempre estão presentes para mensurar o esforço do conselho de administração. Outras variáveis também importantes são as relacionadas com as características do conselho, como independência do conselho, conselhos interconectados e número de mandatos. Assim, os resultados revelam uma relação positiva do desempenho das companhias quando relacionado com o esforço do conselho de administração.

- Pesquisas Nacionais Indiretamente Relacionadas com o Tema

No Brasil, a literatura relacionada ao tema específico é escassa, porém, foram selecionados estudos que pesquisaram a estrutura da governança corporativa, representada pela composição do conselho de administração, o perfil de seus membros, assim como a remuneração dos conselheiros e executivos.

Dutra (2002) investigou o perfil dos conselhos de administração de 142 companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, no ano de 1999. O autor avaliou o grau de independência do conselho em relação aos acionistas controladores e as características das empresas que pudessem influenciar a composição do conselho de administração. Os resultados indicaram que os órgãos são amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores e que há indícios de baixa utilização de mecanismos que permitem a representação das minorias acionárias no conselho de administração.

Silva *et al.* (2013) avaliaram se a composição dos conselhos de administração afeta o valor e o desempenho das empresas brasileiras de energia elétrica com ações negociadas na BM&FBOVESPA, no período de 2005 a 2010. Os resultados apontam que o tamanho e a independência do conselho de administração apresentaram uma relação positiva com as variáveis de desempenho, ao contrário da porcentagem de mulheres no conselho.

Correia *et al.* (2014) analisaram os instrumentos internos do sistema de governança corporativa que influenciam a remuneração dos administradores de empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA ao longo de 10 anos. Os

achados do estudo sugerem que a remuneração está associada à independência do Conselho, a maior participação de investidores institucionais no capital e, também, ao tamanho da empresa. Os autores concluem que a remuneração dos administradores de companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA é, em parte, explicada pelos instrumentos de governança relativos ao Conselho de Administração e à estrutura de propriedade.

Oliva e Albuquerque (2007) estudaram a existência de alinhamento entre o sistema de remuneração de executivos e conselheiros com a estrutura de governança corporativa, composta pelo presidente do conselho de administração, os conselheiros, o *CEO* e a diretoria executiva, das empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, no ano de 2004. Os resultados do estudo demonstram que houve alinhamento entre a estrutura de governança corporativa e o sistema de remuneração dos administradores, porém a preocupação com eventuais excessos na prática da remuneração variável não é tão expressiva. Segundo os autores, o que de fato se observou aqui foi o contínuo acompanhamento dos resultados operacionais e financeiros e uma preocupação em mostrar aos investidores que a empresa possui controles confiáveis, e que a remuneração é um dos elementos periodicamente auditado e cuidado.

Peixoto e Buccini (2013) analisaram a evolução da estrutura de propriedade e controle de empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, nos anos de 2004, 2006, 2008, e possíveis desdobramentos de mudanças nessa estrutura sobre o desempenho da amostra analisada. Os achados indicam que no Brasil ainda há alta concentração de controle em poder de poucos acionistas, no entanto, o percentual de empresas com esse perfil vem diminuindo no período estudado. No que tange à relação entre estrutura de propriedade e valor/performance, constatou-se que firmas com estrutura mais concentrada possuem menor valor e menor desempenho.

O Quadro 5 sintetiza os objetivos e os resultados obtido nos estudos nacionais referidos.

Quadro 5 – Pesquisas Nacionais

Autores	Ano	Objetivos	Resultados
Correia <i>et al</i>	2014	Analisar os instrumentos internos do sistema de governança corporativa que influenciam a remuneração dos administradores.	A remuneração dos administradores está associada à independência do Conselho, a maior participação de investidores institucionais no capital e, também, ao tamanho da empresa.
Peixoto e Buccini	2013	Analisar a evolução da estrutura de propriedade e controle de empresas de capital aberto e possíveis desdobramentos de mudanças nessa estrutura sobre o desempenho da amostra analisada.	Ainda há alta concentração de controle em poder de poucos acionista. As firmas com estrutura mais concentrada possuem menor valor e menor desempenho, no que tange à relação entre estrutura de propriedade e valor.
Silva <i>et al.</i>	2013	Avaliar se a composição dos conselhos de administração afeta o valor e o desempenho da empresa.	O tamanho e a independência do conselho de administração apresentaram uma relação positiva com as variáveis de desempenho, ao contrário da porcentagem de mulheres no conselho.
Oliva e Albuquerque	2007	Analisar a existência de alinhamento entre o sistema de remuneração de executivos e conselheiros com a estrutura de governança corporativa.	Há alinhamento entre a estrutura de governança corporativa e o sistema de remuneração dos administradores, porém a preocupação com eventuais excessos na prática da remuneração variável não é tão expressiva.
Dutra	2002	Investigar o perfil dos conselhos de administração das companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA.	Os órgãos são amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores e há indícios de baixa utilização de mecanismos que permitem a representação das minorias acionárias no conselho de administração.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos autores mencionados.

Com base nos estudos realizadas no Brasil, é possível inferir que a composição do conselho de administração associada à remuneração dos administradores e ao valor da empresa vem sendo analisada com frequência. Nos estudos mencionados, observa-se que as variáveis tamanho, independência do conselho, bem como outros mecanismos internos de governança corporativa apresentam relacionamento positivo com a remuneração dos administradores. Ainda, as pesquisas demonstram a presença de conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários por causa da alta concentração de propriedade.

2.6 Desenvolvimento das Hipóteses

As hipóteses do presente estudo foram elaboradas a partir da teoria de agência, considerando a importância do papel do conselho de administração no monitoramento da alta administração para mitigar os conflitos entre acionistas e gestores, bem como entre acionistas majoritários e minoritários

Conforme demonstrado, as pesquisas anteriores evidenciam uma forte relação entre a presença dos membros do conselho às reuniões e o desempenho da empresa. Enquanto alguns estudos dão ênfase à relação entre o monitoramento do conselho - medido pela participação dos membros nas reuniões - e o desempenho da empresa, outros relacionam o monitoramento com as características do conselho, como a independência do conselho, o número de mandato e a ocupação do conselheiro. Destaca-se também que apenas uma pesquisa relacionou a frequência dos conselheiros com a remuneração. Desse modo, levando em consideração que os resultados dos estudos apresentados em sua totalidade demonstraram uma associação positiva com o desempenho da empresa, espera-se na presente pesquisa que também haja uma relação positiva entre a frequência dos conselheiros, o número de reuniões e a remuneração do conselho de administração.

Considerando os estudos realizados sobre o tema e as recentes alterações efetuadas no Formulário de Referência, através da IN CVM 552/14, em que as empresas de capital aberto listadas são obrigadas a divulgar o percentual de participação nas reuniões realizadas pelo conselho de administração, bem como as informações sobre o valor médio da remuneração individual dos administradores e com intuito de explorar o tema no cenário empresarial brasileiro, desenvolveu-se a seguinte hipótese:

H₁: Existe uma relação positiva entre a remuneração do conselho de administração e a frequência de seus membros às reuniões.

Além das recentes mudanças na legislação brasileira, na presente pesquisa, baseada nos estudos apresentados, também se examinou o número de reuniões anuais realizadas pelo conselho. A hipótese a seguir foi desenvolvida considerando o número de reuniões do conselho e a remuneração dos conselheiros:

H₂: Existe uma relação positiva entre a remuneração do conselho de administração e o número de reuniões do conselho.

As duas hipóteses levantadas permitem analisar se os esforços dos conselheiros no monitoramento da gestão são refletidos numa melhor remuneração.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O capítulo 3 aborda os procedimentos metodológicos utilizados para alcançar os objetivos propostos na pesquisa, compreendendo a sua classificação, a população, a amostra e a forma de coleta e tratamento de dados, bem como a definição das variáveis, o modelo de regressão e a limitação do método.

3.1 Classificação da Pesquisa

A pesquisa é de natureza aplicada quanto à classificação, pois sua finalidade é a aquisição de conhecimento a respeito da relação entre a remuneração do conselho de administração e a frequência de seus membros, visando responder um problema específico. Quanto ao objetivo, trata-se de uma pesquisa explicativa, visando estabelecer relações de causa-efeito por meio da manipulação direta das variáveis relativas ao objeto de estudo. Segundo Gil (2010), a pesquisa explicativa tem como objetivo básico a identificação dos fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência de um fenômeno. É o tipo de pesquisa que mais aprofunda o conhecimento da realidade, pois tenta explicar a razão e as relações de causa e efeito dos eventos. A abordagem do problema é marcadamente quantitativa, uma vez que os dados foram tratados por meio de técnicas estatísticas. Quanto ao procedimento técnico adotado para a coleta de dados, que segundo Gil (2010) é o elemento mais importante para a identificação de um delineamento, esse estudo é classificado como documental, já que foram coletados dados no formulário de referência e nos demais relatórios publicados pelas companhias que fazem parte da amostra.

3.2 População e Amostra

A população do presente estudo consiste em 369 empresas com ações negociadas na BMF&BOVESPA nos anos de 2015 e 2016. O levantamento dessas empresas foi realizado no *software* economatica® em 15/03/2017. O período para análise engloba os exercícios sociais de vigência da Instrução CVM 552/14, que exige a inclusão no subitem 12.5/6 do FR, do percentual de participação nas reuniões realizadas pelo conselho de administração, bem como das informações relacionadas às características dos membros do conselho, entre elas a data de nascimento, o

número de mandato consecutivo e o critério utilizado pela empresa para determinar a independência dos membros externos.

As empresas do setor financeiro foram excluídas da população, pois elas possuem regras específicas regidas por legislação própria proveniente do Banco Central. Da mesma forma, as empresas classificadas como *holdings*, que possuem como limitação o fato de não apresentar receita de vendas ou serviços, foram desconsideradas.

Além disso, foram retiradas da população inicial as empresas que não divulgaram informações a respeito da variável dependente – remuneração dos conselheiros. Há um número relevante de empresas que, na data da coleta de dados, estavam dispensadas de divulgar a remuneração dos administradores, haja vista a liminar obtida pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças do Rio de Janeiro (IBEF/RJ), que liberou as companhias associadas de cumprir a exigência da Comissão de valores Mobiliários (CVM) de publicação da remuneração máxima, média e mínima de conselheiros e diretores. Uma vez que essas empresas fazem parte da amostra, a análise da remuneração se restringiu às empresas que divulgaram tal informação.

Por fim, também não foram consideradas as empresas que estavam em recuperação judicial no período, bem como aquelas que não possuem os dados necessários para a execução desse estudo. Sendo assim, a amostra contou com 122 empresas, num total de 244 observações, conforme demonstrado na tabela 1.

Tabela 1 – Estrutura amostral de Empresas

População	369
(-) Empresas financeiras	(87)
(-) <i>Holdings</i> (participações)	(98)
(-) Empresas com liminar do IBEF	(26)
(-) Empresas com informações incompletas	(36)
Amostra	122

Fonte: Elaborada pela autora (2018).

3.3 Coleta, Tratamento e Análise dos Dados

Após o levantamento das empresas realizado no sistema *economática*®, foram coletados os dados das demonstrações contábeis (Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício), necessários para a determinação das variáveis de controle financeiras, bem como as informações a respeito das características da empresa disponíveis no *software*:

- a) Ativo Total;
- b) Ativo Circulante;
- c) Ativo Não-Circulante;
- d) Imobilizado;
- e) Depreciação e Amortização;
- f) Passivo Circulante;
- g) Passivo Não-Circulante;
- h) Patrimônio Líquido;
- i) Receita Líquida;
- j) Lucro Bruto;
- k) Lucro Líquido;
- l) Setor de atuação;
- m) Segmento de Listagem.

Ainda em relação às variáveis de controle, que não foram obtidas no *software* *economática*®, como o tamanho da empresa de auditoria e a espécie de controle acionário, foram pesquisadas nos formulários disponíveis no sítio da BM&FBovespa. Para a obtenção do tamanho da empresa de auditoria foi acessado o FR, Subitens 2.1/2 – identificação e remuneração dos auditores. Já para o tipo de controle acionário foi utilizado o formulário cadastral, no item tipo de registro.

As demais informações a respeito da remuneração, frequência às reuniões, número de reuniões, características do conselho de administração, bem como as características de seus membros foram obtidas através do formulário de referência. Cabe salientar que um número bem expressivo de empresas não divulgou no formulário de referência, como exigido pela Comissão de Valores Mobiliários, as informações a respeito do número de reuniões ocorridas no exercício social e do

percentual de presença do conselheiro nas reuniões. Além da falta de divulgação, houve muitas divergências nas informações publicadas. Nessa situação, foi necessário realizar *download* das atas de reuniões do sítio da BM&FBOVESPA, sendo examinadas 1342 atas no ano de 2015 e 605 atas no ano de 2016. Para a análise das características e da remuneração do conselho de administração e de seus membros, todos os dados foram obtidos por meio do formulário de referência nos itens 12.5/6, 12.7/8, 13.2 e 13.11. Seguem as características coletadas:

- a) tamanho do conselho;
- b) número de reuniões;
- c) nome do conselheiro;
- d) idade;
- e) gênero;
- f) área de formação;
- g) nível de escolaridade;
- h) número de conselheiros independente;
- i) número de conselheiros interconectados;
- j) número de conselheiros participantes em comitês;
- k) tempo de mandato;
- l) percentual de presença nas reuniões; e
- m) remuneração.

Destaca-se que no ano de 2015, antes das alterações no FR, as informações referentes à data de nascimento do conselheiro não estavam expressas no referido documento. Outra informação omitida é o gênero do membro do conselho, que em muitos casos não sendo possível deduzi-lo pelo nome, fez-se necessário pesquisar na internet.

O Formulário de Referência – documento de elaboração e divulgação obrigatória pelas companhias de capital aberto a partir da promulgação da IN CVM 480/09 - foi o principal relatório a ser consultado. Ele contém informações a respeito da remuneração do conselho de administração, do número de reuniões, do percentual de participações de seus integrantes nas reuniões e dos critérios utilizados na escolha dos membros independentes, bem como características dos conselheiros, tais como

o gênero, a idade, o número de mandatos consecutivos, o prazo de mandato, a participação em outros conselhos, entre outros.

