

**UNIVERSIDADE MUNICIPAL DE SÃO CAETANO DO SUL
PRÓ-REITORIA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
DOUTORADO**

Edilson Gonçalves Teixeira

**Proposta de um Índice de Qualidade da Estrutura da Remuneração
da Alta Administração alinhado às melhores práticas de
Governança Corporativa**

**São Caetano do Sul
2025**

EDILSON GONÇALVES TEIXEIRA

**Proposta de um Índice de Qualidade da Estrutura da Remuneração
da Alta Administração alinhado às melhores práticas de
Governança Corporativa**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Municipal de São Caetano do Sul como requisito para a obtenção do título de Doutor em Administração.

Área de Concentração: Gestão, Regionalidade e Inovação

Orientador: Prof. Dr. Eduardo de Camargo Oliva

O presente trabalho é realizado com o apoio da Universidade Municipal de São Caetano do Sul.

**São Caetano do Sul
2025**

FICHA CATALOGRÁFICA

Teixeira, Edilson Gonçalves

Proposta de um Índice de Qualidade da Estrutura da Remuneração da Alta Administração alinhado às melhores práticas de Governança Corporativa / Edilson Gonçalves Teixeira – 2025.

366 f.: il.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo de Camargo Oliva.

Tese (Doutorado) - Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade Municipal de São Caetano do Sul – USCS, São Caetano do Sul, 2025.

1. Governança Corporativa. 2. Remuneração alta administração. 3. Índice de qualidade da remuneração da alta administração. 4. Investidores. 5. Gestão de Organizações e Tecnologias. I. Oliva, Eduardo de Camargo. II. Proposta de um Índice de Qualidade da Estrutura da Remuneração da Alta Administração alinhado às melhores práticas de Governança Corporativa.

Reitor da Universidade Municipal de São Caetano do Sul

Prof. Dr. Leandro Campi Prearo

Pró-reitor de Pós-graduação e Pesquisa

Prof. Dr. Eduardo de Camargo Oliva

Gestor do Programa de Pós-graduação em Administração

Prof. Dr. Celso Machado Júnior

Tese de Doutorado defendida e aprovada em 26 de novembro de 2025 pela Banca Examinadora constituída pelos professores:

Prof. Dr. Eduardo de Camargo Oliva - Universidade Municipal de São Caetano do Sul - USCS

Prof. Dr. Sérgio Feliciano Crispim - Universidade Municipal de São Caetano do Sul – USCS

Prof. Dr. Edson Keyso de Miranda Kubo - Universidade Municipal de São Caetano do Sul - USCS

Prof. Dr. Fabio Lotti Oliva – Universidade de São Paulo - USP

Prof. Dr. Benny Kramer Costa – Universidade Nove de Julho - UNINOVE

À

Denise, companheira incansável de tantos anos, que esteve presente em cada desafio e celebração desta caminhada. Seu apoio, paciência e carinho foram fundamentais para cada conquista. Sou profundamente grato por tudo o que compartilhamos. Nada disso teria sentido sem você ao meu lado.

À

Julianna, que, com sua doçura e espontaneidade, trouxe uma nova dimensão de felicidade e completude à minha história.

AGRADECIMENTOS

Seria impossível nomear todas as pessoas que, direta ou indiretamente, contribuíram para a conclusão desta Tese de Doutorado. Contudo, não poderia deixar de reconhecer, nominalmente, a colaboração especial de algumas pessoas:

Em especial, registro minha sincera gratidão ao Prof. Dr. Eduardo de Camargo Oliva, cuja orientação atenta e consistente foi importante não apenas para o rigor metodológico, mas também para a definição e amadurecimento do tema desta tese. Sua experiência acadêmica, generosidade intelectual e visão estratégica foram determinantes para o direcionamento deste trabalho, tornando-se referência e inspiração em cada etapa do processo.

Expresso minha profunda gratidão aos membros da banca examinadora, Prof. Dr. Sérgio Feliciano Crispim, Prof. Dr. Edson Keyso de Miranda Kubo, Prof. Dr. Fabio Lotti Oliva e Prof. Dr. Benny Kramer Costa, por gentilmente dedicarem seu tempo e expertise na análise desta Tese. Suas valiosas críticas e sugestões contribuíram para o aprimoramento e enriquecimento desta pesquisa, consolidando sua relevância acadêmica e prática.

Agradeço aos professores do Programa de Pós-graduação da Universidade Municipal de São Caetano do Sul, aos funcionários da Secretaria de Pós-Graduação e todos os colegas discentes que contribuíram para viabilizar a realização desta Tese.

Também registro minha especial gratidão à Universidade Presbiteriana Mackenzie, instituição que oportunizou a realização de disciplinas por matrícula cruzada, as quais contribuíram para o aprofundamento da minha formação acadêmica. Destaco, em particular, os professores Prof. Dr. Wilson Nakamura e Prof. Dr. Eli Hadad Junior, cujas aulas e orientações em disciplinas avançadas de Finanças enriqueceram meu percurso intelectual e a qualidade desta Tese.

Agradeço a Universidade Municipal de São Caetano do Sul pela concessão de bolsa de estudo parcial, que viabilizou a realização deste estudo.

Aos meus pais por tudo que me ensinaram nesta vida. Aos meus tios, José Damasceno Gonçalves e Aldir Pinheiro, por me ensinaram a buscar por um padrão moral elevado e conduta digna frente às dificuldades da vida.

“O homem bom procura não reter a verdade para si próprio, antes, ele intenta passar essas riquezas aos seus semelhantes, pois isso é a realização da verdade.”

(Livro de Urântia, 94:6.6)

TEIXEIRA, Edilson Gonçalves. **Proposta de um Índice de Qualidade da Estrutura da Remuneração da Alta Administração alinhado às melhores práticas de Governança Corporativa.** Universidade Municipal de São Caetano do Sul. São Caetano do Sul, SP, 2025.

RESUMO

Esta tese investiga a qualidade da remuneração da alta administração em empresas brasileiras listadas na B3, abordando sua relevância no contexto de governança corporativa e alinhamento de interesses entre executivos e acionistas. O objetivo principal consiste em propor, operacionalizar e validar o índice *QR_AA*, destinado a aferir, de modo objetivo e comparável, o grau de aderência das práticas de remuneração da alta administração aos princípios de governança corporativa. Para tanto, a pesquisa adota abordagem metodológica sequencial exploratória, combinando análise documental de dados públicos (formulários de referência, relatórios anuais e de sustentabilidade e informes de governança) e procedimentos empíricos, como entrevistas semiestruturadas com profissionais de Relações com Investidores de empresas representativas dos diferentes segmentos de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2). O desenvolvimento do índice *QR_AA* envolveu a seleção e ponderação criteriosa de nove variáveis-chave, representativas de dimensões como alinhamento da remuneração da alta administração com desempenho, transparência, controle de privilégios, integração ESG e presença de comitês especializados. Os resultados evidenciam heterogeneidade no padrão de remuneração da alta administração e nas práticas de governança entre as empresas avaliadas, sem concentração exclusiva das melhores práticas em determinado segmento. A verificação cruzada com as companhias revelou convergência entre a mensuração proposta e a percepção dos profissionais entrevistados, além de contribuições relevantes quanto à aplicação, à limitação e ao aprimoramento futuro da metodologia. As análises comparativas, sustentadas pelo referencial teórico internacional, corroboram a utilidade do *QR_AA* como instrumento adicional para profissionais do mercado de capitais, investidores e reguladores na avaliação da qualidade das políticas remuneratórias. As principais conclusões indicam que o índice *QR_AA* apresenta potencial para padronizar o monitoramento e estimular a transparência nas informações sobre remuneração da alta administração, fornecendo um referencial adicional para os profissionais do mercado de capitais. Entre as contribuições do estudo, destacam-se a sistematização metodológica inédita, a aplicabilidade prática do índice e o estímulo ao aprimoramento contínuo das práticas de governança no mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: governança corporativa, remuneração da alta administração, índice de qualidade da remuneração da alta administração, investidores, gestão de organizações e tecnologias

TEIXEIRA, Edilson Gonçalves. **Proposal for a Quality Index of the Executive Compensation Structure Aligned with Best Corporate Governance Practices.**

Universidade Municipal de São Caetano do Sul. São Caetano do Sul, SP, 2025.

ABSTRACT

This doctoral thesis explores the quality of executive compensation in Brazilian publicly traded companies listed on B3, highlighting its strategic relevance for corporate governance and the alignment of interests between management and shareholders. The main objective was to design, implement, and validate a new index -*QR_AA*- capable of providing an objective and comparable assessment of how closely executive compensation practices adhere to established corporate governance principles. To achieve these goals, the research followed a sequential exploratory design, combining rigorous analysis of public data sources, such as reference forms, annual and sustainability reports, and governance *disclosures*, with empirical insights collected through semi-structured interviews. The interviews involved Investor Relations professionals representing leading companies across different B3 governance segments (New Market, Level 1 and Level 2). The construction of the *QR_AA* index involved the careful selection and weighting of nine core variables that capture essential dimensions, including pay-performance alignment, transparency, perquisite control, ESG integration, and the presence of specialized board committees. Key findings reveal significant variation in executive pay patterns and governance practices across the sample, with no clear concentration of best practices in any single governance segment. The cross-checking of results with company representatives confirmed the practical relevance of the index and showed a high degree of convergence between the quantitative measurement and market perceptions. Moreover, interviewees provided valuable feedback regarding the usability, boundaries, and areas for future refinement of the methodology. Comparative analyses, grounded in leading international literature, reinforce the value of the *QR_AA* index as a practical tool for capital markets professionals, investors, and regulators, enhancing due diligence and the quality of decision-making in remuneration oversight. The research concludes that the *QR_AA* index has strong potential to standardize monitoring and reporting practices on executive pay, thus supporting a more transparent and robust governance environment. Noteworthy contributions of this study include the creation of a practical and scalable framework, the demonstration of its real-world applicability, and its capacity to foster the ongoing evolution of governance standards in Brazil's capital markets.