Após a coleta dos dados, as variáveis do modelo foram organizadas em dados de painel, com o auxílio do *Data Analysis and Estatitiscal Software (Stata)* e em seguida foram submetidas ao procedimento de *winsorizing*, no qual foram definidos um limite superior (99%) e um limite inferior (1%), visando limitar os valores extremos da amostra.

3.4 Variáveis da Pesquisa

Nesta seção são apresentadas as variáveis dependente, independente e de controle, que foram selecionadas para o presente estudo.

3.4.1 Variável Dependente

A variável dependente utilizada nessa pesquisa é a remuneração do conselho de administração: Rem_{it} = remuneração média do conselho de administração da empresa i no ano t . Essa variável foi medida pela razão entre a remuneração total do conselho de administração e o número de conselheiros.

3.4.2 Variáveis Independentes

As variáveis independentes destinadas a verificar a relação da remuneração do conselho de administração com a frequência de seus membros e o número de reuniões são as seguintes:

- a) Fr_{it} = média da frequência do conselho nas reuniões da empresa i no ano t , expressa pelo percentual de frequência dos conselheiros nas reuniões do período;
- b) $Meet_{it}$ = número de reuniões do conselho da empresa i no ano t , expressa pelo número de reuniões realizadas no período.

3.4.3 Variáveis de Controle

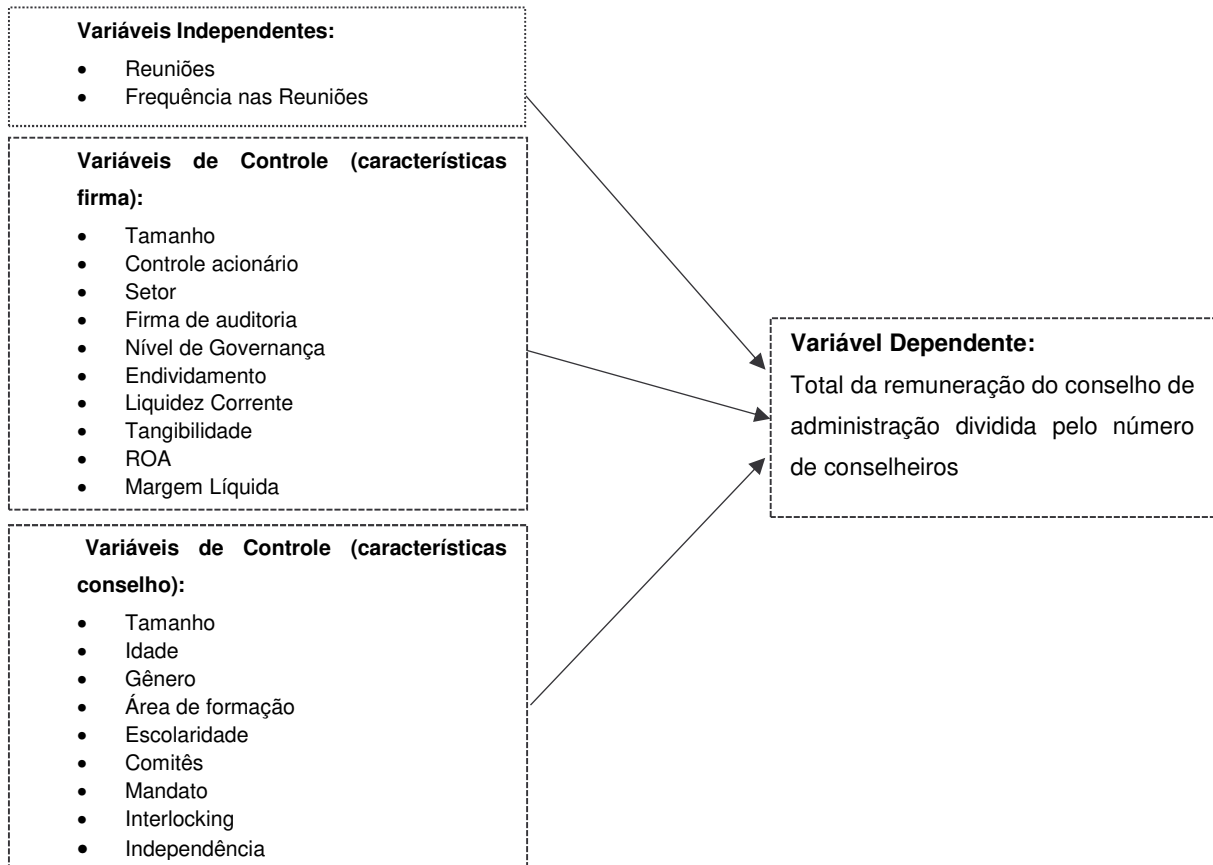
Como variáveis de controle foram utilizadas diversas características da empresa, do conselho de administração, assim como do conselheiro, escolhidas predominantemente em estudos precedentes.

- a) $Firmsize_{it}$ = tamanho da empresa i no período t , representada pelo logaritmo da receita de vendas;
- b) $Bigfour_{it}$ = tamanho da firma de auditoria que prestou serviços na empresa i no período t , expressa por meio de uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a auditoria for realizada por uma Big Four e 0 caso contrário;
- c) $Control_{it}$ = espécie de controle acionário da empresa i no período t , representada por variáveis *dummies*;
- d) Set_{it} = setor econômico da empresa i no período t , expresso por variáveis *dummies*;
- e) NGC_{it} = nível de governança corporativa da empresa i no período t , expresso por meio de uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa faz parte do segmento novo mercado e 0 caso contrário;
- f) LC_{it} = liquidez corrente da empresa i no período t , mensurada pela razão entre o ativo circulante e o passivo circulante;
- g) $Endiv_{it}$ = endividamento da empresa i no período t , mensurado pela razão entre o passivo total e o ativo total;
- h) $Tang_{it}$ = tangibilidade dos ativos da empresa i no período t , mensurado pela razão entre o imobilizado e o ativo total;
- i) ROA_{it} = retorno sobre o ativo da empresa i no período t , mensurado pela razão entre o lucro líquido e o ativo total;
- j) ML_{it} = margem líquida da empresa i no período t , expressa pela razão entre o lucro líquido e a receita líquida de vendas;
- k) $Boardsize_{it}$ = tamanho do conselho da empresa i no período t , expresso pelo número de conselheiros;
- l) $Boardind_{it}$ = independência do conselheiro da empresa i no período t , expressa por meio de uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o conselheiro é independente e 0 caso contrário;

- m) $Interlock_{it}$ = conselheiros interconectados da empresa i no período t , por meio de uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o conselheiro participa de mais de um conselho de administração e 0 caso contrário;
- n) Gn_{it} = Gênero do membro do conselho da empresa i no período t , representada por uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o conselheiro é do sexo feminino e 0 caso contrário;
- o) Age_{it} = idade média do conselho da empresa i no período t , expressa em número de anos;
- p) $Mand_{it}$ = prazo do mandato do conselheiro da empresa i no período t , expresso pelo número de anos de duração do mandato;
- q) $Form_{it}$ = área de formação do conselheiro da empresa i no período t , expressa por variáveis *dummies*;
- r) $Grad_{it}$ = nível de escolaridade (graduação) do conselheiro da empresa i no período t , representado por uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o conselheiro possui graduação e 0 caso contrário;
- s) $Poslato_{it}$ = nível de escolaridade (pós-graduação lato senso) do conselheiro da empresa i no período t , representado por uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o conselheiro possui especialização ou *MBA* e 0 caso contrário;
- t) $Posstricto_{it}$ = nível de escolaridade (pós-graduação stricto senso) do conselheiro da empresa i no período t , representado por uma variável *dummy*, que assume o valor de 1 se o conselheiro possui mestrado ou doutorado e 0 caso contrário.

A Figura 1 apresenta a variável dependente, bem como as variáveis independentes e de controle.

Figura 1 – Relação das Variáveis



Fonte: Elaborada pela autora (2018).

- Tamanho da empresa (*Firmsize*)

O tamanho da empresa tem sido introduzido com frequência na pesquisa empírica como uma variável de controle para explicar os níveis de remuneração dos executivos e conselheiros.

Baker & Hall (2004) destacam que a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas tende a aumentar com o tamanho das organizações, bem como Crespí-Cladera e Gispert (2003), que encontraram resultado significativo e positivo entre o tamanho da empresa e a remuneração do conselho de administração.

Correia *et al.* (2014) analisaram os determinantes da remuneração dos dirigentes de empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA e o resultado da

investigação demonstrou que a remuneração está associada positivamente ao tamanho da empresa.

Complementarmente Farrell *et al.* (2008); Brick *et al.* (2006); Focke *et al.* (2017); Fernandes (2005); Aguiar *et al.* (2014), que realizaram pesquisas a respeito da remuneração dos conselheiros, evidenciaram que o tamanho da empresa tem uma influência positiva e significativa na remuneração do conselho de administração.

Dessa forma, espera-se que a relação entre a remuneração do conselho de administração e a variável tamanho seja positiva.

Como proxy para o tamanho da empresa, semelhante a Bizjak *et al.* (2007); Faleye *et al.* (2013); Farrell *et al.* (2008); Fich e Shivdasani (2005), utilizou-se o logaritmo natural da receita de vendas.

$$Size = \log \text{ da Receita de Vendas}$$

- Tamanho da firma de auditoria (*Bigfour*)

A variável de controle *Bigfour* representa o tamanho da firma de auditoria que presta serviços às empresas da amostra. Estudos anteriores sugerem que os procedimentos de auditoria utilizados e a alta qualidade dos serviços prestados pelas empresas líderes mundiais no setor aumentam a acurácia da informação contábil que auxiliam os investidores a identificar bons e maus investimentos (BUSHMAN; SMITH, 2001), bem como a mitigar os conflitos de agência.

Desse modo, espera-se uma associação positiva entre a remuneração dos conselheiros e a presença das empresas determinadas pela variável *Bigfour*.

Para a operacionalização da variável que representa o tamanho da firma de auditoria, utilizou-se uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se a empresa for auditada pelas firmas classificadas como Big Four (Delloite, Ernest & Young, KPMG, PricewaterhouseCoopers) e 0 caso contrário.

- Controle Acionário (*Control*)

Em relação ao controle acionário, Abramov *et al.* (2017) examinaram a influência da participação do Estado na estrutura de propriedade das empresas em sua eficiência financeira e concluíram que as empresas estatais têm um desempenho pior que as empresas privadas. Por outro lado, Ang e Ding (2006) estudaram a

estrutura/controlo de empresas de Singapura ligadas ao governo e descobriram que as empresas estatais, em média, exibem avaliações mais altas do que as empresas privadas.

Como o resultado da empresa é um dos fatores que podem influenciar a remuneração tanto dos executivos quanto dos conselheiros, foi acrescentada nesse estudo a variável de controle *Control* em forma de *dummy*.

A Tabela 2 evidencia a espécie de controle acionário, sendo classificada como estatais, estrangeiras e privadas.

Tabela 2 – Tipo de Controle Acionário das Entidades Pesquisadas

Tipo de Controle Acionário	Nº empresas	%
Estatual	20	8
Estrangeiro	10	4
Privado	214	88
Total	244	100

Fonte: Elaborada pela autora (2018).

- **Setor Econômico** (*Set*)

Estudos precedentes têm relacionado o setor econômico da empresa à remuneração do conselho de administração, incluindo variáveis de setor para controlar seus efeitos na remuneração do conselheiro. Dah e Frye (2017) incluíram variáveis *dummies* de setor baseadas nas definições de 48 indústrias de Fama e French (1997). Farrell *et al.* (2008), que analisaram como as empresas ajustam a remuneração dos conselheiros, descobriram que o setor é significativo na determinação do nível de mercado da remuneração total do membro do conselho.

Ferris *et al.* (2018) evidenciaram que há diferenças significativas no pagamento total e no percentual de remuneração baseada em ações em todos os setores. Eles afirmam que os conselheiros mais bem pagos atuam nos setores de atacado e varejo, energia e produtos químicos. Adams (2003) também encontrou uma relação positiva e significativa entre a variável *set* (*industry*) expressa por meio de *dummies* e o esforço do conselho de administração usando como medida a remuneração do conselho.

Isso posto, foi acrescentada na pesquisa a variável de setor econômico *Set* em forma de *dummies*.

A Tabela 3 contém os dados dos setores que compõem a amostra, bem como o número de entidades por setor.

Tabela 3 – *Dummies* de Setor

Setor Econômico	Nº Empresas	Participação
Consumo Cíclico	86	35%
Bens Industriais	48	20%
Utilidade Pública	36	15%
Consumo não-cíclico	22	9%
Materiais Básicos	22	9%
Saúde	20	8%
Tecnologia da Informação	8	3%
Telecomunicações	2	1%
Total	244	100%

Fonte: Elaborada pela autora (2018).

- **Nível de Governança Corporativa** (*NGC*)

As empresas que participam do segmento de listagem Novo Mercado – nível mais elevado de exigência de governança corporativa – assumem o compromisso, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança e divulgação de informações adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Melhorando, assim, a transparência na relação com os investidores.

Crespí-Cladera e Gispert (2003) estudaram o impacto da estrutura de governança de uma empresa na relação entre a remuneração e o desempenho da empresa e chegaram à conclusão de que a estrutura de governança corporativa das empresas pesquisadas é relevante ao explicar o poder da relação remuneração-desempenho.

Visando identificar se o maior nível de transparência das entidades afeta a remuneração do conselho de administração, utilizou-se uma variável *dummy*, adotando o valor 1 para as empresas que fazem parte do segmento novo mercado e 0 caso contrário.

Assim, espera-se que o sinal da relação entre o nível diferenciado de governança corporativa e a remuneração do conselho seja positiva.

- **Liquidez Corrente** (*LC*)

Assaf Neto *et al.* (2006) explicam que índice de Liquidez Corrente mede o percentual das dívidas de curto prazo em condições de serem liquidadas mediante o uso de ativos monetários de maior liquidez.

Esse índice é considerado, na maioria dos casos, como o melhor indicador da capacidade de pagamento da empresa. O resultado do cálculo indica quanto a empresa possui de ativos conversíveis em dinheiro no curto prazo para cada R\$ 1,00 de dívida de curto prazo. (HOJI, 2000).

Bryan *et al.* (2000), que pesquisaram sobre os determinantes econômicos da remuneração dos membros externos do conselho de administração, descobriram que a remuneração baseada em ações mais a remuneração em *cash* dos conselheiros está positivamente relacionada à liquidez da empresa.

Em contrapartida, Dah e Frye (2017) testaram a variável liquidez e constataram uma associação negativa e significativa entre a referida variável e a remuneração do conselho. Eles afirmam que empresas com baixa liquidez podem ter grandes oportunidades de crescimento e conseqüentemente podem remunerar melhor seus conselheiros.

Diante disso, espera-se que a variável *LC* possa apresentar tanto um coeficiente positivo quanto um coeficiente negativo, quando relacionada à remuneração do conselho de administração.

Como proxy para medir a solidez financeira da empresa, empregou-se a relação entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante, conforme Marion (2000), Iudícibus (1998) e Assaf Neto (2006):

$$LC = \frac{\textit{Ativo Circulante}}{\textit{Passivo Circulante}}$$

- **Endividamento** (*Endiv*)

Em relação à saúde financeira da empresa, diversos estudos anteriores relacionaram o endividamento da empresa com a remuneração do conselho de administração. (FAMA; FRENCH, 1998; LAHLOU; NAVATTE, 2017; ANDREAS *et al.*, 2012; FEDASEYEU *et al.* 2018; WU, 2013). Brick *et al.* (2006) afirmam que o aumento

da dívida pode indicar a exigência de mais monitoramento por parte da empresa, uma vez que seu patrimônio está se desgastando. Os mesmos autores encontraram uma relação positiva entre a dívida e a remuneração do conselheiro, sugerindo que a necessidade de monitoramento pode resultar em uma remuneração mais alta. Grossman e Hart (1982) afirmam que a dívida pode desempenhar um papel disciplinar e mitigar os custos de agência decorrentes do excesso de investimento.

Por outro lado, Crespí-Cladera e Gispert (2003) não conseguiram confirmar que o endividamento da empresa tem um papel significativo no estabelecimento de políticas de remuneração do conselho de administração. Já Bryan *et al.* (2000) encontraram uma relação negativa e significativa entre a remuneração do conselheiro e o endividamento.

Desse modo, com intuito de controlar possíveis impactos na situação financeira das empresas da amostra, foi acrescentada a variável de controle *Endiv*. Para esse coeficiente, em consonância com os resultados dos estudos anteriores mencionados, espera-se obter um sinal tanto positivo quanto negativo na associação do endividamento da empresa com a remuneração do conselho de administração.

Como proxy para endividamento da empresa, empregou-se a relação entre o passivo total e o ativo total.

$$Endiv = \frac{Passivo\ Total}{Ativo\ Total}$$

- **Tangibilidade** (*Tang*)

Determinados estudos também evidenciam a relação entre a remuneração do conselho de administração e a imobilização do patrimônio líquido da entidade.

Bruni (2000) explica que o quociente expresso pelo índice de imobilização do patrimônio líquido representa o quanto dos recursos próprios está aplicado no ativo imobilizado. Segundo o mesmo autor, quanto menos recursos dos sócios estiverem aplicados no Imobilizado, melhor seria a folga financeira da empresa.

Aguir *et al.* (2014) incluíram a variável tangibilidade dos ativos na sua pesquisa sobre o impacto da proteção de responsabilidade do diretor na remuneração, tendo como resultado uma associação negativa entre a remuneração do conselheiro e a

imobilização dos ativos. Brick *et al.* (2006) também evidenciaram que a remuneração total do conselheiro é negativamente relacionada a medida de ativos tangíveis.

Isso posto, foi considerada nesse estudo a variável *Tang*, expressa pela razão entre o ativo imobilizado e o ativo total observada no período em questão.

Para esse coeficiente, espera-se uma relação negativa com a remuneração do conselho.

$$Tang = \frac{Imob}{AT}$$

- Retorno sobre o Ativo (*ROA*)

Presume-se que empresas com melhor desempenho tendem a pagar uma melhor remuneração a seus conselheiros e executivos. Crespí-Cladera e Gispert (2003) abordaram a variável contábil *ROA* para medir o impacto da estrutura de governança na relação entre remuneração e desempenho e seus resultados confirmaram uma relação positiva entre o desempenho e a remuneração do conselho de administração. Andreas *et al.* (2012), Dah e Frye (2017) e Ferris *et al.* (2018) também encontraram associação positiva e significativa na relação entre a variável de desempenho e a remuneração dos diretores.

Em consonância com os resultados dos estudos realizados, espera-se que o sinal da relação entre a remuneração dos conselheiros e a variável *ROA* seja positiva.

Como proxy para medir o retorno sobre os ativos, aplicou-se a relação entre o lucro líquido e o ativo total.

$$ROA = \frac{LL}{AT}$$

- Margem Líquida (*ML*)

Blatt (2001) relata que o coeficiente de margem líquida mede a eficiência total da empresa em gastar dinheiro (despesas) para fazer dinheiro (vendas). Demonstrando o desempenho da empresa ao controlar custos em relação aos níveis de vendas. A margem líquida de um negócio depende substancialmente da indústria

na qual ele se insere e do giro que ele é capaz de proporcionar. De modo geral, quanto mais alta a margem líquida, melhor a situação financeira da empresa. (BRUNI, 2000).

Ferris *et al.* (2018) na pesquisa a respeito da relação do conselheiro ocupado e a remuneração utilizaram a margem de lucro como variável dependente para conhecer o efeito da compensação baseada em ações do membro do conselho no desempenho da empresa. Seus achados evidenciaram uma associação positiva e significativa entre a remuneração baseada em ações e o desempenho da empresa, representado pela margem de lucro.

Nesse estudo, espera-se um sinal positivo para o coeficiente da variável *ML*.

Como proxy para medir o desempenho da empresa em relação ao controle dos custos, empregou-se a razão entre o lucro líquido e as vendas líquidas, conforme Blatt (2001), Bruni (2000) e Ludícibus (1998):

$$ML = \frac{LL}{VL}$$

- **Tamanho do conselho de administração** (*Firmsize*)

Outra variável frequentemente estudada se refere ao tamanho do conselho. O tamanho do conselho de administração representa o número de membros do conselho durante cada ano fiscal. Barontini e Bozzi (2011) investigaram as relações entre a propriedade corporativa e o nível de remuneração do conselho de administração de empresas listadas na bolsa de valores italiana e os resultados da pesquisa indicam que a alta remuneração do conselho dentro das empresas familiares está relacionada ao reduzido tamanho do conselho.

Dah e Frye (2017) desenvolveram um modelo para prever a remuneração esperada ou normal dos membros do conselho corporativo e descobriram que os conselhos maiores estão associados a uma menor remuneração adicional aos conselheiros. Eles afirmam que se a remuneração do conselho for vista em conjunto, ter um conselho maior pode reduzir a remuneração por conselheiro.

Por outro lado, Ferris *et al.* (2018), que estudaram como a ocupação do conselheiro afeta a remuneração global, encontraram uma associação positiva entre a remuneração do diretor e o tamanho do conselho. Theeravanich (2013) também

descobriu que há uma forte associação positiva e significativa entre o tamanho do conselho e a remuneração dos conselheiros em empresas não familiares.

Sendo assim, foi incluída nessa pesquisa a variável *Boardsize* e se espera que ela possa apresentar tanto um coeficiente negativo quanto um coeficiente positivo quando relacionada à remuneração do conselho de administração.

Como proxy para o tamanho do conselho, utilizou-se o número de membros do conselho durante o ano fiscal.

$$boardsize = \text{número de conselheiros}$$

- Independência do Conselho de Administração (*Boardind*)

Estudos precedentes evidenciam que o maior número de membros independentes no conselho de administração aumenta a eficácia do conselho no desempenho de sua função principal, que é supervisionar a administração da empresa.

Ryan Jr e Wiggins III (2004) examinaram as relações entre a remuneração do conselheiro e a independência do conselho de administração e evidenciaram que os conselheiros independentes têm uma vantagem de barganha sobre o *CEO* que resulta em uma remuneração mais alinhada com os objetivos dos acionistas. Segundo os autores, na medida em que o *CEO* tem poder sobre o conselho, a estrutura de remuneração oferece incentivos mais fracos para o monitoramento.

Ertugrul e Hedge (2008) afirmaram que a independência do conselho está positivamente relacionada à remuneração baseada em ações. Os resultados de Ferris *et al.* (2018) também mostram uma associação positiva entre a independência do conselho e o tamanho do pacote de remuneração dos conselheiros. Ainda, Fernandes (2008) investigou a relação entre a remuneração do conselho e o desempenho da empresa, constatando que os salários são mais altos quando as empresas têm mais membros não executivos no conselho.

Diante disso, pressupõe-se que empresas com elevado número de conselheiros independentes oferecem maior remuneração ao conselho com a finalidade de reduzir os conflitos entre acionistas e gestores. Assim, foi incluída nessa pesquisa a variável *Boardind* e se espera que a mesma possa afetar positivamente a remuneração do conselho de administração.

Para a operacionalização da variável denominada *Boardind* utilizou-se uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o conselheiro é independente e 0 caso contrário.

- **Interlocking** (*Interlock*)

A relação entre diretores interligados e a remuneração tem sido objeto de estudo e de discussão nos últimos anos, buscando associações existente entre si. Conselheiros que participam de múltiplas diretorias podem receber uma remuneração mais alta, consistente com suas maiores habilidades e extensas redes. (FERRIS *et al.*,2018). Os mesmos autores descobriram que os diretores ocupados recebiam uma remuneração significativa de cada nomeação da diretoria, o que é consistente com a noção de que diretores ocupados são vistos como benéficos para as empresas por causa do conhecimento, experiência e conexões. Dah e Frye (2017) afirmam que as entidades com diretores interligados estão associadas a uma maior compensação total.

Por outro lado, Fich e Shivdasani (2006) se concentraram em conselhos nos quais a maioria dos conselheiros participa de três ou mais diretorias e pesquisaram o efeito que esses diretores ocupados exercem sobre os negócios. Esses autores descobriram que as empresas com uma maioria de conselheiros interligados (ocupados) exibem índices de desempenho menores do que outras empresas.

Brick *et al.* (2006) acreditam que diretores altamente remunerados são mais propensos a serem interligados. Assim, espera-se que os conselhos com maioria de diretores interligados consigam extrair maiores remunerações.

Para a operacionalização da variável denominada *Interlock*, utilizou-se uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o conselheiro é interconectado e 0 caso contrário.

- **Gênero** (*Gn*)

A variável de controle *Gn* foi incluída porque a literatura sugere uma diferença salarial entre conselheiros dos sexo feminino e masculino. Adams e Ferreira (2009) e Ahern e Dittmar (2012) concluem que a representação feminina pode ter um impacto

significativo nos resultados do conselho e no valor da empresa, o que pode influenciar a remuneração das diretoras do sexo feminino.

Fedaseyeu *et al.* (2018) acreditam que uma das razões pelas quais o gênero pode estar relacionado à compensação é que as entidades podem valorizar conselhos com diversidade de gênero. Na pesquisa sobre a relação das qualificações dos conselheiros e sua remuneração, tais autores constataram que as diretorias femininas têm uma remuneração um pouco menor em relação às masculinas.

Complementarmente, Dah e Frye (2017) consideram que o gênero dos conselheiros pode influenciar a capacidade de conselho em obter remuneração adicional. Esses autores, descobriram que o percentual de mulheres no conselho é geralmente associado a menores compensações. Ferris *et al.* (2018) e Field *et al.* (2018) que também controlaram o gênero do diretor, chegaram à conclusão de que as conselheiras recebem muito menos do que seus colegas do sexo masculino. Consistente com isso, Carter *et al.* (2017) encontra lacunas salariais significativas entre executivos do sexo feminino e do sexo masculino.

Ainda segundo Dah e Frye (2017), as mulheres tendem a agir emocionalmente, preocupadas com os outros, e passivamente, tornando-se mais complacentes e menos competitivas em uma situação de barganha.

Dessa forma, foi incluída nessa pesquisa a variável G_n e se espera que a mesma apresente um coeficiente negativo quando relacionada à remuneração do conselho de administração.

Para a operacionalização da variável de controle denominada G_n utilizou-se uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o conselheiro é do sexo feminino e 0 caso contrário.

- Idade (*Age*)

Uma experiência valiosa se acumula com a idade (FEDASEYEU *et al.*,2018) podendo afetar a capacidade dos conselheiros de obter maior remuneração. Embora a idade não esteja linearmente relacionada à experiência, ela pode implicitamente refleti-la. (THEERAVANICH, 2013).

Dah e Frye (2017) descobriram que a idade do conselheiro afeta a sua capacidade de extrair pagamentos em excesso. Fedaseyeu *et al.* (2018) e Conyon *et*

al. (2001) também encontraram associação positiva entre a idade do conselheiro e sua remuneração. Sendo assim, espera-se que conselhos com diretores mais antigos estejam associados a maiores compensações, obtendo um sinal positivo entre a idade média do conselho de administração e sua remuneração.

Como proxy para a idade do conselheiro foi utilizada a idade do membro do conselho de administração.

$$Age = \text{idade dos conselheiros}$$

- Prazo de mandato (*Mand*)

O prazo de mandato dos conselheiros foi inserido na pesquisa para controlar o nível de governança corporativa das empresas da amostra. A Lei das Sociedades por ações estabelece o prazo máximo de três anos para cada mandato, com possibilidade de reeleição. A BM&FBOVESPA determina um prazo de mandato unificado de, no máximo, dois anos para as empresas listadas nos segmentos com mais elevado padrão de governança - Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Do mesmo modo o código de melhores práticas de governança corporativa recomenda que o período de mandato do membro do conselho não ultrapasse dois anos.

Como proxy para o prazo de mandato, utilizou-se o tempo de duração do mandato.

$$Mand = \text{número de anos de mandato}$$

- Participação em comitês (*Comitê*)

A variável de controle *Comitê* foi incluída porque estudos precedentes sugerem que a eficácia do conselho de administração é acionada através dos comitês do conselho. Klein (1998) encontra laços significativos entre o funcionamento e a estrutura de comitês e o desempenho corporativo, sugerindo que os comitês podem influenciar mais o desempenho corporativo do que a composição geral do conselho.

Assim, se espera que a participação do membro do conselho em comitês possa influenciar positivamente a remuneração do conselho de administração.

Para a operacionalização da variável de controle denominada *Comitê* utilizou-se uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o conselheiro participa de comitês e 0 caso contrário.