Keywords: corporate governance, executive compensation, executive compensation quality index, investors, management of organizations and technologies

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ANCOVA	Análise de Covariância
ANOVA	Análise de Variância
B3	Brasil, Bolsa, Balcão- Bolsa de Valores do Brasil (antiga BM&F Bovespa)
BSC	<i>Balanced Scorecard</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
D&O	<i>Directors and Officers Liability Insurance</i>
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DVG&A	Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
EUA	Estados Unidos da América
EV	<i>Enterprise Value</i>
EVA	<i>Economic Value Added</i>
FoE	<i>Firms of Endearment</i>
FRE	Formulário de Referência CVM
GL	Graus de liberdade em Estatística
GMM	Método Generalizado dos Momentos
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGCx	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada B3
IQR	<i>Interquartile Range</i>
ISE B3	Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3
ISS	<i>Institutional Shareholders Services</i>
Ln_EV	Logaritmo natural <i>Enterprise Value</i>
Ln_RV	Logaritmo natural Receita Líquida de Vendas
LPA	Lucro por Ação
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>
NDGC	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – B3

NPS	<i>Net Promoter Score</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
ON	Ações ON, ou ações ordinárias
ONU	Organizações das Nações Unidas
OPA	Oferta Pública de Aquisição de Ações
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PAS	Processos Administrativos Sancionadores – CVM
PLANEJAR	Associação Brasileira de Planejadores Financeiros
PN	Ações PN, ou ações preferenciais
PPS	<i>Pay-Performance Sensitivity</i>
Q-Q plot	<i>Quantile-Quantile plot</i>
QR_AA	Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração
Q de Tobin	Razão entre Valor de Mercado (EV) e o custo de reposição da empresa
RI	Relações com Investidores – departamento ou área
RLV	Receita Líquida de Vendas
ROA	<i>Return on Assets</i>
ROE	<i>Return on Equity</i>
ROIC	<i>Return on Invested Capital</i>
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
S&P 500	Standard and Poor's 500 – Dow Jones Indices
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SG&A	<i>Sales, General & Administrative Expenses</i>
SIG	Significância Estatística
SPSS	<i>Statistical Package for the Social Sciences</i>
TCLE	Termo de Consentimento Livre e Esclarecido
TSR	<i>Total Shareholder Return</i>
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Princípios de Governança Corporativa – IBGC	41
Figura 2 - Participantes em sistemas de Governança Corporativa	49
Figura 3 - Critérios para decisão de Investimentos no Mercado	57
Figura 4 - Teoria da Agencia integrada a Governança Corporativa	70
Figura 5 - Identificação componentes Remuneração Alta Administração	73
Figura 6 - Hipóteses sobre Governança Corporativa e QR_AA	83
Figura 8 - Abordagem Metodológica Tese	90
Figura 9 - Fases metodológicas da criação do QR_AA.....	98
Figura 10 - Desenvolvimento Índice QR_AA.....	102
Figura 11 - Template para Coleta e Apuração das Variáveis do QR_AA.....	116
Figura 12 - Histograma Resíduos padronizados – Variáveis QR_AA	188
Figura 13 - Dispersão Resíduos padronizados	189

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Resumo Benchmark das Variáveis do QR_AA	129
Tabela 2 - Variáveis Dependente, Independentes e de Controle utilizadas	136
Tabela 3 - Pesos variáveis QR_AA Atribuídos pelos Investidores	150
Tabela 4 - Estatística descritiva e Alfa Cronbach pesquisa com Investidores	153
Tabela 5 - Fluxo de Seleção das Empresas Analisadas NDGC	165
Tabela 6 - Estatísticas Descritivas das Variáveis do QR_AA	167
Tabela 7 - Distribuição das Empresas por NDGC e Setor Econômico	170
Tabela 8 - Benchmarks e Intensidades no Cálculo do QR_AA	173
Tabela 9 - Médias do Índice QR_AA por Variável	175
Tabela 10 - Resultado QR_AA por NDGC	177
Tabela 11 - Resultado QR_AA por Setor Econômico	179
Tabela 12 - Ranking das Empresas por Índice QR_AA	181
Tabela 13 - Estatísticas Descritivas do QR_AA por Segmento e Setor	184
Tabela 14 - Estatística Descritivas das Variáveis QR_AA	187
Tabela 15 - Teste de Normalidade dos Resíduos do Modelo QR_AA	187
Tabela 16 - Diagnóstico de Multicolinearidade (VIF) - QR_AA	189
Tabela 17 - Matriz de Correlação de Pearson - QR_AA	190
Tabela 18 - Resumo do Modelo de Regressão Linear Múltipla – QR_AA	191
Tabela 19 - ANOVA do Modelo de Regressão QR_AA	191
Tabela 20 - Coeficientes da Regressão Linear - QR_AA	192
Tabela 21 - Cálculo Intermediário Regressão do QR_AA Médio	193
Tabela 22 - Estatísticas dos Resíduos Padronizados do Modelo QR_AA	199
Tabela 23 - Teste de Homogeneidade das Variâncias - Hipótese H1	201
Tabela 24 - Teste Post Hoc Tukey HSD - Hipótese H1	201
Tabela 25 - ANOVA - Hipótese H1	201
Tabela 26 - Estatística Descritiva por Segmento - Hipótese 1	202

Tabela 27 - Subconjuntos Homogêneos Tukey HSD – Hipótese 1	202
Tabela 28 - Estatística Descritivas – Hipótese H2.....	204
Tabela 29 - Teste t para Amostras Independentes- Hipótese H2.....	204
Tabela 30 - Estatística Descritivas - Hipótese H3	205
Tabela 31 - Teste t para Amostras Independentes - Hipótese H3.....	206
Tabela 32 - Benchmarks versus Resultados Empíricos das Variáveis QR_AA.....	251
Tabela 33 - Coeficientes da Regressão Múltipla e Interpretação dos Resultados ..	265
Tabela 34 - Efeitos Incrementais das Variáveis no Índice QR_AA.....	273
Tabela 35 - Resumo Hipóteses Sustentadas ou Rejeitadas Tese	282

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Principais Referências sobre Governança Corporativa e Remuneração	30
Quadro 2 - Padrões Globais de Governança Corporativa	43
Quadro 3 - Níveis Diferenciados de Governança Corporativa B3	64
Quadro 4 - Componentes Remuneração Alta Administração	74
Quadro 5 - Resumo Metodológico e Definição de Atividades	91
Quadro 6 - Características Investidores e Profissionais Mercado capitais	94
Quadro 7 - Distribuição setorial e Nível de Governança Corporativa	95
Quadro 8 - Resumo levantamento das variáveis para composição QR_AA	105
Quadro 9 - Fonte coleta dados das Variáveis	113
Quadro 10 - Fórmulas e Benchmarking das Variáveis	117
Quadro 11 - Componentes, exemplos e operacionalização Fórmula QR_AA	132
Quadro 12 - Pesos definido pelos Investidores para QR_AA	151
Quadro 13 - Empresas participantes entrevistas	207
Quadro 14 - Diferenças entre o QR_AA e Índice de Remuneração CEO EUA	257
Quadro 15 - Resultado QR_AA por Empresa – ano base 2024	354
Quadro 16 – Dados secundários Empresas NDGC	362

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	20
1.1	Problema da Pesquisa.....	26
1.2	Objetivos da Pesquisa	27
1.2.1	Objetivo Principal.....	27
1.2.2	Objetivos Específicos	28
1.3	Justificativa e Relevância da Pesquisa.....	28
1.4	Delimitação da Pesquisa	35
1.5	Organização do Estudo	36
1.6	Contribuições da Pesquisa	38
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	40
2.1	Governança Corporativa.....	40
2.1.1	Escândalos corporativos e falhas de controles na Governança Corporativa.....	51
2.1.2	Expectativas do Investidor Racional	55
2.1.3	Mercado de Capitais e Nível Diferenciado de Governança	61
2.2	Teoria da Agência integrada à Governança Corporativa.....	66
2.3	Remuneração da Alta Administração	71
2.4	Fundamentação e Formulação das Hipóteses da Pesquisa.....	80
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	87
3.1	Abordagem da Pesquisa	87
3.2	Tipo da Pesquisa e Estratégia de Coleta dos Dados.....	89
3.3	Participantes da Pesquisa e Fontes de Dados Secundários	92
3.4	Fases Metodológicas para Construção e Validação do QR_AA.....	97
3.5	Definição e Composição do Índice QR_AA	101
3.5.1	Resumo das Variáveis que Fundamentam o Índice QR_AA	104
3.6	Procedimentos de Coleta de Dados Primários e Secundários	109
3.7	Entrevistas com Investidores e Profissionais Mercado Capitais	110
3.8	Coleta e Tratamento Dados Secundários: Aplicação Empírica	112
3.9	Aplicação Fórmulas e Benchmarking para as Variáveis.....	117
3.10	Cálculo Índice QR_AA e Benchmarking para as Variáveis.....	119
3.11	Modelagem Estatística: Aplicação Regressão Linear Múltipla	132
3.12	Procedimentos para Testes de Hipóteses: Especificação e Critérios.....	140
3.13	Validação Empresas Seleccionadas e Cálculo do Índice QR_AA.....	144

4	RESULTADOS.....	148
4.1	Avaliação dos Pesos Atribuídos pelos Investidores	149
4.2	Avaliação da Consistência e Confiabilidade das Variáveis.....	152
4.3	Análise Qualitativa Entrevistas com Investidores	158
4.4	Resultados da Coleta e Análise dos dados das Empresas do NDGC	164
4.5	Caracterização da Amostra e Variáveis Utilizadas	169
4.5.1	Estruturação das Variáveis, Ponderações e Base de Dados Empírica	170
4.6	Elaboração e Cálculo do Índice QR_AA.....	172
4.7	Resultados do Índice QR_AA: Análise e Interpretação	175
4.7.1	Resultado do QR_AA Estratificado por NDGC	177
4.7.2	Resultado do QR_AA Estratificado por Setor Econômico	178
4.7.3	Resultado do QR_AA por Empresa.....	180
4.7.4	Resultado e Discussão Comparativa: NDGC e Setor Econômico	183
4.8	Resultados da Regressão Linear Múltipla: fatores associados ao QR_AA	186
4.9	Teste das Hipóteses e Avaliação Empírica dos Resultados.....	200
4.10	Verificação Cruzada dos Resultados com as Empresas do NDGC.....	206
5	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	239
5.1	Validação das Variáveis: Avaliação dos Investidores	240
5.2	Entrevistas com Investidores e Profissionais do Mercado	244
5.3	Aplicação dos Pesos na Construção do QR_AA	247
5.3.1	Análise Estatística dos Dados Empíricos das Variáveis do QR_AA	251
5.4	Resultados da Aplicação Regressão Linear Múltipla.....	259
5.4.1	Diagnóstico Amostral, Robustez Metodológica e Estatísticas Descritivas ..	259
5.4.2	Testes de Normalidade, Homocedasticidade e Multicolinearidade.....	261
5.4.3	Análise da Matriz de Correlação de Pearson	261
5.4.4	Desempenho Global do Modelo de Regressão Linear Múltipla	262
5.4.5	Coeficientes da Regressão: Análise Detalhada.....	264
5.4.6	Considerações sobre o Modelo Regressão Linear	271
5.5	Recomendações em Evidências Empíricas das Variáveis Explicativas	272
5.6	Sustentação ou Rejeição das Hipóteses da Pesquisa.....	277
5.6.1	Avaliação Hipótese H1: Segmento NDGC e QR_AA.....	278
5.6.2	Avaliação Hipótese H2: Composição do Conselho e QR_AA	279
5.6.3	Avaliação Hipótese H3: Sustentabilidade e QR_AA	280
5.6.4	Implicações Teóricas e Práticas sobre as Hipóteses.....	281