- Qualificação dos conselheiros (*Form; Grad; Poslato; Posstricto*)

Estudos têm demonstrado que a qualificação dos membros do conselho pode influenciar a sua remuneração, sugerindo que a eficácia dos conselheiros depende de suas qualificações. A importância da experiência do membro do conselho tem sido bastante valorizada. A visão de que as habilidades dos conselheiros são importantes para assegurar uma supervisão eficaz levou a SEC, em 2009, a exigir que as empresas declarassem explicitamente quais habilidades e experiências de seus membros do conselho os qualificam para fazer parte do conselho de administração (FEDASEYEU *et al.*, 2018). Os mesmos autores investigaram se as qualificações dos conselheiros afetam as funções que desempenham no conselho e sua remuneração e descobriram que os diretores mais qualificados recebem salários mais altos.

Diversos autores pesquisaram a respeito da qualificação dos conselheiros, por exemplo, Agrawal e Chadha (2005); DeFond *et al.* (2005); Güner *et al.* (2008) descobriram que as características dos conselheiros que demonstraram afetar os resultados corporativos incluem especialização em contabilidade e finanças. Agrawal e Knoeber (2001) e Krishnan *et al.* (2011) pesquisaram a respeito da experiência jurídica e consultiva, Audretsch e Lehmann (2006); Francis *et al.* (2015) a respeito das qualificações acadêmicas, Perry e Peyer (2005); Fich (2005); Fahlenbrach *et al.* (2010) sobre a experiência em gestão e Adams *et al.* (2018) investigaram os conjuntos de habilidades gerais dos conselheiros.

Complementarmente, observa-se por meio dos resultados de Chou *et al.* (2013), que os conselheiros com maior qualificação são mais frequentes nas reuniões do conselho.

Tendo em vista a possível relação entre a qualificação dos membros e a remuneração do conselho de administração, nesse estudo foram incluídas quatro variáveis (graduação, pós-graduação lato senso, pós-Graduação stricto senso e formação) relacionadas a habilidades e competências do conselheiro.

Para operacionalização da variável denominada *Grad* utilizou-se uma variável binária com o valor igual a 1 se o membro do conselho possui graduação e 0 caso

contrário. Da mesma forma as variáveis *Poslato* e *Posstricto* assumirão valor igual a 1 se o conselheiro possuir o nível de pós-graduação (lato senso ou stricto senso) e 0 caso contrário. Já a variável *Form* será expressa por variáveis *dummies*.

Após a identificação das variáveis incluídas nesse estudo, o Quadro 6 apresenta as características das variáveis: nome da variável, classificação, operacionalização e sinal esperado.

Quadro 6 – Resumo das Variáveis da Pesquisa

Variável	Classificação	Operacionalização	Sinal Esperado
Rem. Conselho de Administração (<i>Rem</i>)	Variável Dependente	Remuneração Total do Conselho de Administração/Nº de Conselheiros	
Frequência nas Reuniões (<i>Fr</i>)	Variável Independente	Média da Frequência dos Conselheiros nas Reuniões	+
Reuniões (<i>Meet</i>)	Variável Independente	Número de Reuniões durante o Ano Fiscal	+
Idade Média do Conselho de Administração (<i>Age</i>)	Variável de Controle	Idade do Membro do Conselho de Administração	+
Gênero (<i>Gn</i>)	Variável de Controle	Variável dummy	-
Área de Formação (<i>Form</i>)	Variável de Controle	Variável dummy	+
Nível Escolaridade (Graduação) (<i>Grad</i>)	Variável de Controle	Variável dummy	+
Participação em comitês (<i>Comitê</i>)	Variável de Controle	Variável dummy	+
Nível Escolaridade (Pós Lato Sensu) (<i>Poslato</i>)	Variável de Controle	Variável dummy	+
Nível Escolaridade (Pós Stricto Sensu) (<i>Posstricto</i>)	Variável de Controle	Variável dummy	+
Prazo de Mandato (<i>Mand</i>)	Variável de Controle	Tempo de Duração do Mandato	+
Conselhos Interligados (<i>Interlock</i>)	Variável de Controle	Variável dummy	+
Conselhos Independentes (<i>Boardind</i>)	Variável de Controle	Variável dummy	+
Tamanho do Conselho (<i>Boardsize</i>)	Variável de Controle	Número de Membros no Conselho de Administração	+/-
Tamanho da Empresa (<i>Firmsize</i>)	Variável de Controle	Logaritmo da Receita de Vendas	+
Tipo de Controle Acionário (<i>Control</i>)	Variável de Controle	Variável dummy	
Setor Econômico da Empresa (<i>Set</i>)	Variável de Controle	Variável dummy	
Nível de Governança Corporativa (<i>NGC</i>)	Variável de Controle	Variável dummy	+
Tamanho da Firma de Auditoria (<i>Bigfour</i>)	Variável de Controle	Variável dummy	-
Endividamento (<i>End</i>)	Variável de Controle	Passivo Total/Ativo Total	+/-
Retorno sobre o Ativo (<i>ROA</i>)	Variável de Controle	Resultado Líquido/Ativo	+
Tangibilidade dos Ativos (<i>Tang</i>)	Variável de Controle	Imobilizado/Ativo	-
Margem Líquida (<i>ML</i>)	Variável de Controle	Resultado Líquido/Receita Líquida de Vendas	+
Liquidez Corrente (<i>LC</i>)	Variável de Controle	Ativo Circulante/Passivo Circulante	+/-

Fonte: Elaborado pela autora com base em autores mencionados (2018).

3.5 Modelo de Regressão

O teste principal do presente estudo foi realizado a fim de analisar a relação entre a remuneração do conselho de administração, o número de reuniões e a frequência de seus membros. As variáveis de pesquisa foram incluídas gradativamente, dando origem a cinco especificações, de acordo com o nível de complexidade.

A primeira especificação utilizada levou em consideração a variável dependente, as variáveis independentes e as variáveis de controle financeiras:

$$\begin{aligned}
 Rem_{it} = & \beta_0 + \beta_1(Fr_{it}) + \beta_2(Meet_{it}) + \beta_3(Firmsize_{it}) + \beta_4(ROA_{it}) + \beta_5(Endiv_{it}) \\
 & + \beta_6(Tang_{it}) + \beta_7(ML_{it}) + \beta_8(LC_{it}) + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Onde: *Rem* = remuneração média do conselho de administração; *Fr* = frequência dos membros do conselho às reuniões; *Meet* = número de reuniões do conselho; *Firmsize* = log natural da receita de vendas; *ROA* = relação entre o lucro líquido e o ativo total; *Endiv* = razão entre o passivo total e o ativo total; *Tang* = divisão entre o imobilizado e o ativo total; *ML* = lucro líquido dividido pela receita líquida de vendas e *LC* = ativo circulante sobre o passivo circulante.

Em seguida, foram incorporadas as variáveis de controle que representam as características do conselho de administração, expressas na especificação 2:

$$\begin{aligned}
 Rem_{it} = & \beta_0 + \beta_1(Fr_{it}) + \beta_2(Meet_{it}) + \beta_3(Firmsize_{it}) + \beta_4(ROA_{it}) + \beta_5(Endiv_{it}) \\
 & + \beta_6(Tang_{it}) + \beta_7(ML_{it}) + \beta_8(LC_{it}) + \beta_9(Boardsize) + \beta_{10}(Gn_{it}) \\
 & + \beta_{11}(Boardind_{it}) + \beta_{12}(Age_{it}) + \beta_{13}(Interlock_{it}) + \beta_{14}(Mand_{it}) \\
 & + \beta_{15}(Comitê_{it}) + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

Onde, além das variáveis descritas na primeira especificação, têm-se *Boardsize* = número de membros que fazem parte do conselho; *Gn* = variável *dummy* que assume o valor 1 se o conselheiro é do sexo feminino e 0 caso contrário; *Boardind* = variável *dummy* que assume o valor 1 se o conselheiro é independente e 0 caso contrário; *Age* = idade do membro do conselho de administração; *Interlock* = variável

dummy que assume o valor de 1 se o conselheiro faz parte do conselho de outras empresas e 0 caso contrário; *Mand* = número de anos de duração do mandato; *Comitê* = variável *dummy* que assume o valor de 1 se o conselheiro participa de comitês e 0 caso contrário.

Dando continuidade, as variáveis de controle, que mensuram a qualificação dos membros do conselho, foram incluídas, conforme especificação 3:

$$\begin{aligned}
 Rem_{it} = & \beta_0 + \beta_1(Fr_{it}) + \beta_2(Meet_{it}) + \beta_3(Firmsize_{it}) + \beta_4(ROA_{it}) + \beta_5(Endiv_{it}) \\
 & + \beta_6(Tang_{it}) + \beta_7(ML_{it}) + \beta_8(LC_{it}) + \beta_9(Boardsize) + \beta_{10}(Gn_{it}) \\
 & + \beta_{11}(Boardind_{it}) + \beta_{12}(Age_{it}) + \beta_{13}(Interlock_{it}) + \beta_{14}(Mand_{it}) \\
 & + \beta_{15}(Comitê_{it}) + \beta_{16}(Form_{it}) + \beta_{17}(Grad_{it}) + \beta_{18}(Poslato_{it}) \\
 & + \beta_{19}(Posstricto_{it}) + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

Onde: *Form* = área de formação dos conselheiros expressa por variáveis *dummies*; *Grad* = variável *dummy* que assume o valor de 1 se o conselheiro possui graduação e 0 caso contrário; *Poslato* = variável *dummy* que assume o valor de 1 se o conselheiro possui especialização ou *MBA* e 0 caso contrário; *Posstricto* = variável *dummy* que assume o valor de 1 se o conselheiro possui nível de mestrado ou doutorado e 0 caso contrário. As demais variáveis já foram apresentadas nas especificações anteriores.

Na especificação 4, as variáveis de controle de mecanismos de governança corporativa foram inseridas:

$$\begin{aligned}
 Rem_{it} = & \beta_0 + \beta_1(Fr_{it}) + \beta_2(Meet_{it}) + \beta_3(Firmsize_{it}) + \beta_4(ROA_{it}) + \beta_5(Endiv_{it}) \\
 & + \beta_6(Tang_{it}) + \beta_7(ML_{it}) + \beta_8(LC_{it}) + \beta_9(Boardsize) + \beta_{10}(Gn_{it}) \\
 & + \beta_{11}(Boardind_{it}) + \beta_{12}(Age_{it}) + \beta_{13}(Interlock_{it}) + \beta_{14}(Mand_{it}) \\
 & + \beta_{15}(Comitê_{it}) + \beta_{16}(Form_{it}) + \beta_{17}(Grad_{it}) + \beta_{18}(Poslato_{it}) \\
 & + \beta_{19}(Posstricto_{it}) + \beta_{20}(NGC_{it}) + \beta_{21}(Bigfour_{it}) + \beta_{22}(Control_{it}) + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

Onde: *NGC* = variável *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa faz parte do segmento de listagem novo mercado e 0 caso contrário; *Bigfour* = variável *dummy* que assume o valor de 1 se a auditoria foi realizado por uma Big4 e 0 caso contrário; *Control* = controle acionário expresso por variáveis *dummies*.

Por último, na especificação 5, foram acrescentadas as variáveis *dummies* de setor, sendo reproduzida a versão completa do modelo de regressão:

$$\begin{aligned}
 Rem_{it} = & \beta_0 + \beta_1(Fr_{it}) + \beta_2(Meet_{it}) + \beta_3(Firmsize_{it}) + \beta_4(ROA_{it}) + \beta_5(Endiv_{it}) \\
 & + \beta_6(Tang_{it}) + \beta_7(ML_{it}) + \beta_8(LC_{it}) + \beta_9(Boardsize) + \beta_{10}(Gn_{it}) \\
 & + \beta_{11}(Boardind_{it}) + \beta_{12}(Age_{it}) + \beta_{13}(Interlock_{it}) + \beta_{14}(Mand_{it}) \\
 & + \beta_{15}(Comitê_{it}) + \beta_{16}(Form_{it}) + \beta_{17}(Grad_{it}) + \beta_{18}(Poslato_{it}) \\
 & + \beta_{19}(Posstricto_{it}) + \beta_{20}(NGC_{it}) + \beta_{21}(Bigfour_{it}) + \beta_{22}(Control_{it}) \\
 & + \beta_{23}(Set_{it}) + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

O segundo passo na análise é a estimação da regressão 2, utilizando como variável dependente o logaritmo natural da remuneração média. Dessa forma a primeira especificação é composta pela variável dependente $\ln(Rem)$, as variáveis independentes e as variáveis de controle utilizadas no modelo completo da Regressão 1:

$$\begin{aligned}
 \ln(Rem)_{it} = & \beta_0 + \beta_1(Fr_{it}) + \beta_2(Meet_{it}) + \beta_3(Firmsize_{it}) + \beta_4(ROA_{it}) + \beta_5(Endiv_{it}) \\
 & + \beta_6(Tang_{it}) + \beta_7(ML_{it}) + \beta_8(LC_{it}) + \beta_9(Boardsize) + \beta_{10}(Gn_{it}) \\
 & + \beta_{11}(Boardind_{it}) + \beta_{12}(Age_{it}) + \beta_{13}(Interlock_{it}) + \beta_{14}(Mand_{it}) \\
 & + \beta_{15}(Comitê_{it}) + \beta_{16}(Form_{it}) + \beta_{17}(Grad_{it}) + \beta_{18}(Poslato_{it}) \\
 & + \beta_{19}(Posstricto_{it}) + \beta_{20}(NGC_{it}) + \beta_{21}(Bigfour_{it}) + \beta_{22}(Control_{it}) \\
 & + \beta_{23}(Set_{it}) + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Na Especificação 2, foram mantidas as variáveis do modelo completo e acrescentada e a variável idade ao quadrado:

$$\begin{aligned}
\ln(\text{Rem})_{it} = & \beta_0 + \beta_1(\text{Fr}_{it}) + \beta_2(\text{Meet}_{it}) + \beta_3(\text{Firmsize}_{it}) + \beta_4(\text{ROA}_{it}) + \beta_5(\text{Endiv}_{it}) \\
& + \beta_6(\text{Tang}_{it}) + \beta_7(\text{ML}_{it}) + \beta_8(\text{LC}_{it}) + \beta_9(\text{Boardsize}) + \beta_{10}(\text{Gn}_{it}) \\
& + \beta_{11}(\text{Boardind}_{it}) + \beta_{12}(\text{Age}_{it}) + \beta_{13}(\text{Interlock}_{it}) + \beta_{14}(\text{Mand}_{it}) \\
& + \beta_{15}(\text{Comitê}_{it}) + \beta_{16}(\text{Form}_{it}) + \beta_{17}(\text{Grad}_{it}) + \beta_{18}(\text{Poslato}_{it}) \\
& + \beta_{19}(\text{Posstricto}_{it}) + \beta_{20}(\text{NGC}_{it}) + \beta_{21}(\text{Bigfour}_{it}) + \beta_{22}(\text{Control}_{it}) \\
& + \beta_{23}(\text{Set}_{it}) + \beta_{24}(\text{Age}_{it}^2) + \varepsilon_{it}
\end{aligned}
\tag{2}$$

3.6 Limitação do Método

A seleção intencional da amostra, o tamanho da amostra e o período do estudo podem ser considerados uma limitação, conseqüentemente os achados desse estudo não poderão ser generalizados para outras empresas.

Também pode ser considerada uma limitação, a forma de coleta dos dados referente ao valor médio da remuneração do conselho de administração, visto que foram obtidos no subitem 13.2 do Formulário de Referência (FR) e não no subitem 13.11, como era o intuito inicial de pesquisa. Cabe ressaltar que o valor da remuneração média declarado no subitem 13.11 pelas companhias, apresentou divergências quando confrontado com o montante total da remuneração dividido pelo número de membros remunerados, assim optou-se pela remuneração total ao invés da remuneração média divulgada.

Outra limitação diz respeito à coleta de dados nas atas de reunião do conselho. Na falta de divulgação das informações, no Formulário de Referência (FR), a respeito do número de reuniões no ano fiscal, assim como do percentual de frequência dos conselheiros às reuniões, houve a necessidade de coletar os referidos dados nas atas de reuniões do conselho. No entanto, nem todas as atas de reuniões realizadas pelo conselho são publicadas, uma vez que a legislação determina somente a divulgação de atas que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros. Dessa forma, não foi possível ter certeza do número de reuniões realizadas, tampouco do percentual por comparecimento às reuniões, daquelas empresas que não divulgaram corretamente, conforme a exigência da Comissão de Valores Mobiliários.

Por fim, em relação às variáveis de controle da presente pesquisa, a escolha se deu majoritariamente com base em estudos precedentes, porém em virtude da

escassez de estudos relacionados ao tema no cenário brasileiro, foram incorporadas novas variáveis ainda não testadas em pesquisas anteriores.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesse capítulo, serão apresentados e analisados os resultados do estudo. A primeira análise recaiu sobre as estatísticas descritivas dos dados. Em seguida, são os resultados das regressões 1 e 2.

4.1 Estatísticas Descritivas

Nesta seção, são apresentadas as estatísticas descritivas da amostra. A Tabela 4 apresenta os valores amostrais médios e as características das variáveis para 244 observações.

A Tabela 4 apresenta a descrição das características selecionadas do conselho de administração, dos conselheiros e da firma para as empresas da amostra.

Tabela 4 – Estatística Descritiva das Variáveis de Pesquisa

Variáveis	Observações	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Rem</i>	244	276670,5	344193,1	0	2052954
<i>ln(Rem)</i>	227	12,06516	1,101435	8,719317	14,53479
<i>Freq</i>	244	0,9292778	0,1215717	0,0642167	1
<i>Meet</i>	244	11,65984	8,210895	0	46
<i>Firmsize</i>	240	13,55632	1,713034	8,390041	16,87385
<i>ROA</i>	244	-0,0213153	0,1615811	-1,144963	0,2845396
<i>Endiv</i>	244	0,6825098	0,4456401	0,1109746	3,526877
<i>Tang</i>	244	0,2660074	0,2365042	0	0,8834705
<i>ML</i>	240	-1,326603	14,50601	-208,5698	0,8185004
<i>LC</i>	244	1,840212	2,055755	0,0058592	21,31384
<i>Boardsize</i>	244	6,810451	3,507989	2	30
<i>Fem</i>	244	0,0824521	0,1290928	0	0,6666666
<i>Boardind</i>	244	0,2431118	0,2542536	0	1
<i>Age</i>	244	57,61499	6,660177	41,58333	80
<i>Interlock</i>	244	0,3478053	0,2863427	0	1
<i>Mand</i>	244	1,775651	0,6534578	0,8181818	3
<i>Comitê</i>	244	0,2333904	0,3187964	0	1
<i>ForAdmin</i>	244	0,2171277	0,1890022	0	0,7
<i>ForAdv</i>	244	0,1320663	0,1417727	0	0,6
<i>ForCont</i>	244	0,0263901	0,0640644	0	0,3333333
<i>ForEcon</i>	244	0,1145804	0,1308471	0	0,75
<i>ForEng</i>	244	0,2766793	0,1987701	0	0,8333333
<i>Grad</i>	244	0,8929797	0,1878595	0	1
<i>Poslato</i>	244	0,2859724	0,2467455	0	1
<i>Posstricto</i>	244	0,1211293	0,1696009	0	1
<i>NGC</i>	244	0,442623	0,4977179	0	1
<i>Bigfour</i>	244	0,7377049	0,4407864	0	1

Fonte: Elaborada pela autora (2018)

Nota: A Tabela 4 relata as estatísticas resumidas das variáveis de pesquisa. *Rem* é a média da remuneração do conselho de administração. $\ln(\text{Rem})$ é o logaritmo natural da remuneração. *Freq* é a média da frequência dos membros do conselho. *Meet* é o número de reuniões anuais do conselho. *Firmsize* é o tamanho da empresa. *ROA* é o retorno sobre o ativo. *Endiv* é o nível de endividamento da empresa. *Tang* é nível de imobilização dos ativos da empresa. *ML* é a relação entre o lucro líquido e a receita líquida. *LC* é o nível de liquidez da empresa. *Boardsize* é o número de membros do conselho. *Gn* é o número de mulheres no conselho. *Boardind* é uma variável *dummy* igual a 1 se o conselheiro é independente e zero caso contrário. *Age* é a idade média dos conselheiros. *Interlock* é uma variável *dummy* igual a 1 se o conselheiro faz parte de conselhos de outras empresas e zero caso contrário. *Mand* é o tempo de duração do mandato. *Comitê* é uma variável *dummy* igual a 1 se o conselheiro é membro de comitês e zero caso contrário. *Form* é a área de formação do conselheiro representada por variáveis *dummies*. *Grad* é uma variável *dummy* igual a 1 se o conselheiro possui graduação e zero caso contrário. *Poslato* é uma variável *dummy* igual a 1 se o conselheiro possui especialização ou MBA e zero caso contrário. *Posstricto* é uma variável *dummy* igual a 1 se o conselheiro possui mestrado ou doutorado e zero caso contrário. *NGC* é uma variável *dummy* que é igual a 1 se a empresa faz parte do nível mais elevado de governança e 0 caso contrário, *Bigfour* é uma variável *dummy* que é igual a 1 se a auditoria da empresa é realizada por uma Big4 e zero caso contrário. Há 244 observações

A remuneração total média percebida por cada membro do conselho é de R\$ 276.650,50. Os conselhos das empresas da amostra realizam em média 11,66 reuniões por ano. A taxa de participação média dos conselheiros às reuniões é de 92,93% e o tamanho médio do conselho de administração é de 6,81 conselheiros.

Em relação às variáveis que descrevem as características dos conselheiros, os resultados demonstram que 34,78% dos membros da amostra são classificados como interconectados, ou seja, participam de conselhos de outras empresas, enquanto que o índice de independência médio do conselho é de 24,31%. Apenas 8,24% dos conselheiros são mulheres, enquanto a média de idade dos membros da amostra é de 57,61 anos. O tempo médio de mandato é de 1,77 anos. Os membros do conselho que participam de comitês constituem 23,34% da amostra. Em relação à qualificação dos conselheiros, 89,30% possuem nível superior, enquanto 40,71% são pós-graduados. Mais de 60% dos conselhos da amostra são ocupados por engenheiros, advogados ou administradores.

A Tabela 4 também revela o comportamento das variáveis de controle referente às características da empresa: 73,77% das firmas que realizam serviços de auditoria para as empresas da amostra fazem parte do grupo das quatro maiores empresas contábeis especializadas em auditoria e consultoria no mundo. A participação das empresas estudadas no segmento novo mercado é de 44,26%. Para o desempenho da empresa, o ROA médio é de -2,13% ao ano. A dívida média sobre o índice de ativos é cerca de 68,25%. O nível de imobilização dos ativos da amostra é de 26,60% e o índice de liquidez corrente médio é de 1,84%.

4.2 Relação entre a Remuneração do Conselho de Administração e a Frequência dos seus Membros às Reuniões

Os dados apresentados nessa subseção referem-se à relação entre a variável dependente *Rem* e as variáveis independentes e de controle das empresas da amostra. Com o intuito de atingir os objetivos da pesquisa, estimou-se cinco especificações diferentes na Regressão 1, sendo que a inclusão das variáveis independentes ocorreu de forma crescente. O modelo inicial proposto no estudo, conforme a especificação 1, considerou as variáveis independentes (número de reuniões e frequência nas reuniões), que configuram as hipóteses desse estudo e as variáveis de controle financeiras (receita, *ROA*, endividamento, tangibilidade dos ativos, margem líquida e liquidez corrente). Posteriormente, para a estimação do segundo modelo empregou-se todas as variáveis do primeiro modelo mais as variáveis com as características do conselho de administração. No terceiro modelo de regressão foram incluídas as variáveis de controle relacionadas à qualificação do conselho de administração. As *dummies* de mecanismos de governança corporativa foram incorporadas no modelo 4 e as variáveis de setor e de ano, constam no modelo 5. A Tabela 5 sumariza os resultados desses testes.

Tabela 5 – Resultado da Regressão 1

	(continua)				
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Freq</i>	164617.2 (139251.2)	-45996.9 (150760.2)	-53312.9 (149365.4)	53927.6 (133954.2)	-112886.3 (174122.9)
<i>Meet</i>	-583.4 (2720.6)	-851.6 (2728.6)	-1229.0 (2852.4)	1056.1 (3004.5)	2001.4 (2862.3)
<i>Rec</i>	74694.3*** (14563.9)	47522.0*** (13345.6)	52450.6*** (14154.3)	58387.4*** (16669.1)	75471.3*** (19330.2)
<i>ROA</i>	189000.5 (165359.7)	139712.2 (163520.7)	93833.9 (164126.6)	102097.1 (163398.0)	139181.1 (166536.6)
<i>Endiv</i>	25532.4 (52791.6)	37260.7 (53986.1)	31145.5 (58854.6)	6620.1 (61649.5)	-4729.1 (65354.8)
<i>Tang</i>	396759.1*** (140133.6)	376440.5*** (122269.1)	388248.3*** (131454.2)	344572.1** (135096.3)	247026.8 (154712.6)
<i>ML</i>	-3322.6*** (878.8)	-2205.6*** (700.4)	-2166.8*** (741.5)	-2155.8*** (746.4)	-2754.8*** (830.3)
<i>LC</i>	18646.9** (8862.4)	9995.6 (7926.7)	6029.6 (7670.5)	2110.7 (7769.0)	-11.79 (8631.5)
<i>Boardsize</i>		-10108.9* (5212.4)	-12941.3** (5283.6)	-5688.1 (5817.6)	-4355.0 (5973.4)
<i>Fem</i>		142050.0 (156907.4)	187650.1 (202634.2)	139477.5 (215953.5)	85864.7 (224787.4)
<i>Boardind</i>		163426.2** (79811.3)	200107.7** (79154.0)	231116.2** (100056.1)	180655.4* (103446.8)
<i>Age</i>		10724.1*** (3164.1)	9081.7*** (3157.8)	8690.8*** (3109.9)	6450.7* (3634.8)
<i>Interlock</i>		61765.4 (77968.3)	48073.2 (85201.3)	39249.2 (87148.2)	14480.4 (93819.0)
<i>Mand</i>		-3974.7 (34490.6)	5575.6 (36389.1)	-2915.2 (34137.6)	37651.7 (37315.9)
<i>Comitê</i>		261606.9*** (80502.6)	278765.5*** (80996.2)	262400.4*** (81808.2)	225128.5*** (80164.3)
<i>ForAdmin</i>			162679.6 (155575.6)	162311.3 (158253.9)	118279.8 (159840.9)
<i>ForAdv</i>			440119.4** (191567.5)	488554.3** (201582.7)	588525.0*** (211237.2)
<i>ForCont</i>			-168653.3 (251454.3)	-244297.3 (260055.7)	-171223.1 (247129.7)
<i>ForEcon</i>			143027.2 (193695.4)	161522.3 (189976.2)	107781.4 (202314.0)
<i>ForEng</i>			242654.3 (182549.9)	235584.3 (188558.9)	232482.2 (190966.0)
<i>Grad</i>			-156726.8 (208506.9)	-131558.1 (200594.1)	-71024.8 (204481.4)

	(conclusão)				
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Poslato</i>			39343.4 (81304.1)	11648.3 (86272.1)	23638.3 (90427.7)
<i>Posstricto</i>			-91629.4 (134169.0)	-62714.7 (127559.0)	-29851.8 (127843.6)
<i>NGC</i>				-67182.0 (56988.1)	-121242.8** (60628.5)
<i>Bigfour</i>				-73106.4 (63611.2)	-29174.8 (65403.3)
<i>Control 1</i>				-220549.3*** (60840.6)	-80387.3 (60121.8)
<i>Control 2</i>				16405.1 (136648.5)	-48152.3 (126044.9)
<i>Set 1</i>					91746.1 (67620.4)
<i>Set 2</i>					149923.0* (84735.8)
<i>Set 3</i>					45265.6 (94248.2)
<i>Set 4</i>					-18484.0 (87379.6)
<i>Set 5</i>					79853.4 (82947.2)
<i>Set 6</i>					-219429.7*** (75495.2)
Constante	-1047485.1*** (295129.4)	-1135605.8*** (294884.4)	-1130236.8*** (353118.3)	-1232252.8*** (341931.2)	-1295871.4*** (363048.1)
Observações	240	240	240	240	240
R2 Ajustado	0.144	0.242	0.237	0.252	0.269
Estatística F	4.828	4.443	3.673	4.160	3.999

Fonte: Elaborado pela autora (2018)

Nota: A Tabela 5 apresenta os resultados da Regressão 1. A variável dependente é *Rem* - média da remuneração do conselho de administração. As variáveis independentes são: *Freq* - média da frequência dos membros do conselho e *Meet* - o número de reuniões anuais do conselho. As variáveis de controle são as seguintes: *Firmsize* é o tamanho da empresa, representado pelo log das receitas das vendas, *ROA* é o retorno sobre o ativo, *Endiv* é o nível de endividamento da empresa, *Tang* é nível de imobilização dos ativos da empresa, *ML* é a relação entre o lucro líquido e a receita líquida, *LC* é o nível de liquidez da empresa, *Boardsize* é o número de membros do conselho, *Fem* é o número de mulheres no conselho, *Indboard* é o nível de independência do conselho, *Age* é a idade média dos conselheiros, *Interlock* é a média dos conselheiros interconectados, *Mand* é o tempo de duração do mandato, *Comitê* é o número de conselheiros que participam de comitês, *Form* é a área de formação do conselheiro, *Grad*, *Poslato* e *Posstricto* são *dummies* que medem a escolaridade do conselheiro, *NGC* é uma *dummy* que é igual a 1 se a empresa faz parte do nível mais elevado de governança e 0 caso contrário, *Bigfour* é uma *dummy* que é igual a 1 se a auditoria da empresa é realizada por uma Big4 e 0 caso contrário, *Control* são variáveis *dummies* que medem a espécie de controle acionário da empresa e *Set* são *dummies* do setor econômico da empresa. O desvio padrão está entre parênteses. O nível de significância é indicado usando asteriscos: * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01.