5.7	Validação dos Resultados nas Empresas do NDGC	283

6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	290

	REFERÊNCIAS.....	297

	Apêndice A - Embasamento Teórico Variáveis QR_AA.....	312

	Apêndice B - Termo de Consentimento Livre e Esclarecido - TCLE	348

	Apêndice C - Instrumento de Pesquisa aplicado Investidores	349

	Apêndice D - Resultado QR_AA por Empresa - NDGC	354

	Apêndice E - Carta convite encaminhada para as Empresas.....	359

	Apêndice F - Roteiro de Entrevista aplicado representantes Empresas.....	360

	Apêndice G – Dados Secundários Empresas NDGC	362

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa tem se tornado um tema central nas discussões sobre a sustentabilidade e a integridade do mercado financeiro, especialmente em um contexto global marcado por crises econômicas e escândalos corporativos que abalaram a confiança dos investidores e a reputação das empresas (Almici, 2023). Neste cenário, a transparência nas práticas de remuneração da alta administração emerge como um aspecto crítico, uma vez que a forma como os membros da alta administração são compensados afeta diretamente as decisões estratégicas das organizações, seu desempenho financeiro e a percepção dos investidores (Larcker; Tayan, 2020). A ausência de critérios claros e consistentes na remuneração da alta administração pode gerar desconfiança entre investidores, ocasionando escolhas inadequadas e, conseqüentemente, prejuízos ao mercado financeiro (Shiller, 2016).

A falta de clareza nas políticas de remuneração da alta administração potencializa esse cenário de incerteza, podendo resultar em decisões de investimento equivocadas e, por conseguinte, comprometer a integridade e a eficiência dos mercados de capitais (Kearney, 2021). Para Gutterman (2023), a governança corporativa contemporânea pressupõe o fortalecimento de sistemas de incentivos alinhados à geração de valor sustentável, destacando que práticas de remuneração opacas ou arbitrárias representam risco à reputação e à eficiência dos conselhos de administração. Além disso, Younas (2022) aprofunda a discussão ao analisar a influência das políticas de remuneração sobre o engajamento de *stakeholders* em mercados emergentes, salientando que a ausência de alinhamento estratégico pode aumentar a vulnerabilidade organizacional diante de pressões externas e internas. No contexto brasileiro, Aguiar e Pimentel (2017) destacam a especificidade da estrutura de governança nacional, enfatizando que a predominância de empresas familiares e a concentração acionária agravam os desafios relacionados à transparência e à equidade dos mecanismos de compensação.

A remuneração desse grupo restrito de profissionais torna-se, assim, foco recorrente de preocupação para investidores institucionais e analistas de mercado, considerando seu elevado grau de influência e autonomia e ao fato deles não estarem submetidos aos mesmos controles internos dos demais colaboradores (Oliva; Albuquerque, 2007). Estruturas remuneratórias inadequadas podem comprometer

não apenas a ética organizacional, mas também o desempenho financeiro, resultando em perdas significativas e redução da confiança dos agentes econômicos (Ben-David *et al.*, 2007). Edmans (2024) aprofunda o debate ao afirmar que sistemas de remuneração que não incorporam métricas de performance de longo prazo tendem a estimular comportamentos oportunistas, gerando risco moral e impactos negativos na reputação institucional. Adicionalmente, Cabezon (2025), ao analisar práticas recentes em mercados emergentes, ressalta que mecanismos robustos de governança e remuneração da alta administração desempenham papel fundamental no enfrentamento de assimetrias informacionais e na redução do custo de capital, criando um ambiente mais favorável à atração de investimentos de longo prazo.

No cenário internacional, destaca-se a influência dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE/G20 (2023), os quais constituem o principal referencial global para a promoção de integridade, responsabilidade e eficiência nas estruturas de governança corporativa. Esses princípios, periodicamente revisados para incorporar as tendências contemporâneas e desafios emergentes, enfatizam a importância de políticas transparentes de remuneração da alta administração, com clara divulgação dos critérios, processos e resultados das decisões de compensação dos administradores. Além disso, orientam que os sistemas de remuneração da alta administração estejam alinhados com o desempenho de longo prazo da organização, promovendo o equilíbrio entre incentivos financeiros, riscos assumidos e expectativas dos *stakeholders*. A adoção desses princípios de governança corporativa tem sido, cada vez mais, recomendada por organismos reguladores, bolsas de valores e investidores institucionais, refletindo um movimento de convergência internacional em direção à padronização e ao aprimoramento das práticas de governança nas organizações (G20/OECD, 2023; Santos; Crispim; Oliva; Dornelles, 2020).

Esse contexto evidencia a necessidade de mecanismos de governança eficazes, que assegurem equidade, transparência e responsabilidade nos processos de compensação executiva, especialmente em mercados emergentes como o brasileiro (Machado *et al.*, 2024a). A literatura reafirma a relevância do tema. Segundo Pepper (2016), a persistente carência de transparência e consistência nos critérios de remuneração da alta administração, mesmo diante dos avanços institucionais, alimenta a desconfiança de investidores profissionais, os quais demandam dados confiáveis e padronizados sobre remuneração. Frydman e Jenter (2010) demonstram

que políticas remuneratórias excessivas ou desproporcionais podem induzir decisões estratégicas arriscadas e de horizonte restrito, comprometendo a sustentabilidade organizacional no longo prazo. Murphy (2013), ao analisar empresas de baixo desempenho, observa que aumentos de remuneração da alta administração, mesmo em contextos adversos, revelam fragilidades nos mecanismos tradicionais de controle e avaliação. Nesse panorama, o mercado brasileiro, caracterizado pela coexistência de diferentes níveis de governança corporativa na B3, destaca-se tanto pela diversidade das práticas adotadas quanto por lacunas nos instrumentos de avaliação da qualidade das políticas de remuneração da alta administração. A complexidade dessas práticas, somada à heterogeneidade das estruturas de propriedade e à dinâmica regulatória, reforça a necessidade de estudos que proponham instrumentos adequados à realidade nacional (Machado *et al.*, 2024a). Ademais, a inexistência de um índice consolidado, que mensure a qualidade das políticas de remuneração, em consonância com os princípios de governança corporativa, limita significativamente a análise objetiva por parte de investidores institucionais, profissionais do mercado financeiro e órgãos reguladores (Sehn *et al.*, 2019).

No âmbito internacional, Elmagrhi *et al.* (2020) evidenciam que o aprimoramento dos mecanismos de governança e remuneração da alta administração está diretamente associado ao aumento da confiança dos *stakeholders*, ao aprimoramento da performance corporativa e à capacidade de atração de recursos em mercados globalizados. Segundo esses autores, instrumentos de avaliação comparativa, como os índices de qualidade de remuneração, contribuem para o alinhamento das práticas domésticas às melhores referências internacionais, elevando o padrão de *disclosure* e *accountability* das organizações.

Diante desse cenário, cabe esclarecer, entretanto, que a revisão da literatura internacional não identificou a existência de um índice de governança especificamente voltado à mensuração da qualidade da remuneração da alta administração que pudesse ser aplicado ou estendido ao contexto brasileiro. Essa constatação afasta a possibilidade de comparações diretas ou da simples adoção de modelos estrangeiros para o mercado nacional, evidenciando a necessidade de desenvolver instrumentos próprios, compatíveis com as particularidades institucionais, regulatórias e de governança do ambiente brasileiro.

A partir dessa constatação, desenvolveu-se uma revisão sistemática da literatura acadêmica nacional e internacional para identificar a existência de índices capazes de avaliarem a qualidade das estruturas de remuneração da alta administração. Essa revisão abrangeu as principais bases científicas, como *Web of Science*, *Scopus*, *Spell* e *Google Scholar*, utilizando operadores booleanos e termos específicos em português e inglês, tais como: “Índice de remuneração”; “Remuneração alta administração”; “Governança Corporativa”; “*Corporate Governance*”; “*Remuneration index*”; “*Index executive compensation*” e “*Compensation disclosures*”. Essas expressões foram combinadas utilizando operadores booleanos (“AND”, “OR”) para refinar os resultados e localizar os estudos relevantes para a temática proposta. O uso de critérios rigorosos para seleção dos estudos permitiu identificar a escassez de pesquisas empíricas voltadas à integração dos temas remuneração da alta administração e governança corporativa no contexto brasileiro.

Observou-se que grande parte dos estudos foca em aspectos tradicionais da governança, como estrutura acionária, composição do conselho, funcionamento de auditorias e transparência informacional, mas pouco avança na mensuração objetiva e comparativa da qualidade das políticas de remuneração (Souza *et al.*, 2017). Tal limitação é especialmente relevante no contexto brasileiro, cuja estrutura institucional demanda instrumentos de análise adaptados (Lima; Ribeiro, 2024). Aguiar e Pimentel (2017) reforçam a importância de modelos avaliativos multidimensionais para compreender mecanismos de remuneração em ambientes marcados por elevada assimetria informacional, defendendo a análise empírica como estratégia de aprimoramento das políticas de governança. Assim, o presente estudo diferencia-se ao propor um modelo inovador, voltado à ampliação do escopo de análise e ao preenchimento das lacunas identificadas tanto na literatura como na prática, com ênfase em dimensões estratégicas da remuneração da alta administração.