Ao analisar a tabela 5, é possível verificar que os resultados indicam que as variáveis independentes *Meet* e *Freq* não possuem relação estatisticamente significativa com a remuneração do conselho de administração, dessa forma, as hipóteses H1 e H2 desse estudo não foram confirmadas quando da operacionalização da Regressão 1.

Também é possível observar que foram encontrados resultados estatisticamente significantes em treze das dezenove variáveis de controle testadas na presente pesquisa. Verificou-se, que o R^2 ajustado da especificação 1 é de 0,144, porém, à medida em que foram incluídas as variáveis, o poder de explicação do modelo aumentou, chegando a 0,269 na especificação 5, que contempla o modelo completo da Regressão 1.

No que diz respeito às variáveis de controle estimadas nesse estudo, a variável *Firmsize* representada pelo logaritmo natural da receita de vendas apresentou relação positiva e significativa com a remuneração do conselho de administração, a nível de 1%, demonstrando, conforme a informação de Correia *et al.* (2014), que o tamanho da empresa está associado positivamente com a remuneração do conselho de administração. Tal achado também é coerente com as pesquisas de Crespí-Cladera e Gispert (2003), Farrell *et al.* (2008), Brick *et al.* (2006), Focke *et al.* (2017), Fernandes (2005) e Aguir *et al.* (2014), indicando que quanto maior é o tamanho da empresa, maior será a remuneração do conselho de administração.

Quanto a variável *Tang*, o coeficiente encontrado demonstra associação positiva e estatisticamente significativa com a remuneração do conselho de administração, a nível de 1%, nas três primeiras especificações, aumentando para 5% especificação 4 e na última especificação, em que o modelo estava completo, a variável não apresentou associação significativa. Esse resultado contraria os achados de Brick *et al.* (2006) e Aguir *et al.* (2014), os quais afirmam que a tangibilidade dos ativos está negativamente relacionada à remuneração do diretor.

Outra variável de controle que apresentou significância estatística foi a *LC*, apresentando relação positiva e significativa, a nível de 5%, na primeira especificação, indicando que as empresas com maior capacidade financeira tendem a remunerar melhor seu conselho de administração. Esse achado corrobora os achados de Bryan *et al.* (2000), destacando que a remuneração do conselho está positivamente relacionada com a liquidez da empresa. Enquanto se esperava que as entidades com maior rentabilidade apresentassem maior remuneração, os resultados evidenciaram que quanto maior a rentabilidade da empresa, menor a remuneração dos administradores. Contrariando a expectativa, a variável *ML* demonstrou que as empresas mais rentáveis estão negativamente relacionadas com a remuneração do conselho de administração, com um nível de significância de 1%. Cabe mencionar que

a referida variável apresentou resultado estatisticamente significativo em todas as especificações do modelo.

Para a variável *Boardsize*, tinha-se como pressuposto de que o sinal esperado entre o tamanho do conselho de administração e a remuneração do conselho fosse tanto positivo quanto negativo, pois os resultados de estudos anteriores demonstram uma certa divergência, conforme esclarecido na seção das variáveis da pesquisa. Os coeficientes encontrados nos modelos 2 e 3 apresentam uma associação negativa e significativa entre as variáveis *Boardsize* e *Rem* a nível de 10% e 5% respectivamente.

Os achados em relação ao *Boardsize* acompanham os estudos de Jensen (1993), Hermalin e Weisbach (2003), Connelly *et al.* (2012a), Dah e Frye (2017), Barontini e Bozzi (2011), permitindo constatar que os conselhos de administração maiores estão associados a uma menor remuneração aos conselheiros. Todavia, cabe registrar que esses resultados ocorreram somente nos modelos 2 e 3, na medida em que foram incluídas as *dummies* de mecanismos de governança corporativa e setor de atuação tais efeitos não se fizeram mais presentes.

No que se refere à variável *Boardind*, foram encontrados resultados positivos e significativos em todas as especificações. Nas três primeiras especificações, o nível de significância do coeficiente da *Boardind* foi de 5%, porém, na especificação 4, após o acréscimo da variável dummy de setor, o nível de significância ficou em 10%. Esses resultados são condizentes com as pesquisas de Ertugrul e Hedge (2008) e Ferris *et al.* (2018), que indicam que a porcentagem de membros independentes no conselho de administração afeta positivamente a remuneração.

Com relação à *age*, verificou-se que a idade dos conselheiros está associada positiva e significativamente à remuneração do conselho de administração em todas as especificações. Tal achado vai ao encontro da pesquisa de Fedaseyeu *et al.* (2018), que investigou se as qualificações dos conselheiros afetam a sua remuneração e encontrou uma associação positiva e significativa entre a idade média dos conselhos e sua compensação. Esses resultados também corroboram os encontrados por Dah e Frye (2017) e Conyon *et al.* (2001).

No que tange ao gênero dos membros do conselho, era esperado um coeficiente negativo na sua relação com a remuneração do conselho, demonstrando a disparidade salarial de gênero. Todavia, em nenhuma das especificações essa variável de controle apresentou relação estatisticamente significativa. Para a variável *Interlock*, tinha-se como pressuposto de que o sinal esperado da relação entre a

remuneração e essa variável fosse positivo, considerando que os conselheiros interligados são mais propensos a receber uma maior remuneração em relação aos diretores não interligados. Porém os resultados esperados não se confirmaram.

Em relação à área de formação dos conselheiros da amostra, a única que demonstrou uma relação positiva e significativa com a remuneração do conselho foi a formação em direito. Consistente com a literatura, conselheiros com experiência jurídica podem oferecer assessoria e especialização únicas para lidar com procedimentos legais complexos (AGRAWAL; KNOEBER, 2001) e estão associados à melhoria da qualidade do relatório financeiro (KRISHNAN *et al.*, 2011). No que tange ao nível de escolaridade do conselho de administração, esperava-se que as variáveis *Grad*, *Poslato* e *Posstricto* possuísem uma relação positiva e significativa com a remuneração, apesar disso não houve significância estatística para tais variáveis de controle. Além do mais as variáveis graduação e pós-graduação *stricto sensu* apresentaram um sinal negativo, contrariando as expectativas desse estudo.

A variável *NGC*, representada pelo segmento de listagem novo mercado, na especificação 4, não se demonstrou estatisticamente significativa. Porém na especificação 5, com a inclusão das *dummies* de setor e de ano, seu resultado é significativo a nível de 5%. Cabe salientar que se esperava um sinal positivo da referida variável, entretanto o sinal apresentado foi negativo, contrariando a expectativa formulada com base em estudos precedentes. Essa relação significativa e negativa evidenciada sugere que as entidades que adotam o segmento novo mercado, nível mais elevado de governança corporativa desembolsam um valor menor de compensação aos seus administradores em detrimento àquelas pertencentes a um nível de governança mais baixo. Já a variável *Bigfour* não demonstrou evidências estatisticamente significativas na relação com a remuneração.

Em relação à espécie de controle acionário, as empresas estatais apresentaram um coeficiente negativo e estatisticamente significativo a nível de 5%, corroborando com os resultados de Abramov *et al.* (2017), os quais concluíram que as empresas estatais têm um desempenho pior que as empresas privadas. Todavia, destaca-se que esse resultado ocorreu somente na especificação 4, antes da inclusão das *dummies* de setor e ano. No que se refere às empresas estrangeiras, não houve relação estatisticamente significativa com a compensação, porém o modelo 4 demonstra um sinal positivo e no modelo 5, após a inserção das *dummies* de setor, é exibido um sinal negativo.

Com relação às *dummies* de setor da economia, incluídas na última especificação, foram encontradas evidências estatisticamente significativas apenas para dois dos oito setores. As empresas que possuem como classificação setorial o consumo cíclico apresentaram sinal positivo a nível de 10%, entretanto, aquelas de utilidade pública exibiram um sinal positivo a nível de 1%, indicando que as empresas classificadas nesse setor pagam uma menor remuneração ao conselho de administração. Considerando que metade das empresas do setor de utilidade pública são classificadas como empresas estatais e que essas entidades possuem um tamanho médio de conselho de 11,14, bem acima da média da amostra (6,81), pode-se afirmar que esses resultados são consistentes com as evidências desse estudo em relação às variáveis *Boardsize* e *Control* no que se refere a empresas estatais, bem como com a literatura prévia.

Por fim, não foram encontradas evidências estatisticamente significativas na associação entre as variáveis de controle *ROA*, *Endiv*, *Gn*, *Interlock*, *Mand* e *Bigfour* e a remuneração do conselho em nenhuma das cinco especificações.

A Regressão 2 foi operacionalizada utilizando como variável dependente o logaritmo natural da remuneração do conselho de administração. Na primeira especificação foram utilizadas todas as variáveis do modelo completo da regressão 1. Em seguida, na especificação 2 foi incluída variável idade média do conselho de administração ao quadrado. A tabela 6 apresenta os resultados das especificações da Regressão 2.

Tabela 6 – Resultado da Regressão 2

Variáveis	(continua)	
	(1)	(2)
<i>Freq</i>	-0.435 (0.753)	-0.429 (0.746)
<i>Meet</i>	0.00963 (0.00799)	0.0120 (0.00767)
<i>Firmesize</i>	0.354*** (0.0667)	0.325*** (0.0641)
<i>ROA</i>	0.724 (0.619)	0.867 (0.640)
<i>Endiv</i>	-0.0901 (0.198)	-0.0778 (0.203)
<i>Tang</i>	0.837** (0.330)	0.774** (0.326)
<i>ML</i>	-0.0160*** (0.00338)	-0.0160*** (0.00337)
<i>LC</i>	0.0329 (0.0297)	0.0299 (0.0292)
<i>Boardsize</i>	-0.0199 (0.0206)	-0.0213 (0.0206)
<i>Fem</i>	0.122 (0.579)	0.0454 (0.582)
<i>Boardind</i>	0.566* (0.292)	0.566* (0.302)
<i>Age</i>	0.0147 (0.0109)	0.227* (0.128)
<i>(Age)²</i>		-0,00179* (0.00105)
<i>Interlock</i>	-0.379* (0.219)	-0.424* (0.217)
<i>Mand</i>	0.137 (0.115)	0.120 (0.113)
<i>Comitê</i>	0.561*** (0.191)	0.540*** (0.194)
<i>ForAdmin</i>	1.168* (0.620)	1.112* (0.627)
<i>ForAdv</i>	2.512*** (0.675)	2.582*** (0.668)
<i>ForCont</i>	0.0251 (1.164)	-0.0775 (1.161)
<i>ForEcon</i>	0.235 (0.704)	0.325 (0.712)
<i>ForEng</i>	1.376*** (0.504)	1.325** (0.509)
<i>Grad</i>	-1.046 (0.674)	-1.021 (0.672)
<i>Poslato</i>	0.495 (0.307)	0.449 (0.301)

(conclusão)		
Variáveis	(1)	(2)
<i>Posstricto</i>	-0.0182 (0.313)	-0.0423 (0.306)
<i>NGC</i>	-0.248 (0.162)	-0.259 (0.166)
<i>Bigfour</i>	0.300 (0.233)	0.331 (0.230)
<i>Control 1</i>	-0.274 (0.238)	-0.381 (0.231)
<i>Control 2</i>	0.543 (0.420)	0.445 (0.403)
<i>Set 1</i>	0.0607 (0.178)	0.0967 (0.178)
<i>Set 2</i>	0.126 (0.297)	0.227 (0.285)
<i>Set 3</i>	-0.175 (0.300)	-0.0975 (0.301)
<i>Set 4</i>	-0.381 (0.306)	-0.333 (0.316)
<i>Set 5</i>	0.195 (0.235)	0.300 (0.246)
<i>Set 6</i>	-1.048*** (0.287)	-0.967*** (0.284)
Constante	6.028*** (1.271)	0.160 (3.754)
Observações	223	223
R2 Ajustado	0.450	0.455
Estatística F	10.066	9.703

Fonte: Elaborado pela autora (2018)

Nota: A tabela 6 apresenta os resultados da regressão 2. A variável dependente $\ln(Rem)$ – é o logaritmo natural da média da remuneração do conselho de administração. As variáveis independentes são: *Freq* – média da frequência dos membros do conselho e *Meet* – o número de reuniões anuais do conselho. As variáveis de controle são as seguintes: *Firmsize* é o tamanho da empresa, representado pelo *log* das receitas das vendas, *ROA* é o retorno sobre o ativo, *Endiv* é o nível de endividamento da empresa, *Tang* é nível de imobilização dos ativos da empresa, *ML* é a relação entre o lucro líquido e a receita líquida, *LC* é o nível de liquidez da empresa, *Boardsize* é o número de membros do conselho, *Fem* é o número de mulheres no conselho, *Indboard* é o nível de independência do conselho, *Age* é a idade média dos conselheiros, *Interlock* é a média dos conselheiros interconectados, *Mand* é o tempo de duração do mandato, *Comitê* é o número de conselheiros que participam de comitês, *Form* é a área de formação do conselheiro, *Grad*, *Poslato* e *Posstricto* são *dummies* que medem a escolaridade do conselheiro, *NGC* é uma *dummy* que é igual a 1 se a empresa faz parte do nível mais elevado de governança e 0 caso contrário, *Bigfour* é uma *dummy* que é igual a 1 se a auditoria da empresa é realizada por uma Big4 e 0 caso contrário, *Control* são variáveis *dummies* que medem a espécie de controle acionário da empresa e *Set* são *dummies* do setor econômico da empresa. O desvio padrão está entre parênteses. O nível de significância é indicado usando asteriscos: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Por meio da tabela 6 é possível verificar a confirmação da maioria dos resultados da Regressão 1 demonstrados na tabela 5. As variáveis *Firmesize*, *ML*, *Boardind*, *Comitê*, *ForAdv* e *Set* também apresentaram uma relação estatisticamente significativa com a remuneração do conselho, inclusive no que tange ao nível de

significância. Já a variável *NGC* não apresentou relação estatisticamente significativa com o *log* da remuneração em nenhuma das duas especificações da Regressão 2.

Além disso, o teste revelou novos resultados: a variável *Interlock* se mostrou negativa e significativa a um nível de 10%, indicando que os conselhos que possuem conselheiros interligados recebem uma menor remuneração. Esse resultado diverge dos achados de Ferris *et al.* (2018), que constataram que os conselheiros interconectados recebem uma remuneração mais significativa em relação aos membros que não sentam em outros conselhos. A variável *Form* também apresentou resultados diferentes em relação à Regressão 1. Além de confirmar o resultado positivo e significativo na associação entre a área de formação em direito e a remuneração também foi descoberto que os conselhos com maior número de membros com formação em administração e engenharia recebem uma maior remuneração. Esses resultados foram apresentados nas especificações 1 e 2.

Ao contrário dos achados nos testes anteriores, a variável *Age* não apresentou resultados estatisticamente significativos na especificação 1. Todavia, na especificação 2, foi incluída a variável idade ao quadrado, a qual demonstrou um resultado estatisticamente significativo tanto para a variável *Age*, quanto para a variável $(Age)^2$. Cabe ressaltar que no caso da variável $(Age)^2$, o coeficiente é negativo.

Por fim, quando utilizado o logaritmo da remuneração média do conselho como variável dependente, a especificação mais completa do modelo de regressão tem maior poder explicativo. O R^2 ajustado passa de cerca de 0,269 na especificação 5 da Regressão 1 para 0,455 na especificação 2 do modelo de regressão 2.

Em suma, na Regressão 2, também não foram encontradas evidências que suportem as hipóteses 1 e 2 do presente estudo.

Quadro 7 - Síntese dos Resultados Obtidos no Estudo

Variável	Classificação	Sinal Esperado	Sinal Encontrado	Significância	Modelo
Remuneração do Conselho de Administração (<i>Rem</i>)	Dependente				
Frequência nas Reuniões (<i>Fr</i>)	Independente	+	+	Não significativa	
Reuniões (<i>Meet</i>)	Independente	+	-	Não significativa	
Idade Média do Conselho de Administração (<i>Age</i>)	Controle	+	+	Significante	2 - 3 - 4 - 5
Gênero (<i>Gn</i>)	Controle	-	+	Não significativa	
Área de Formação (<i>Form</i>)	Controle	+	+/-	Significante	3 - 4 - 5
Nível Escolaridade (Graduação) (<i>Grad</i>)	Controle	+	-	Não significativa	
Nível Escolaridade (Pós Lato Sensu) (<i>Poslato</i>)	Controle	+	+	Não significativa	
Nível Escolaridade (Pós Stricto Sensu) (<i>Posstricto</i>)	Controle	+	-	Não significativa	
Prazo de Mandato (<i>Mand</i>)	Controle	+	+	Não significativa	
Participação em comitês (<i>Comitê</i>)	Controle	+	+	Significante	2 - 3 - 4 - 5
Conselhos Interligados (<i>Interlock</i>)	Controle	+	+	Não significativa	
Conselhos Independentes (<i>Boardind</i>)	Controle	+	+	Significante	2 - 3 - 4 - 5
Tamanho do Conselho (<i>Boardsize</i>)	Controle	+/-	-	Significante	2 - 3
Tamanho da Empresa (<i>Firmsize</i>)	Controle	+	+	Significante	1 - 2 - 3 - 4 - 5
Tipo de Controle Acionário (<i>Control</i>)	Controle	?	+/-	Significante	4
Sector Econômico da Empresa (<i>Set</i>)	Controle	?	+/-	Significante	5
Nível de Governança Corporativa (<i>NGC</i>)	Controle	+	-	Significante	5
Tamanho da Firma de Auditoria (<i>Big4</i>)	Controle	-	-	Não significativa	
Endividamento (<i>End</i>)	Controle	+/-	+	Não significativa	
Retorno sobre o Ativo (<i>ROA</i>)	Controle	+	+	Não significativa	
Tangibilidade dos Ativos (<i>Tang</i>)	Controle	-	+	Significante	1 - 2 - 3 - 4
Margem Líquida (<i>ML</i>)	Controle	+	-	Significante	1 - 2 - 3 - 4 - 5
Liquidez Corrente (<i>LC</i>)	Controle	+/-	+	Significante	1

Fonte: Elaborado pela autora segundo dados do estudo (2018)

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesse capítulo, apresenta-se os resultados do presente estudo e as recomendações com futuras pesquisas relacionadas ao tema.

5.1 Conclusões

A pesquisa teve como objetivo analisar a existência da relação entre a frequência dos conselheiros, o número de reuniões anual e a remuneração do Conselho de Administração, fundamentando-se na teoria de agência. Com uma amostra de empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2015 a 2016, foram estimadas diferentes especificações do modelo de regressão a fim de identificar a associação entre a frequência dos membros e a remuneração do conselho de administração no cenário brasileiro, onde o sistema de governança sofreu uma reforma recente, através das alterações na IN CVM 480/09.

Em relação ao primeiro objetivo específico, o presente estudo confirma os achados na literatura anterior, demonstrando que os membros independentes têm impacto positivo na remuneração do conselho de administração. Esses achados sugerem que os conselheiros independentes provavelmente mitigarão o problema de agência entre acionistas controladores e minoritários através de seu papel de monitoramento desempenhado nas empresas.

O segundo objetivo específico, que verificou se a participação dos membros do conselho em comitês de assessoramento influencia a remuneração, foi atingido. Os resultados corroboram com a literatura existente, indicando que os comitês influenciam as estratégias corporativas e impactam o desempenho das empresas, bem como a remuneração dos administradores.

No que tange ao terceiro objetivo específico, não foi possível afirmar que a participação feminina no conselho de administração influencia o percentual de frequência nas reuniões. Embora, estudos precedentes afirmem que os membros do conselho de sexo feminino são menos propensos a ter problemas de comparecimento às reuniões e que uma maior fração de mulheres no conselho melhora o comportamento de frequência dos conselheiros do sexo masculino (ADAMS; FERREIRA, 2009), acredita-se que esse resultado se deu em virtude do número

reduzido de mulheres nos conselhos de administração, bem como o tamanho da amostra.

Em se tratando das variáveis de controle relacionadas às características da empresa, destaca-se que o tamanho da empresa está diretamente associado com a remuneração do conselho de administração, indicando que quanto maior é a empresa, maior será a remuneração do conselho de administração. Ao testar se a espécie de controle acionário afeta a remuneração do conselho, identificou-se que a remuneração do conselho de administração é menor nas empresas estatais. Ainda, em relação à rentabilidade da empresa descobriu-se que as empresas mais rentáveis desembolsam uma menor remuneração ao conselho.

Além do mais, o presente estudo demonstra que as características pessoais dos conselheiros são determinantes na compreensão da remuneração do conselho. Os resultados evidenciam que os membros interconectados influenciam negativamente o pagamento do conselho. Tal constatação valida parte da literatura prévia, que esclarece que os conselheiros ocupados são prejudiciais ao desempenho da empresa, uma vez que os conselhos adicionais aumentam a carga de trabalho, reduzindo assim o tempo e a atenção que podem dedicar a qualquer conselho individual. No que diz respeito à qualificação dos conselheiros, conclui-se que cerca de 90% possuem nível superior e as áreas de formação mais identificadas são engenharia, administração e direito, que também demonstraram uma relação positiva com a remuneração. Por fim, a relação da idade média dos membros, que é de 57 anos, está associada a maiores remunerações.

Em suma, pode se verificar que as variáveis indicativas do esforço do conselho de administração, medidas pelo percentual de comparecimento dos conselheiros nas reuniões, bem como o número de reuniões realizadas no exercício social não demonstraram significância estatística para explicar a remuneração. Dessa forma, não foram encontradas evidências que suportam as hipóteses 1 e 2.

Finalizando, pode se mencionar que essa pesquisa faz uma contribuição, mesmo que modesta, para o debate a respeito da governança corporativa das empresas brasileiras, investigando o comportamento da frequência do conselho de administração às reuniões.

Cabe salientar, ainda, que os resultados desse estudo são válidos apenas para a amostra analisada e o período considerado, não podendo ser generalizados para a população de companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA.

5.2 Sugestões para Estudos Futuros

Para futuros estudos, sugere-se a análise da estrutura da remuneração tanto do conselho de administração, quanto dos executivos, levando em consideração os percentuais fixos e os percentuais variáveis (incluindo a participação acionária), uma vez que as empresas que possuem uma forte governança corporativa empregam estruturas de remuneração diferentes para determinados perfis de conselheiros e executivos.

Outra ideia oportuna se refere à utilização de diferentes métricas para a definição da medida de ocupação dos conselheiros, por exemplo, usar como medida alternativa o fato de o membro do conselho participar da diretoria de outras companhias.

Além disso, é importante que estudos futuros incluam mais características dos conselheiros, como o número de mandato consecutivos cumprido pelo membro do conselho, visto que os conselheiros acumulam conhecimento da empresa ao longo do tempo, podendo afetar a remuneração. O número de mandatos consecutivos fora incluído na presente pesquisa, já que fazia parte das mudanças trazidas pela legislação, entretanto, devido a grande maioria das empresas da amostra não divulgarem tal informação, foi necessária a exclusão da referida variável.

REFERÊNCIAS

- ABRAMOV, Alexander, RADYGIN, A., ENTOV, R., & CHERNOVA, M. State ownership and efficiency characteristics. **Russian Journal of Economics**, v. 3, n. 2, p. 129-157, 2017.
- ADAMS, Renée B.; FERREIRA, Daniel. Do directors perform for pay? **Journal of Accounting and Economics**, v. 46, n. 1, p. 154-171, 2008.
- ADAMS, Renée B.; FERREIRA, Daniel. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. **Journal of financial economics**, v. 94, n. 2, p. 291-309, 2009.
- ADAMS, Renée Birgit; FERREIRA, Daniel. Regulatory pressure and bank directors' incentives to attend board meetings. **International Review of Finance**, v. 12, n. 2, p. 227-248, 2012.
- ADAMS, Renée. **What do boards do?** Evidence from board committee and director compensation data. Working Paper. University of Queensland, 2003.
- ADAMS, Renée B.; AKYOL, Ali C.; VERWIJMEREN, Patrick. Director skill sets. **Journal of Financial Economics**, 2018.
- ADAMS, Renee; AKYOL, Ali; VERWIJMEREN, Patrick. Director skill sets. **Journal of Financial Economics**. (forthcoming), 2017.
- AGRAWAL, Anup, CHADHA, Sahiba. Corporate governance and accounting scandals. **The Journal of Law & Economics**. 48, 371–406, 2005.
- AGRAWAL, Anup, KNOEBER, Charles R. Do some outside directors play a political role? **The Journal of Law & Economics**. 44, 179–198, 2001.
- AGUDO, Luis Ferruz; SANJUÁN, Isabel Marco; FRAILE, Isabel Acero. Evolución temporal de los códigos de buen gobierno en España. **Boletín Económico de ICE**. 2948, pp. 19-28, 2008.
- AGUILERA, Ruth V.; CUERVO-CAZURRA, Alvaro. Codes of good governance. **Corporate governance: an international review**, v. 17, n. 3, p. 376-387, 2009.
- AGUIR, Iness et al. Liability protection, director compensation, and incentives. **Journal of Financial Intermediation**, v. 23, n. 4, p. 570-589, 2014.
- AHERN, Kenneth R.; DITTMAR, Amy K. The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 127, n. 1, p. 137-197, 2012.
- ALMEIDA, R. S. de; KLOTZLE, M. C.; & PINTO, A. C. F. Composição do Conselho de Administração no Setor de Energia Elétrica do Brasil. DOI: 10.15600/1679-

5350/rau.v11n1p156-180. **Revista de Administração da Unimep - Unimep Business Journal**, 11(1), 156-180, 2013.

ANDREAS, J. M.; RAPP, M. S.; & WOLFF, M. Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data. **Review of Managerial Science**, 6(1), 33-79, 2012.

ANG, James S.; DING, David K. Government ownership and the performance of government-linked companies: The case of Singapore. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 16, n. 1, p. 64-88, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Administração do capital de giro**, 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

AUDRETSCH, David B.; LEHMANN, Erik. Entrepreneurial access and absorption of knowledge spillovers: Strategic board and managerial composition for competitive advantage. **Journal of Small Business Management**, v. 44, n. 2, p. 155-166, 2006.

AUSTIN, D. V. Independence of the board committees. **Hoosier Banker**, v. 86, p. 10, 2002.

BAEK, H. Young; JOHNSON, Darlene R.; KIM, Joung W. Managerial ownership, corporate governance, and voluntary disclosure. **The Journal of Business and Economic Studies**, v. 15, n. 2, 44–58, 2009.

BAKER, George P.; HALL, Brian J. CEO incentives and firm size. **Journal of Labor Economics**, v. 22, n. 4, p. 767-798, 2004.

BARONTINI, Roberto; BOZZI, Stefano. Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. **Journal of Management & Governance**, v. 15, n. 1, p. 59-89, 2011.

BEBCHUK, Lucian; COHEN, Alma; FERRELL, Allen. What matters in corporate governance?. **The Review of financial studies**, v. 22, n. 2, p. 783-827, 2008.