No âmbito das discussões teóricas, a Teoria da Agência permanece como referência para a compreensão dos desafios decorrentes da separação entre propriedade e controle nas organizações (Jensen; Meckling, 1976). A literatura recente, incluindo Lima e Ribeiro (2024), aprofunda a análise de custos de agência ou custos de transação e aponta que a eficácia dos mecanismos de alinhamento, tais como contratos de incentivo, políticas de remuneração baseadas em desempenho,

transparência e monitoramento externo, depende da estrutura institucional e do grau de fiscalização e de aplicação das normas de governança corporativa. A adoção de modelos de maturidade em gestão de riscos, conforme destacado por Oliva (2016), complementa a construção de estruturas robustas de governança, ampliando a confiança de investidores e fortalecendo os processos internos de controle.

Além dos fatores tradicionais, os desafios associados à supervisão independente também merecem destaque. Larcker e Tayan (2020) ressaltam que a atuação de conselheiros independentes e de comitês de remuneração configura estratégia eficaz para aprimorar a transparência, reduzir conflitos de interesse e elevar a qualidade das decisões relacionadas à remuneração. Gutterman (2023) complementa essa perspectiva ao evidenciar que a composição majoritária por membros independentes, nesses colegiados, contribui para fortalecer os controles internos e assegurar a aderência das práticas remuneratórias aos padrões de governança corporativa. Esses mecanismos de governança colegiada promovem maior *accountability*, estimulam o debate qualificado sobre critérios de compensação e contribuem para o alinhamento com as melhores práticas internacionais.

Adicionalmente, Desender e Lópezpuertas-Lamy (2013) aprofundam a reflexão sobre quem, de fato, deve definir a remuneração da alta administração, destacando que esse papel, frequentemente atribuído ao Conselho de Administração, ao Comitê de Remuneração ou à própria alta gestão, envolve uma tensão significativa entre independência, expertise e alinhamento estratégico. Segundo os autores, a legitimidade e a eficácia de critérios remuneratórios dependem não apenas das estruturas formais (estatutos e políticas), mas da qualidade da informação, da capacidade técnica dos decisores e da existência de mecanismos de *accountability* que evitem conflitos de interesses e reforcem a qualidade da decisão. Tal perspectiva reforça a importância de avaliar, de modo crítico, tanto a composição das instâncias responsáveis quanto os processos decisórios envolvidos na definição da remuneração da alta administração, ressaltando que mecanismos transparentes e independentes são fundamentais para padrões de governança verdadeiramente robustos.

Autores como Ben-David *et al* (2007) ressaltam que a adoção de métricas objetivas e a divulgação transparente dos critérios de remuneração são fundamentais para evitar distorções e premiar comportamentos consistentes com os interesses de acionistas. Murphy (2013) enfatiza que políticas de remuneração desconectadas do

desempenho real das empresas geram incentivos inadequados e podem comprometer a sustentabilidade organizacional. Tal preocupação é ainda mais relevante em contextos, no quais a divulgação de informações é limitada ou quando os processos avaliativos baseiam-se em indicadores subjetivos e de difícil mensuração. O desenvolvimento e a difusão de práticas de remuneração alinhadas aos critérios ESG também têm repercussões relevantes para a imagem e o valor das organizações. Estudos como o de Machado *et al.* (2024a) e de Eccles e Klimenko (2019), demonstram que a inclusão de metas ESG em contratos de remuneração da alta administração está positivamente associada à performance organizacional, à redução de riscos e ao fortalecimento do engajamento dos *stakeholders*. Os autores ressaltam que o alinhamento entre remuneração, sustentabilidade e valor de longo prazo favorece a resiliência corporativa, tornando as empresas mais preparadas para enfrentar desafios de ordem regulatória e reputacional. Elmagrhi *et al.* (2020) reforçam que a inclusão de métricas ESG na remuneração da alta administração eleva a credibilidade dos programas de governança e favorece o compromisso organizacional com padrões globais de integridade.

Diante da identificação dessas lacunas e desafios, este estudo propõe o desenvolvimento do **Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (QR_AA)**, fundamentado na literatura acadêmica, nas melhores práticas internacionais e nas especificidades do contexto brasileiro. O QR_AA foi concebido para integrar critérios qualitativos e quantitativos, proporcionando uma métrica objetiva e padronizada que viabilize análises comparativas e subsidiem a tomada de decisão de investidores e consultores do mercado de capitais. Dessa forma, o estudo contribui para o desenvolvimento de práticas de governança corporativa e remuneração da alta administração no Brasil, fomentando a adoção de políticas mais responsáveis, transparentes e alinhadas à geração de valor sustentável. A relevância do tema e a ausência de instrumentos adequados para mensurar a qualidade das práticas de remuneração da alta administração configuram o ponto de partida deste trabalho. Os elementos discutidos, na presente introdução, fundamentam a formulação do problema de pesquisa, apresentado na seção seguinte, que busca responder à necessidade de avanços teóricos e práticos para o fortalecimento da governança corporativa e para o aprimoramento das políticas de remuneração da alta administração no contexto brasileiro.

1.1 Problema da Pesquisa

Com base no contexto delineado pelas discussões sobre a transparência e equidade nas práticas de remuneração da alta administração e seus impactos na governança corporativa, na confiança de investidores, alinhamento aos interesses organizacionais e de *stakeholders*, apresentamos o seguinte problema de pesquisa.

Pergunta Central da Pesquisa: *Quais critérios e variáveis podem ser utilizados para avaliar a qualidade da estrutura de remuneração da alta administração e de que forma esses elementos podem ser mensurados e analisados estatisticamente para refletir práticas alinhadas à governança corporativa?*

Essa indagação busca enfrentar um problema no campo da governança corporativa contemporânea, que é a avaliação transparente e objetiva da qualidade da remuneração da alta administração, especialmente em um cenário de crescente complexidade das estruturas organizacionais e de pressões por *accountability* no mercado de capitais.

A remuneração da alta administração é reconhecida como um dos elementos mais sensíveis e estratégicos no contexto da governança corporativa, pois está diretamente ligada ao alinhamento de interesses entre gestores e acionistas e à promoção de práticas corporativas que equilibram o desempenho de curto e longo prazo. Contudo, métodos tradicionais de divulgação e controle de remuneração da alta administração, frequentemente, carecem de clareza e uniformidade, dificultando a avaliação objetiva por parte de investidores e *stakeholders*. Nesse contexto, a falta de um padrão que integre variáveis qualitativas e quantitativas, de forma abrangente, gera lacunas na mensuração da qualidade dessas práticas de remuneração da alta administração, expondo empresas a riscos reputacionais e a potenciais conflitos de agência. A pesquisa busca, portanto, não apenas compreender essas lacunas, mas também propor uma abordagem que contemple as melhores práticas em governança corporativa, bem como as expectativas de investidores institucionais, consultores e demais profissionais do mercado de capitais.

A elaboração de um índice de qualidade da remuneração da alta administração (*QR_AA*), aplicável ao mercado brasileiro, emerge como resposta a essa necessidade, tendo em vista a crescente exigência por instrumentos confiáveis que possibilitem a comparação entre empresas e promovam a transparência no processo

decisório. Ademais, a pesquisa se fundamenta no entendimento de que a remuneração da alta administração deve estar intrinsecamente conectada aos mecanismos de governança corporativa, incluindo práticas como a definição de metas alinhadas ao desempenho sustentável, a composição e independência de conselhos de administração, o controle sobre regalias e benefícios e a transparência na divulgação de informações. Esses aspectos são relevantes para assegurar que a remuneração não seja apenas um fator de custo, mas um investimento estratégico para a geração de valor no longo prazo.

A relevância do estudo se amplia ao considerar o mercado brasileiro, onde as práticas de governança corporativa apresentam heterogeneidade, especialmente entre empresas listadas em diferentes níveis de governança da B3 - Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado (Oliveira, 2024). Essas diferenças reforçam a necessidade de um modelo que seja adaptável ao contexto nacional, mas que, ao mesmo tempo, esteja em consonância com os padrões internacionais de boas práticas. Nesse sentido, o QR_AA será construído a partir de variáveis identificadas como essenciais, com base na literatura acadêmica e em entrevistas com profissionais experientes no mercado de capitais, a fim de proporcionar uma ferramenta de análise tanto para investidores quanto para as próprias empresas avaliarem e ajustarem suas práticas.

A resposta à pergunta central da pesquisa, assim, oferece uma contribuição para o avanço do conhecimento no campo da governança corporativa e da gestão de remuneração da alta administração. Ao propor uma métrica objetiva e validada para a qualidade da remuneração da alta administração, o estudo poderá apoiar a tomada de decisão de investidores e profissionais do mercado de capitais, além de fomentar práticas organizacionais mais transparentes e éticas.

1.2 Objetivos da Pesquisa

Com o intuito de abordar a problemática apresentada, apresenta-se a seguinte proposta de objetivo para esta pesquisa.

1.2.1 Objetivo Principal

Desenvolver um índice de qualidade da remuneração da alta administração, considerando os mecanismos de governança corporativa.

1.2.2 Objetivos Específicos

A partir do objetivo principal, foram delineados os objetivos específicos desta pesquisa, os quais são apresentados a seguir:

- Investigar as expectativas dos investidores institucionais, consultores e profissionais da área de investimentos sobre as variáveis de remuneração da alta administração alinhadas às boas práticas de governança corporativa;
- Aplicar e quantificar o índice de qualidade da remuneração da alta administração em empresas de distintos setores e regiões, utilizando variáveis identificadas na literatura;
- Desenvolver e testar o índice de qualidade da remuneração da alta administração, considerando os mecanismos de governança corporativa, a partir de informações reais de empresas de mercado.

1.3 Justificativa e Relevância da Pesquisa

Segundo Bebchuk e Fried (2006), a remuneração da alta administração constitui um dos principais mecanismos de governança corporativa, mas frequentemente, é permeada por distorções que favorecem os gestores em detrimento dos acionistas, revelando falhas estruturais no alinhamento de incentivos. Avançando nessa discussão, Frydman e Jenter (2010) examinam a evolução histórica das práticas de remuneração, e demonstram como mudanças institucionais e conjunturais moldaram os pacotes salariais, ampliando sua complexidade e relevância para a análise da governança. Já Larcker e Tayan (2020) aprofundam a relação entre desenho dos incentivos e desempenho organizacional, destacando que esquemas bem calibrados podem reduzir custos de agência e gerar valor sustentável para a empresa. Complementarmente, estudos empíricos como o de Sehn *et al.* (2019) evidenciam, no contexto brasileiro, que a eficácia da remuneração da alta administração depende da articulação entre transparência, do monitoramento e de práticas de governança, reforçando a necessidade de adaptação às especificidades institucionais locais. Em conjunto, essas contribuições indicam que a remuneração da alta administração não é apenas um instrumento de incentivo, mas um campo de debate contínuo sobre como alinhar interesses e assegurar *accountability* no relacionamento entre gestores e acionistas.

No entanto, nem sempre essa relação é clara e evidente, pois existem fatores que podem interferir na forma como os membros da alta administração são remunerados e na forma como essa informação é divulgada ao mercado (Almici, 2023). Por isso, é fundamental e necessário que exista transparência na remuneração da alta administração, pois isso pode aumentar a confiança dos investidores nas empresas e no mercado financeiro (Almici, 2023; IBGC, 2023; Larcker; Tayan, 2020). A ausência de transparência das empresas nas políticas de remuneração da alta administração pode minar a confiança de investidores (Cardozo, 2005), levar a decisões de investimento errôneas e comprometer a integridade do mercado financeiro (Core; Guay; Larcker, 2003; Guimarães *et al.*, 2023; Shiller, 2016). A alta administração precisa promover a paz societária e a transparência para aqueles interessados em investir em ações e papéis da organização (Oliva; Albuquerque, 2006). Freeman (1984) destaca que o sucesso organizacional depende do alinhamento dos interesses de diversos agentes que interagem com a empresa, incluindo investidores, colaboradores e a sociedade em geral. No contexto do QR_AA, o problema desta pesquisa ganha relevância ao abordar como a qualidade das políticas de remuneração da alta administração pode impactar a percepção e a confiança de *stakeholders*, promovendo não apenas ganhos financeiros, mas também legitimidade e sustentabilidade para as organizações

A revisão da literatura foi conduzida nas principais bases de dados científicas e plataformas de artigos acadêmicos, com o objetivo de identificar as abordagens, os métodos e os resultados mais relevantes relacionados ao tema deste estudo. Essa análise permitiu sintetizar os principais achados e evidenciar lacunas existentes na literatura. Em especial, constatou-se a escassez de estudos que explorem índices ou indicadores de remuneração da alta administração em governança corporativa no contexto internacional e nacional. O Quadro 1 sintetiza as principais referências da literatura nacional e internacional que abordam a relação entre governança corporativa, remuneração da alta administração e mecanismos de avaliação, com ênfase no desenvolvimento e aplicação de índices e métricas. O levantamento desses estudos evidencia o desenvolvimento do campo, a diversidade de abordagens metodológicas e o avanço na construção de instrumentos para aferição da qualidade dos sistemas remuneratórios. Observa-se, ainda que, embora existam iniciativas

relevantes, a literatura aponta para a necessidade de maior aprofundamento na proposição de índices específicos e multidimensionais.

Quadro 1 - Principais Referências sobre Governança Corporativa e Remuneração

Autores	Resumo Pesquisa
Khenissi <i>et al.</i> (2022)	Investigam a relação entre governança corporativa, remuneração executiva e práticas de RSC em 102 empresas.
Ntim <i>et al.</i> (2017)	Analisa o impacto da diversidade de gênero no conselho sobre a remuneração e o desempenho no Reino Unido.
Sustainalytics (2021)	Avaliação global da governança corporativa em 12 mil empresas, destacando remuneração, direitos e transparência.
Cadman <i>et al.</i> (2010)	Desenvolvem índice de complexidade da remuneração e examinam seu efeito no desempenho das empresas nos EUA.
Saona <i>et al.</i> (2021)	Realizam análise bibliométrica sobre governança e remuneração, identificando cinco linhas de pesquisa principais.
Holmström (2017)	Explora o alinhamento entre sistemas de remuneração e interesses de acionistas para maximização do desempenho.
Geletkanycz e Boyd (2011)	Analisa o impacto da estrutura de compensação na motivação dos gestores e na performance organizacional.
Haque (2017)	Discute como políticas de remuneração sustentáveis influenciam práticas ESG e a performance ambiental.
Carpenter e Yermack (2013)	Estuda a relação entre a remuneração dos diretores e a eficácia do conselho e da governança corporativa.
Cadman <i>et al.</i> (2020)	Avalia como divulgações de remuneração executiva influenciam a governança por meio do voto dos acionistas.
Larcker e Tayan (2019)	Propõem modelo integrado de remuneração para alinhar interesses de longo prazo dos acionistas e executivos.
Zitfei <i>et al.</i> (2015)	Evidenciam o papel do tamanho da empresa e conselho na remuneração dos conselheiros no contexto brasileiro.
Aguiar e Pimentel (2017)	Mostram a relação bidirecional entre remuneração executiva e desempenho organizacional no Brasil.
Veloso <i>et al.</i> (2019)	Identificam mecanismos de reciprocidade entre remuneração e governança, destacando riscos de conflitos de agência.
Ribeiro e Souza (2023)	Constroem índice de governança para avaliar o impacto no desempenho das empresas brasileiras listadas na B3.

Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

Khenissi *et al.* (2022), propuseram a intersecção entre índices de controle da governança corporativa e a remuneração da alta administração para a implementação eficaz de práticas de Responsabilidade Social Corporativa (RSC), e de acordo com esses autores, a inclusão de critérios de RSC na remuneração pode alinhar os interesses de executivos com os objetivos sustentáveis da empresa, promovendo melhorias em desempenho ambiental, social e de governança. A pesquisa analisou uma amostra de 102 empresas listadas no índice SBF 120, utilizando dados coletados de 2014 a 2019. Complementando essa visão, Cadman, Carter e Hillegeist (2010) construíram um índice detalhado nos Estados Unidos, destacando a complexidade na estrutura de remunerações executivas em 12 dimensões e examinaram sua relação

com o desempenho das empresas americanas. Sustainalytics (2021) ofereceu uma pesquisa e uma classificação sobre a governança corporativa e a remuneração dos membros da alta administração em uma escala global abrangendo mais de 12 mil empresas em todo o mundo, e avaliando-as em quatro dimensões: estrutura do conselho, direitos de acionistas, remuneração de executivos e transparência e prestação de contas.

Ntim *et al.* (2017), por sua vez, demonstraram que aspectos como diversidade de gênero no conselho influenciam diretamente a política de remuneração da alta administração. Essa relação destaca a importância de indicadores que possam mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa, sobretudo na remuneração da alta administração. A contribuição desses autores sinaliza a necessidade de métricas claras e objetivas para avaliar adequadamente a transparência e o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, aspecto essencial abordado nesta pesquisa. Saona *et al.* (2021), realizaram uma análise bibliométrica da literatura sobre governança corporativa e remuneração da alta administração, entre 1990 e 2020, identificando as lacunas e oportunidades de pesquisa. Os autores identificam cinco linhas de pesquisa principais, incluindo a relação entre desempenho da empresa e remuneração dos executivos, a independência dos conselhos e a eficiência dos diretores, destacando a importância da transparência nas políticas de compensação e sugere que a remuneração da alta administração deve alinhar interesses e mitigar problemas de agência, promovendo melhores resultados econômicos.

Holmström (2017), em sua pesquisa, explorou como os sistemas de remuneração podem ser projetados para alinhar os interesses de executivos com os dos acionistas, enfatizando a importância de incentivos adequados para a maximização de desempenho. O autor também analisa a dinâmica de controle dentro das organizações, abordando como a estrutura de governança pode influenciar as decisões de remuneração e, conseqüentemente, o sucesso a longo prazo das empresas. Na mesma direção, Carpenter e Yermack (2013) destacam a relevância da estrutura de compensação dos executivos para alinhar estrategicamente os interesses dos administradores com os objetivos dos acionistas. Para esses autores, uma estrutura transparente e bem fundamentada de remuneração pode estimular práticas que busquem resultados consistentes e sustentáveis, mitigando conflitos de agência,

riscos desnecessários e decisões focadas, exclusivamente, em retornos imediatos, que poderiam prejudicar os resultados futuros das organizações. Haque (2017) também corrobora com essa perspectiva, ao discutir a intersecção entre governança corporativa, remuneração de executivos e práticas de sustentabilidade, enfatizando que políticas de compensação sustentáveis podem alinhar os interesses dos executivos com os objetivos ambientais das empresas. A pesquisa revela que a presença de características de governança, como a diversidade de gênero e a independência do conselho, pode influenciar positivamente a performance ambiental. Indicadores utilizados incluem a relação entre a remuneração dos CEOs e o desempenho ambiental, bem como a adoção de políticas de compensação baseadas em ESG e apontam estudos evidenciando que, embora haja uma tendência crescente de vincular compensações a metas sustentáveis, a eficácia real dessas políticas ainda é debatida.

Geletkanycz e Boyd (2011) contribuíram para a literatura sobre governança corporativa, ao focarem na relação entre a remuneração dos executivos e a performance organizacional. Esses autores analisaram como diferentes estruturas de compensação podem impactar a motivação e o comportamento dos gestores, influenciando a eficácia da governança. Os autores também investigam a interação entre a remuneração e a cultura organizacional, propondo que práticas de compensação bem projetadas são essenciais para promover um ambiente de responsabilidade e desempenho dentro das empresas.

Cadman *et al.* (2020) analisaram como as divulgações sobre a remuneração dos executivos afetam a governança corporativa por meio do voto dos acionistas. Os autores examinaram se os acionistas consideram as divulgações adicionais sobre as medidas de remuneração baseada em ações além do valor justo na data da concessão quando participam da governança corporativa. Larcker e Tayan (2019) propuseram um modelo integrado de remuneração e governança baseado em princípios econômicos e sugeriram que a remuneração deve ser alinhada com objetivos de longo prazo dos acionistas e refletir características específicas de cada empresa, como tamanho, complexidade, setor e estratégia. e um modelo integrado de remuneração e governança corporativa no artigo. Eles argumentam que a compensação de executivos deve ser alinhada não apenas com o desempenho financeiro, mas também com a criação de valor a longo prazo e as expectativas do

público. O artigo sugere que a governança corporativa deve incluir mecanismos que garantam que a remuneração dos executivos reflita, adequadamente, o desempenho da empresa e as condições de mercado, evitando excessos que possam gerar descontentamento público.