BERLE, A.A.; MEANS, G.C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. tradução de Dinah de Abreu Azevedo, São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BERRONE, M. **Estudio sobre la Estructura de los Consejos de Administración: Una visión contrastada entre Inversores Institucionales y Presidentes**. IESE Business School: Universidade de Navarra, 2009.

BIZJAK, John M.; LEMMON, Michael L.; NAVEEN, Lalitha. Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation?. **Journal of Financial Economics**, v. 90, n. 2, p. 152-168, 2008.

BLATT, Adriano. **Análise de balanços: estruturação e avaliação das demonstrações financeiras e contábeis**. São Paulo: Makron Books, 2001.

BM&FBOVESPA. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/listagem/> Acesso em: 15 jul. 2017.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Site da Presidência da República do Brasil. Disponível em: <http://www.planalto.com.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm> Acesso em: 15 jul. 2016.

BRICK, I. E.; PALMON, O.; & WALD, J. K. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. **Journal of Corporate Finance**, 12(3), 403-423, 2006.

BRICK, Ivan E.; CHIDAMBARAN, N. K. Board meetings, committee structure, and firm value. **Journal of corporate finance**, v. 16, n. 4, p. 533-553, 2010.

BRUNI, Adriano Leal. **A análise contábil e financeira**. São Paulo: Atlas, 2000.

BRYAN, Stephen H. et al. **Compensation of outside directors: An empirical analysis of economic determinants**, Working paper, Baruch College, City University of New York, 2000.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, 2001.

CAI, Jie; GARNER, Jacqueline L.; WALKLING, Ralph A. Electing directors. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 5, p. 2389-2421, 2009.

CARCELLO, Joseph V. et al. Board characteristics and audit fees. **Contemporary accounting research**, v. 19, n. 3, p. 365-384, 2002.

CASTRO, Alexandre Infante de. **Remuneração dos Administradores de Companhias Abertas**. Monografia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

CHOU, H. I.; CHUNG, H.; & YIN, X. Attendance of board meetings and company performance: Evidence from Taiwan. **Journal of Banking & Finance**, 37(11), 4157-4171, 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>>. Acesso em: 06 jun. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM 552, de 9 de outubro de 2014**. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de novembro de 2009 e altera dispositivos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 e da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst552.html>>. Acesso em: 07 jun. 2016.

CONGER, Jay; LAWLER, Edward E. **Sharing leadership on corporate boards: A critical requirement for teamwork at the top.** *Organizational Dynamics*, Vol. 38, pp. 183-191, 2009.

CONNELLY, J. Thomas; LIMPAPHAYOM, Piman; SULLIVAN, Michael J. **Corporate governance, family ownership and executive compensation:**evidence from Thailand. Working Paper, 2012.

CONTARDI, Osvaldo. **Presença feminina nas companhias do novo mercado e influência no desempenho financeiro.** 2015. 71f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas), São Paulo: FECAP, 2015.

CONYON, Martin J.; PECK, Simon I.; SADLER, Graham V. Corporate tournaments and executive compensation: Evidence from the UK. *Strategic Management Journal*, v. 22, n. 8, p. 805-815, 2001.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(1), 2-37, 2014.

CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes; LOUVET, Pascal. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.

CRESPÍ-CLADERA, Rafel; GISPERT, Carles. Total board compensation, governance and performance of Spanish listed companies. *Labour*, v. 17, n. 1, p. 103-126, 2003.

DAH, Mustafa A.; FRYE, Melissa B. Is board compensation excessive?. *Journal of Corporate Finance*, v. 45, p. 566-585, 2017.

DAVIDSON, Wallace N.; PILGER, Theodore; SZAKMARY, Andrew. Golden parachutes, board and committee composition, and shareholder wealth. *Financial Review*, v. 33, n. 4, p. 17-32, 1998.

DE CAMARGO OLIVA, EDUARDO; GALVÃO DE ALBUQUERQUE, LINDOLFO. Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, v. 4, n. 1, 2007.

DEFOND, Mark L., HANN, Rebecca N., HU, Xuesong. Does the market value financial experience on audit committees of board of directors? *Journal of Accounting Research*. 43, 153–193, 2005.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 2, p. 9-27, 2002.

ECKEL, Catherine C.; GROSSMAN, Philip J. Men, women and risk aversion: Experimental evidence. **Handbook of experimental economics results**, v. 1, p. 1061-1073, 2008.

ERHARDT, Niclas L.; WERBEL, James D.; SHRADER, Charles B. Board of director diversity and firm financial performance. **Corporate governance: An international Review**, v. 11, n. 2, p. 102-111, 2003.

ERTUGRUL, Mine; SEZER, Özcan; SIRMANS, C. F. Financial leverage, CEO compensation, and corporate hedging: evidence from real estate investment trusts. **The Journal of Real Estate Finance and Economics**, v. 36, n. 1, p. 53-80, 2008.

FAHLENBRACH, Rüdiger; LOW, Angie; STULZ, René M. Why do firms appoint CEOs as outside directors?. **Journal of Financial Economics**, v. 97, n. 1, p. 12-32, 2010.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, 26(2): 301–325, 1983a.

FAMA, E.F., JENSEN, M.C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law and Economics** 26, 327–349, 1983b.

FAMA, Eugene F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of political economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Industry costs of equity. **Journal of financial economics**, v. 43, n. 2, p. 153-193, 1997.

FAN, Joseph et al. **Expropriation of minority shareholders**: Evidence from East Asia, 1999.

FALEYE, Olubunmi; REIS, Ebru; VENKATESWARAN, Anand. The determinants and effects of CEO–employee pay ratios. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 8, p. 3258-3272, 2013.

FARRELL, K. A.; FRIESEN, G. C.; HERSCH, P. L. How do firms adjust director compensation? **Journal of Corporate Finance**, 14(2), 153-162, 2008.

FEDASEYEU, Viktor; LINCK, James S.; WAGNER, Hannes F. Do qualifications matter? New evidence on board functions and director compensation. **Journal of Corporate Finance**, v. 48, p. 816-839, 2018.

FERRIS, Stephen P.; LIAO, Min-Yu Stella; TAMM, Chris. The compensation of busy directors: An international analysis. **Research in International Business and Finance**, 2017.

FICH, Eliezer M. Are some outside directors better than others? Evidence from director appointments by Fortune 1000 firms. **The Journal of Business**, v. 78, n. 5, p. 1943-1972, 2005.

FIELD, Laura; LOWRY, Michelle; MKRTCHYAN, Anahit. Are busy boards detrimental?. **Journal of Financial Economics**, v. 109, n. 1, p. 63-82, 2013.

FOCKE, Florens; MAUG, Ernst; NIESSEN-RUENZI, Alexandra. The impact of firm prestige on executive compensation. **Journal of financial economics**, v. 123, n. 2, p. 313-336, 2017.

FRANCIS, Bill; HASAN, Iftekhhar; WU, Qiang. Professors in the boardroom and their impact on corporate governance and firm performance. **Financial management**, v. 44, n. 3, p. 547-581, 2015.

GERETY, Mason; HOI, Chun-Keung; ROBIN, Ashok. Do shareholders benefit from the adoption of incentive pay for directors?. **Financial Management**, p. 45-61, 2001.

GHOSH, Chinmoy; SIRMANS, C. F. On REIT CEO compensation: Does board structure matter?. **The Journal of Real State Finance and Economics**, v. 30, n. 4, p. 397-428, 2005.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisas**. 5. Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. Corporate financial structure and managerial incentives. In: **The economics of information and uncertainty**. University of Chicago Press, 1982. p. 107-140.

GÜNER, A. Burak, MALMENDIER, Ulrike, TATE, Geoffrey. Financial expertise of directors. **Journal of Financial Economics**. 88, 323–354, 2008

HENDRIKSEN, Elton S.; BREDÁ, Michael F. Van. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas 1999.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. (2001) Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. **Economic Policy Review-Federal Reserve Bank of New York**, 9(1), 7–26.

HOJI, Masakazu. **Administração Financeira E Orçamentária: Matemática Financeira Aplicada, Estratégias Financeiras, Orçamento Empresarial**. São Paulo: Atlas, 2000.

HOLTHAUSEN, Robert W.; LARCKER, David F. Organizational-structure and financial performance. In: **Journal of Finance**. 44 West Fourth St, Ste 9-190, New York, NY 10012: Amer Finance Association, 1994. p. 1072-1073.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed./Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Portal**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 15 jul. 2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 15 jul.2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Relatório de mulheres na administração das empresas brasileiras listadas, 2010 e 2011**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org/index.php/biblioteca/4905/Relatorio-de-mulheres-na-administracao-das-empresas-brasileiras-listadas-2010-2011>>. Acesso em: 10 jun. 2016.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de Balanços**: análise da liquidez e do endividamento, análise do giro, rentabilidade e alavancagem financeira. São Paulo: Atlas, 1998.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**. 48, 831–880, 1993.

JOHL, Satirenjit Kaur; KAUR, Shireenjit; COOPER, Barry J. Board characteristics and firm performance: Evidence from Malaysian public listed firms. **Journal of Economics, Business and Management**, v. 3, n. 2, p. 239-243, 2015.

KESNER, Idalene F. Directors' characteristics and committee membership: An investigation of type, occupation, tenure, and gender. **Academy of Management journal**, v. 31, n. 1, p. 66-84, 1988.

KLEIN, April. Firm performance and board committee structure. **The Journal of Law and Economics**, v. 41, n. 1, p. 275-304, 1998.

KLEIN, April. Firm performance and board committee structure. **The Journal of Law and Economics**, v. 41, n. 1, p. 275-304, 1998.

KRISHNAN, Jayanthi, WEN, Yuan, ZHAO, Wanli. Legal expertise on corporate audit committees and financial reporting quality. **Journal of Accounting. Review**. 86, 2099–2130, 2011.

LA PORTA, Rafael et al. The quality of government. **The Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 15, n. 1, p. 222-279, 1999.

LAGO-PEÑAS, Santiago, RIVO-LOPEZ, Elena; VILLANUEVA-VILLAR, Mónica. The relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case. No. 1602. Universidade de Vigo, GEN - **Governance and Economics Research Network**, 2016.

LAHLOU, Ismail; NAVATTE, Patrick. Director compensation incentives and acquisition performance. **International Review of Financial Analysis**, v. 53, p. 1-11, 2017.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea** 6.1 (2002): 7-18.

LEFORT, Fernando; URZÚA, Francisco. Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. **Journal of Business Research**, v. 61, n. 6, p. 615-622, 2008.

LIN, Ying-fen; YEH, Yaying Mary Chou; YANG, Feng-ming. Supervisory quality of board and firm performance: A perspective of board meeting attendance. **Total Quality Management & Business Excellence**, v. 25, n. 3-4, p. 264-279, 2014.

LINCK, James S.; NETTER, Jeffry M.; YANG, Tina. The effects and unintended consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the supply and demand for directors. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 8, p. 3287-3328, 2008.

LINN, S. C.; & Park, D. Outside director compensation policy and the investment opportunity set. **Journal of Corporate Finance**, 11(4), 680-715, 2005.

LIU, Huilong; Wdah, Hong; WU, Liansheng. Removing vacant chairs: Does independent directors' attendance at board meetings matter?. **Journal of business ethics**, v. 133, n. 2, p. 375-393, 2014.

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa – O Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. Rio de Janeiro: Campus. 5ª edição, 2000.

LÜCKERATH-ROVERS, Mijntje. Women on boards and firm performance. **Journal of Management & Governance**, v. 17, n. 2, p. 491-509, 2013.

MACIEL PEIXOTO, Fernanda; ASSIS BUCCINI, Aline Rabelo. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos?. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 18, 2013.

MAGNAN, M.; ST-ONGE, S.; GÉLINAS, P. Director compensation and firm value: A research synthesis. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 7, n. 1, p. 28-41, 2010.

MARION, José Carlos. **Análise Das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial**. São Paulo: Atlas, 2000.

MASULIS, R. W.; MOBBS, S. Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy? **Journal of Financial Economics**, 111(2), 406-429, 2014.

MIN, Byung S.; CHIZEMA, Amon. Board meeting attendance by outside directors. **Journal of Business Ethics**, p. 1-17, 2015.

NTIM, Collins G.; OSEIT, Kofi A. The impact of corporate board meetings on corporate performance in South Africa. **African Review of Economics and Finance**, v. 2, n. 2, p. 83-103, 2011.

OLIVA, Eduardo de Camargo; ALBUQUERQUE, L. G. Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. **BASE**

- **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos.** São Leopoldo: UNISINOS, 2007.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. **Governança Corporativa na prática.** São Paulo: Atlas, 2015.

PRADO, Roberta Nioac. **Direito, gestão e prática:** empresas familiares: governança corporativa, governança familiar e governança jurídica. São Paulo: Saraiva, 2011.

PERRY, Tod; PEYER, Urs. Board seat accumulation by executives: A shareholder's perspective. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 4, p. 2083-2123, 2005.

PINDADO, Julio; DE LA TORRE, Chabela. The role of investment, financing and dividend decisions in explaining corporate ownership structure: Empirical evidence from Spain. **European Financial Management**, v. 12, n. 5, p. 661-687, 2006.

RYAN, H. E., & WIGGINS, R. A. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. **Journal of Financial Economics**, 73(3), 497-524, 2004.

SMITH, Adam. *The Wealth of Nations*. Modern Library. **New York**, p. 423, 1937.

SILVA DE ALMEIDA, Renata; CABUS KLOTZLE, Marcelo; FIGUEIREDO PINTO, Antonio Carlos. Composição do conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. **Revista de Administração da UNIMEP**, v. 11, n. 1, 2013.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras.** Tese de Doutorado. Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2002.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

TERJESEN, Siri; SEALY, Ruth; SINGH, Val. Women directors on corporate boards: A review and research agenda. **Corporate Governance: an International Review**, v. 17, n. 3, p. 320-337, 2009.

VAFEAS, Nikos. Board meeting frequency and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, n. 1, p. 113-142, 1999.

VILLANUEVA-VILLAR, Monica; RIVO-LOPEZ, Elena; LAGO-PENAS, Santiago. On the relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case. **BRQ Business Research Quarterly**, v. 19, n. 4, p. 233-245, 2016.

WU, Chen-Hui. Family ties, board compensation and firm performance. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 23, n. 4, p. 255-271, 2013.

YE, K. Independent director cash compensation and earnings management. **Journal of Accounting and Public Policy**, 33(4), 391-400, 2014.