No contexto brasileiro, Zittei *et al.* (2015) afirmam que o tamanho da empresa, a rentabilidade e o tamanho do conselho de administração são variáveis significativas para explicar o nível de remuneração de conselheiros, evidenciando o conflito principal no contexto brasileiro. Nesse contexto, os autores Aguiar e Pimentel (2017) revelam que a relação entre a remuneração de executivos e o desempenho organizacional é complexa e bidirecional, uma vez que a remuneração não apenas influencia o desempenho futuro, mas também é afetada pelo desempenho anterior. Os resultados da pesquisa indicam que tanto o nível contemporâneo quanto o defasado da remuneração exercem um efeito motivador significativo sobre o desempenho financeiro e de mercado das empresas. Além disso, a pesquisa sugere que incrementos na remuneração podem resultar em melhores desempenhos futuros. Embora o estudo não aborde diretamente indicadores de governança específicos para a remuneração, a eficácia das estruturas de governança é implícita na análise da relação entre esses fatores.

Veloso *et al.* (2019) complementam esses achados analisando a relação entre a remuneração da alta administração e a governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. Os autores identificam uma correlação positiva e significativa entre a remuneração dos conselheiros e dos executivos, e sugerem a presença de mecanismos de reciprocidade que podem comprometer a eficácia da governança, sugerindo evidenciando um potencial conflito de agência. Além disso, a pesquisa destaca a importância de práticas transparentes e alinhadas ao desempenho econômico-financeiro para mitigar conflitos de agência e promover a responsabilidade corporativa. Ribeiro e Souza (2023) conduziram uma pesquisa que visou construir um índice de governança corporativa para empresas brasileiras listadas na B3, com o objetivo de avaliar o impacto das melhores práticas de governança no desempenho de mercado, entre 2010 e 2020, utilizando métricas como o Q de Tobin e o Valor da Firma para mensurar o desempenho.

Nesse contexto, observa-se que a literatura acadêmica atual apresenta lacunas relacionadas à análise integrada e à padronização das práticas de governança

corporativa e de remuneração da alta administração, especialmente diante das particularidades e desafios identificados, tanto para o cenário internacional como no cenário brasileiro. Isso evidencia a relevância de propor um índice de qualidade adaptado ao contexto nacional, que contemple critérios amplos e objetivos, a fim de fortalecer a transparência e o alinhamento com expectativas e demandas dos investidores e *stakeholders*, contribuindo para um mercado de capitais sustentável. Há uma lacuna na literatura que exige atenção tanto teórica quanto empírica, especialmente no que se refere à identificação e à padronização de índices ou indicadores de remuneração da alta administração, no contexto da governança corporativa no Brasil. Esse cenário evidencia a necessidade de estudos adicionais que aprofundem a compreensão desse tema e suas implicações e contribuindo para o desenvolvimento de práticas mais eficazes e alinhadas aos princípios de governança corporativa no país.

Nesse sentido, este estudo propõe o desenvolvimento de um índice de qualidade da remuneração da alta administração (*QR_AA*) que seja capaz de sintetizar as principais características e variáveis que compõem o pacote de remuneração dos membros da alta administração das empresas listadas em bolsa no Brasil. O objetivo é criar instrumento que seja objetivo e comparável entre as empresas, capaz de facilitar a análise e a avaliação dos profissionais da área de investimentos sobre a adequação da remuneração da alta administração.

Para que um investidor profissional possa verificar a qualidade do sistema de remuneração da alta administração, praticada por uma organização, é necessário que esse investidor realize análise dos critérios, dos mecanismos e dos resultados do sistema de remuneração da alta administração, consultando vários relatórios. Os critérios referem-se aos princípios, às políticas e às práticas que orientam a definição da remuneração da alta administração, tais como o alinhamento com os objetivos estratégicos, a transparência, a equidade interna e externa, a participação dos acionistas e a avaliação de desempenho. Os mecanismos se referem aos instrumentos e aos processos que operacionalizam a remuneração da alta administração, tais como os comitês de remuneração, os planos de incentivos de curto e longo prazos, as opções de ações e os benefícios diferenciados.

A relevância e a originalidade desta pesquisa residem na abordagem de um tema que tem sido pouco explorado na literatura acadêmica e nas pesquisas

anteriores e na escassez de estudos sobre índices ou indicadores de remuneração da alta administração no cenário da governança corporativa brasileira revela uma lacuna no conhecimento existente. Ao identificar essa lacuna e propor a criação de um índice de qualidade da remuneração da alta administração, este estudo busca preencher uma necessidade de pesquisa até então não atendida. A falta de estudos aprofundados e abrangentes sobre esse tema específico ressalta a importância e a originalidade da presente pesquisa, que visa contribuir para o avanço do conhecimento na área da governança corporativa no contexto brasileiro.

Ao propor um índice de remuneração da alta administração e realizar uma análise abrangente das práticas e das expectativas relacionadas a esse tema, esta tese tem o potencial de promover a transparência e a integridade no mercado de capital brasileiro. Além disso, espera-se que este estudo ofereça uma ferramenta útil e inovadora para os investidores profissionais, que poderão utilizar o índice de *QR_AA* como um critério de decisão de investimento.

1.4 Delimitação da Pesquisa

Este estudo será delimitado nacionalmente, focando, principalmente, nas práticas de governança corporativa, na remuneração da alta administração e divulgação de informações das empresas que aderiram aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da Bolsa de Valores do Brasil, a B3.

O período de análise compreende no ano fiscal de 2024, considerando que este período reflete o momento mais recente e relevante para a análise do cenário empresarial atual, permitindo capturar as práticas contemporâneas de governança corporativa e remuneração da alta administração, alinhando a pesquisa às dinâmicas e desafios atuais enfrentados pelas empresas.

Para fins desta tese, os termos “remuneração da alta administração” designa os mecanismos de compensação, incentivos e benefícios atribuídos exclusivamente aos dirigentes da alta administração das organizações, tais como diretores estatutários e membros do conselho de administração.

Foram consideradas as empresas de capital aberto listadas na B3, de acordo com a relação disponibilizada pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM. É importante utilizar companhias de capital aberto pela obrigatoriedade de evidenciar informações, dentre elas, as informações referentes à remuneração da alta

administração. As empresas que aderem aos NDGC da B3 comprometem-se a cumprir práticas e padrões de governança corporativa que vão além das exigências legais previstas na legislação brasileira.

O NDGC é dividido nas categorias principais: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Cada um deles apresenta critérios específicos que buscam aumentar a transparência, a equidade e a responsabilidade corporativa. O Nível 1 exige compromissos básicos, como a melhoria na prestação de informações para os investidores e a manutenção de uma porcentagem mínima de ações em circulação no mercado. Já o Nível 2 incorpora práticas adicionais, incluindo a concessão de direitos mais amplos aos acionistas minoritários e a obrigatoriedade de arbitragem para a resolução de conflitos societários. Por sua vez, o Novo Mercado, reconhecido como o mais exigente, requer que as empresas emitam, exclusivamente, ações ordinárias com direito a voto e que mantenham uma estrutura de governança que assegure maior transparência e equidade na relação com os acionistas.

Esses níveis foram criados com o objetivo de fortalecer a confiança de investidores, melhorar a liquidez das ações e promover práticas corporativas alinhadas aos melhores padrões internacionais. A escolha de empresas do NDGC para este estudo é justificada pela adesão voluntária a padrões mais rigorosos, o que reflete uma predisposição dessas companhias em adotarem melhores práticas de governança, incluindo maior transparência e controle sobre a remuneração da alta administração.

Essa delimitação se justifica pelo acesso a dados confiáveis sobre as empresas brasileiras, permitindo uma análise atualizada e uma comparação significativa das práticas de remuneração da alta administração. Além disso, ao concentrar-se no contexto nacional, este estudo poderá fornecer conhecimentos específicos e diretrizes práticas para empresas brasileiras, contribuindo diretamente para o aprimoramento das práticas de governança corporativa.

1.5 Organização do Estudo

A presente tese está estruturada para proporcionar uma compreensão clara, progressiva e aprofundada sobre o desenvolvimento, a aplicação e a validação do Índice QR_AA, alinhado às melhores práticas de governança corporativa. Inicialmente, são apresentados o contexto do problema, os objetivos da pesquisa e a

justificativa teórica e prática para o estudo, demonstrando a importância de se avaliar a qualidade da remuneração da alta administração no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. Nesta seção introdutória, o leitor encontrará a delimitação da pesquisa, a explicitação do recorte temporal, o universo de análise e as motivações que fundamentam a originalidade do trabalho.

A seguir, a tese dedica-se à fundamentação teórica, abordando criticamente os principais conceitos de governança corporativa, a evolução dos sistemas de remuneração da alta administração, as teorias que embasam o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, e o panorama internacional e nacional sobre práticas de transparência e controle na remuneração da alta administração. Este capítulo sistematiza o debate sobre os mecanismos de governança, evidencia lacunas identificadas na literatura e consolida as variáveis e hipóteses que sustentam o modelo proposto.

Na sequência, são apresentados os procedimentos metodológicos, detalhando-se o desenho da pesquisa, a abordagem metodológica mista sequencial exploratória adotada e a divisão em múltiplas etapas. Este capítulo contempla a definição dos critérios e variáveis utilizadas na composição do índice *QR_AA*, a sistemática de coleta e tratamento dos dados secundários, a condução de entrevistas com investidores institucionais e profissionais do mercado de capitais, e a validação empírica das variáveis e dos pesos atribuídos. Destaca-se ainda a aplicação de técnicas estatísticas robustas, a utilização de métodos de *benchmarking* e o processo de construção do índice. Adicionalmente, o capítulo descreve os protocolos éticos e os instrumentos utilizados na coleta de dados primários e secundários.

O corpo central da tese é dedicado à apresentação e análise dos resultados. Inicialmente, são discutidas as avaliações dos investidores quanto à relevância das variáveis, a confiabilidade das respostas e a construção dos pesos atribuídos ao índice. Em seguida, são explorados os resultados empíricos provenientes da aplicação do *QR_AA* às empresas dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, com análises comparativas setoriais e segmentadas por níveis de governança. O capítulo contempla ainda a análise estatística dos dados, a avaliação dos modelos de regressão utilizados, os testes de robustez, normalidade, multicolinearidade e demais procedimentos para validação dos achados empíricos. Posteriormente, discute-se a comprovação das hipóteses de pesquisa, relacionando

os resultados observados às proposições teóricas e evidências já discutidas na literatura, incluindo a verificação dos resultados junto a empresas participantes e a confrontação dos dados qualitativos e quantitativos obtidos.

O estudo é complementado por uma seção dedicada à discussão dos resultados, na qual são analisadas as contribuições teóricas, metodológicas e práticas do *QR_AA*, bem como as limitações do modelo e sugestões para aprimoramentos futuros. São apresentadas recomendações para o aprimoramento das práticas de governança corporativa e remuneração da alta administração em empresas brasileiras e sugestões de pesquisas futuras para aprofundamento do tema em outros contextos.

Finalizando, apresentam-se as considerações finais, destacando as principais conclusões, a contribuição da pesquisa para o campo da Administração e Governança Corporativa, bem como os avanços proporcionados para investidores e pesquisadores. O trabalho é concluído com as referências bibliográficas normatizadas e a inclusão de apêndices, contendo o embasamento teórico detalhado das variáveis do índice, documentos de consentimento, instrumentos de pesquisa e resultados adicionais, de modo a garantir a reprodutibilidade da pesquisa. Esta organização do trabalho oferece uma visão integrada e coesa dos principais aspectos da tese, facilitando o entendimento do leitor e promovendo um diálogo claro entre os capítulos.

1.6 Contribuições da Pesquisa

Esta pesquisa apresenta contribuições para o campo da administração, governança corporativa e mercado de capitais, por meio da articulação das dimensões de impacto econômico, científico, social e regulatório. Ao propor e validar o Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (*QR_AA*), o estudo entrega não apenas um avanço metodológico, mas também um instrumento com potencial de aplicação prática em diferentes esferas institucionais.

No âmbito econômico, o *QR_AA* fornece uma métrica inédita e objetiva para avaliar a qualidade das políticas de remuneração da alta administração e assim, reduzir assimetrias de informação entre empresas, investidores e reguladores. A utilização de *benchmarks* internacionalmente reconhecidos assegura comparabilidade e transparência, favorecendo decisões mais racionais de alocação de capital e maior previsibilidade nas relações entre companhias e *stakeholders*. Com

isso, cria-se uma oportunidade de elevação da eficiência organizacional e do fortalecimento da confiança no ambiente de negócios brasileiro.

Sob a perspectiva científica, o estudo contribui ao integrar variáveis que, tradicionalmente, eram examinadas de forma isolada – remuneração da alta administração, estrutura de governança, sustentabilidade (ESG), benefícios discricionários, independência dos conselhos e composição acionária. Essa integração, operacionalizada em um índice composto e validada empiricamente com dados de empresas do NDGC, amplia a fronteira metodológica da literatura e oferece subsídios para pesquisas futuras em governança. Além disso, a pesquisa avança na construção de métricas aplicáveis e replicáveis em diferentes contextos institucionais, nacionais e internacionais, contribuindo para o refinamento da literatura de índices de governança e remuneração da alta administração.

No campo social e institucional, a incorporação de variáveis de sustentabilidade e de mecanismos de transparência ao *QR_AA* promove uma agenda voltada à equidade, responsabilidade e *accountability* corporativa. Ao estimular maior clareza na divulgação de dados sobre remuneração da alta administração e governança, o índice fortalece a confiança de investidores e da sociedade nas organizações. Além disso, incentiva as companhias a alinharem suas práticas a padrões mais elevados de responsabilidade socioambiental, em sintonia com tendências regulatórias e pressões de investidores institucionais.

Esta pesquisa reafirma o compromisso com a excelência acadêmica e a relevância prática, entregando resultados que podem orientar tanto o debate científico quanto o aprimoramento das práticas empresariais e regulatórias. Dessa forma, contribui para o fortalecimento da governança corporativa e para o desenvolvimento sustentável do mercado de capitais brasileiro.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Esta seção apresenta a fundamentação teórica que oferece suporte para esta Tese, que busca explorar os sistemas de remuneração da alta administração, propor melhorias que promovam maior transparência e alinhamento com os princípios de governança corporativa e desenvolver um modelo de índice de qualidade da remuneração da alta administração, o qual será uma ferramenta essencial para investidores institucionais, consultores e profissionais da área de investimentos que desejam tomar decisões financeiras informadas no mercado de capitais. São apresentadas as teorias e principais autores que ofertam o embasamento necessário para compreender a complexa relação entre remuneração da alta administração, governança corporativa e o impacto dessas práticas na confiança de investidores e na sustentabilidade organizacional.

2.1 Governança Corporativa

A governança corporativa é uma disciplina multidisciplinar que abrange um conjunto de princípios, políticas e práticas direcionadas à administração e ao controle das empresas, com o objetivo de maximizar o valor para os acionistas e proteger os interesses de todas as partes interessadas (IBGC, 2023; Younas, 2022). Em um ambiente empresarial, cada vez mais global e complexo, ela se torna essencial para manter a confiança dos investidores e garantir a estabilidade dos mercados (Assidi, 2020; Cardozo, 2005; Fávero, 2017). Ao fornecer diretrizes claras para a tomada de decisões, a governança corporativa desempenha um importante papel na promoção da transparência e na redução de riscos para a organização (Younas, 2022; Oliva et al., 2024).

Os cinco princípios de governança corporativa, conforme delineados pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), constituem a espinha dorsal das melhores práticas que visam assegurar a integridade e a eficácia das organizações no contexto brasileiro (IBGC, 2023). Esses cinco princípios, conforme demonstrados na Figura 1 são: a integridade, a transparência, a equidade, a responsabilização (*accountability*) e a sustentabilidade.

Figura 1 – Princípios de Governança Corporativa – IBGC



Fonte: IBGC (2023, p.18)

O princípio da integridade enfatiza a importância de uma cultura ética dentro da organização, requerendo que as decisões sejam tomadas sem a influência de conflitos de interesse e que haja coerência entre o discurso e a prática (IBGC, 2023). A integridade implica que a organização deve manter a lealdade a seus valores e princípios, promovendo um ambiente onde todos os colaboradores se sintam responsáveis por agirem de acordo com a ética e a moral, respeitando não apenas a organização, mas também todas as partes interessadas (IBGC, 2023).

O princípio da transparência destaca a necessidade de que as informações relevantes sejam disponibilizadas de maneira clara e acessível a todos os *stakeholders*, não se limitando apenas à divulgação de dados financeiros, mas abrangendo, também, aspectos sociais e ambientais, permitindo que os interessados compreendam plenamente a situação e as decisões da empresa (IBGC, 2023). O

princípio da equidade enfatiza a importância do tratamento justo e igualitário de todos os acionistas e partes interessadas, independentemente de sua posição ou influência, assegurando que todos os acionistas, incluindo os minoritários, tenham a oportunidade de participarem das decisões que impactam seus interesses, promovendo um ambiente que respeita e protege os direitos de todos os envolvidos (IBGC, 2023). A responsabilização ou *accountability* é um princípio que ressalta a responsabilidade dos gestores e do conselho de administração em relação às suas decisões e ações. As organizações devem estabelecer mecanismos que garantam que os gestores sejam responsabilizados por seu desempenho, assegurando que as decisões sejam tomadas de forma ética e em conformidade com as leis e regulamentos aplicáveis, sendo fundamental para a construção de uma cultura organizacional que valoriza a responsabilidade e a ética (IBGC, 2023).

O princípio da sustentabilidade ou responsabilidade corporativa, por sua vez, envolve a consideração de impactos sociais, ambientais e econômicos das atividades da empresa. As organizações são instadas a agir de maneira a contribuir positivamente com a sociedade e o meio ambiente, indo além do mero cumprimento das obrigações legais, buscando integrar a responsabilidade social à estratégia empresarial, enfatizando a importância de uma abordagem de longo prazo na governança, que considere não apenas os resultados financeiros imediatos, mas também a viabilidade e a saúde da organização no futuro (IBGC, 2023). Assim, os cinco princípios de Governança Corporativa propostos pelo IBGC orientam a conduta das organizações no contexto brasileiro e buscam promover um ambiente de negócios ético, responsável e sustentável, beneficiando toda sociedade.

Definida como o conjunto de mecanismos que regulam e controlam as relações entre acionistas, administração e demais partes interessadas, a governança corporativa inclui práticas como a estrutura do conselho de administração, a distribuição acionária e as políticas de remuneração executiva (Core *et al.*, 1999). Tais mecanismos são fundamentais para garantir a transparência, a prestação de contas e a proteção dos interesses dos acionistas. Além disso, Fávero (2017) destaca que as melhores práticas de governança são consideradas essenciais para assegurarem a longevidade e a sustentabilidade das organizações, garantindo que as decisões corporativas estejam alinhadas aos objetivos de longo prazo.

Quadro 2 - Padrões Globais de Governança Corporativa

Países	Enfoque Governança Corporativa	Modelo Governança Corporativa
Estados Unidos da América	Modelo baseado na separação de propriedade e controle, com foco em acionistas, mercados financeiros dinâmicos e forte regulamentação de <i>disclosure</i> .	Modelo Anglo-Americano (<i>Market-Based, Outsider</i>)
Reino Unido	Semelhante ao dos EUA, com forte ênfase em direitos dos acionistas e regulamentação, favorecendo um mercado acionário ativo.	Modelo Anglo-Americano (<i>Market-Based, Outsider</i>)
Canadá	Modelo próximo ao dos EUA, porém com maior concentração familiar em algumas empresas, mantendo o foco em direitos dos acionistas e regulamentação.	Modelo Anglo-Americano (<i>Market-Based</i> , com maior concentração familiar)
Austrália	Similar ao Canadá, destacando práticas de boa governança e proteção dos acionistas, com características familiares em algumas empresas.	Modelo Anglo-Americano (<i>Market-Based</i> , com maior concentração familiar)
Japão	Estrutura de governança concentrada, envolvendo laços fortes com bancos e relações de longo prazo, com influência familiar predominante.	Modelo <i>Insider</i> (<i>Concentrated Ownership, Network-Oriented</i>)
Alemanha, Suíça, Áustria, Holanda, Suécia	Modelo que prioriza a participação de instituições financeiras e proteção dos <i>stakeholders</i> , com forte ênfase na colaboração.	Modelo Germânico (<i>Insider, Bank Finance</i>)
França	Governança com foco em Estado e bancos, enfatizando um papel ativo dos acionistas e <i>stakeholders</i> na tomada de decisões.	Modelo Latino (<i>Insider</i> , Estado e Banco interligados)
Brasil	Em transição para melhores práticas de governança com influência crescente de regulamentos após a globalização e iniciativa de instituições de governança.	Modelo em Evolução (Estabelecimento de práticas de governança pós-globalização)
Índia	Sistema em desenvolvimento, buscando fortalecer a responsabilidade corporativa e a proteção dos investidores em meio a um mercado emergente.	Modelo em Desenvolvimento (Ênfase em responsabilidade corporativa e proteção do investidor)
China	Modelo híbrido com forte intervenção do Estado, destacando a concentração de propriedade e laços entre empresas e instituições estatais.	Modelo Híbrido (<i>Insider</i> com forte influência do Estado)

Fonte: Elaborado pelo autor (2025) – embasamento teórico de Gutterman (2023)

Gutterman (2023) analisa os diversos sistemas de governança corporativa globalmente, resumido no Quadro 2, destacando a importância do contexto institucional na formulação e implementação de práticas de governança. O autor aponta que, embora exista uma tendência à globalização das práticas de governança, as variações nacionais são significativas devido a fatores como estruturas de propriedade, regulamentações legais e culturais, o papel das instituições financeiras e a participação do estado no ambiente corporativo. A pesquisa categoriza diferentes modelos de governança, incluindo os sistemas anglo-americano, germânico, latino e japonês, e discute como esses modelos influenciam as dinâmicas de controle interno

e externo das empresas. Além disso, destaca que a eficácia da governança corporativa está intrinsecamente ligada à proteção dos direitos dos investidores e à estruturação de mercados financeiros, com ênfase na necessidade de um quadro normativo que possibilite comparações transnacionais. Ainda, Gutterman (2023) sugere que, apesar das discussões sobre a convergência dos sistemas, fatores socioculturais e econômicos continuarão a moldar as particularidades da governança corporativa em diferentes países, indicando um panorama em desenvolvimento que requer pesquisas contínuas para uma compreensão mais abrangente das práticas de governança.

Gutterman (2023) identifica dois padrões principais de governança corporativa: o modelo *outsider* e o modelo *insider*. O modelo *outsider*, predominante nos Estados Unidos e Reino Unido, é caracterizado pela dispersão acionária e separação entre propriedade e controle, enfatizando o desempenho financeiro, transparência e proteção dos investidores minoritários, por meio de rigorosos controles sobre os executivos. Já o modelo *insider*, típico de economias como Alemanha e Japão, apresenta propriedade acionária concentrada e controle centralizado, com decisões influenciadas por poucos acionistas dominantes. Nesse modelo, a proximidade entre proprietários e a alta administração promove estabilidade nas decisões estratégicas, mas reduz a proteção dos acionistas minoritários. Essas diferenças refletem estruturas específicas de propriedade e controle, impactando a transparência, responsabilidade e eficácia das práticas de governança corporativa em diferentes contextos internacionais.

A análise de Santos, Crispim, Oliva e Dornelles (2020) complementa a discussão sobre padrões globais de governança ao examinar os códigos de governança corporativa adotados por países latino-americanos à luz das práticas recomendadas pela ONU. Os autores demonstram que, embora exista uma convergência crescente para padrões internacionais, conforme também reconhecido por Gutterman (2023), persistem especificidades nacionais e regionais determinadas por fatores institucionais, históricos e regulatórios. O estudo evidencia que países como Brasil, Argentina e Colômbia avançaram na incorporação de princípios de transparência, responsabilidade e equidade nos seus códigos de governança corporativa, mas ainda enfrentam desafios ligados à efetividade na implementação e à heterogeneidade das práticas de fiscalização e *enforcement*. Outros países como

Chile, México e Peru ainda demonstram distanciamento ou aderência parcial, sobretudo em temas como responsabilidade social, políticas de investimento social, proteção de dados e segurança da informação. Um dos destaques do estudo de Santos *et al.* (2020) é o mapeamento detalhado das práticas de governança, sintetizado em quadros comparativos que evidenciam o grau de aderência de cada país aos princípios fundamentais da ONU, incluindo a proteção de minoritários, a composição e o funcionamento dos conselhos de administração e o reporte de informações não financeiras. A utilização desses quadros do mapeamento das práticas de governança se mostra relevante para pesquisas comparativas, pois permite visualizar de forma sistematizada os avanços, as lacunas e as singularidades da governança na América Latina. Assim, a integração da perspectiva regional proposta pelos autores amplia o entendimento das dinâmicas de convergência e adaptação dos sistemas de governança, reafirmando a necessidade de abordagens contextuais e atualizadas para avaliar a efetividade dos modelos implementados.

A versão revisada dos Princípios de Governança Corporativa do G20/OCDE (2023) reforça a governança corporativa como um sistema que integra estrutura institucional, transparência informacional e práticas organizacionais voltadas à criação de valor sustentável. O documento orienta que a governança corporativa deve partir de uma base regulatória sólida, com estruturas legais e institucionais capazes de promoverem mercados transparentes, eficientes e confiáveis. A proteção dos direitos dos acionistas, incluindo o direito ao voto, à participação nas decisões estratégicas e ao tratamento equitativo, é destacada como um componente essencial para a integridade do sistema. Os princípios também enfatizam o papel dos investidores institucionais, analistas e demais participantes do mercado na promoção de boas práticas, demandando maior *disclosure*, políticas de engajamento e alinhamento com o interesse de longo prazo das empresas. A transparência é tratada como um elemento estruturante de governança, estendendo-se para além das informações financeiras tradicionais e incluindo aspectos de propriedade, estrutura de controle, governança e sustentabilidade. O conselho de administração é posicionado como responsável pela condução estratégica, pelo monitoramento dos executivos, pela supervisão de riscos e pela promoção de uma cultura ética e responsável. A versão de 2023 introduz de forma mais explícita a relevância da sustentabilidade e da resiliência organizacional, recomendando a incorporação de fatores ambientais,

sociais e de governança (ESG) nas decisões corporativas e no reporte aos *stakeholders*. Esses princípios funcionam como referência internacional para reguladores, empresas e investidores, promovendo padrões consistentes que favorecem confiança, integridade e acesso eficiente a capitais em diferentes jurisdições (G20/OCDE, 2023).

Um dos aspectos relevantes da governança corporativa é a transparência na divulgação das informações, especialmente em relação à remuneração da alta administração. A forma como salários, bônus, incentivos e benefícios são estruturados impacta diretamente na motivação dos membros da alta administração, na confiança dos investidores e no desempenho geral da empresa (Andrews *et al.*, 2017; Hartzell; Starks, 2014; Sehn *et al.*, 2019). A governança corporativa atua nesse contexto, protegendo os interesses de investidores e promovendo a eficiência do mercado ao enfatizar a necessidade de práticas transparentes na divulgação de informações sobre remuneração da alta administração. Andrews *et al.* (2017) ressaltam que a clareza na divulgação de benefícios e incentivos é necessária para que os investidores tomem decisões bem-informadas e confiem no processo gerencial. Almici (2023) argumenta que a forma como os membros da alta administração são compensados pode influenciar suas decisões estratégicas, impactando diretamente o desempenho financeiro da empresa e a confiança dos investidores e a falta de clareza nas políticas de remuneração pode gerar desconfiança, levando a decisões de investimento errôneas e comprometendo a integridade do mercado financeiro. Sob essa perspectiva, Jensen (2009) argumenta que a integridade é fundamental para a eficácia de qualquer sistema de governança, pois sem esse compromisso real, nem mesmo os contratos mais sofisticados conseguem eliminar conflitos e garantir confiança entre as partes envolvidas.

Nesse contexto, Benini *et al.* (2017) sugerem a adoção de melhores práticas gerenciais para fomentar um bom relacionamento entre as partes interessadas, reduzindo conflitos de interesse entre a alta administração e os acionistas. Este conflito, conhecido como conflito de agência, surge quando os gestores priorizam seus próprios interesses em detrimento dos acionistas (Jensen; Meckling, 1976). A Teoria da Agência indica que a separação entre propriedade e controle da empresa gera custos e conflitos de agência (Jensen; Meckling, 1976; Assidi, 2020). Esses conflitos tendem a se intensificarem à medida que a dispersão acionária aumenta, afetando as

decisões corporativas. Além disso, estruturas inadequadas de remuneração podem agravar esse conflito, levando a decisões que favorecem os gestores, mas prejudicam os acionistas. Lima e Ribeiro (2024) destacam que a governança corporativa, como um campo de estudo relativamente recente, ganhou relevância especialmente após escândalos corporativos de grande visibilidade. Esses eventos aumentaram a conscientização dos investidores e despertaram o interesse acadêmico sobre a importância de práticas de governança adequadas para prevenir a corrupção e promover a transparência nas operações empresariais.

Conforme Edmans (2024), a governança corporativa pode estabelecer critérios claros para a avaliação das iniciativas de sustentabilidade, garantindo que estas sejam vistas como oportunidades de criação de valor, em vez de meras obrigações regulatórias. A adoção de uma abordagem racional em relação à sustentabilidade, conforme proposto por Edmans (2024), sugere que as empresas devem focar em atividades, nas quais possuam uma vantagem comparativa e que sejam materialmente relevantes para seu modelo de negócios e essa perspectiva não apenas fortalece a posição da empresa no mercado, mas também contribui para a construção de uma reputação sólida e para a mitigação de riscos associados a práticas insustentáveis.

A transparência, um dos pilares da governança corporativa, é essencial para que as partes interessadas avaliem adequadamente a conduta e as decisões da administração (IBGC, 2023; Larcker; Tayan, 2020; Oliva *et al.*, 2024). No que diz respeito à remuneração da alta administração, essa transparência se traduz na divulgação detalhada das políticas de remuneração, dos critérios de desempenho e da estrutura de incentivos (Elmagrhi *et al.*, 2020). A falta de transparência, por outro lado, pode diminuir a confiança de investidores e afetar negativamente a reputação da empresa (Larcker; Tayan, 2020). Fried, Bebchuk e Walker (2003) ressaltam a importância de que a remuneração da alta administração seja discutida e aprovada pelos acionistas de maneira clara e objetiva, garantindo que todas as partes compreendam os critérios utilizados na concessão de benefícios.

Assidi (2020) investiga a relação entre divulgações voluntárias e governança corporativa no valor das empresas listadas na França, analisando como a transparência nas informações financeiras e práticas de governança impactam a percepção dos investidores e, conseqüentemente, o valor das empresas. Os

resultados indicam que as empresas com maior nível de divulgações voluntárias e melhores práticas de governança tendem a apresentarem um valor de mercado superior.

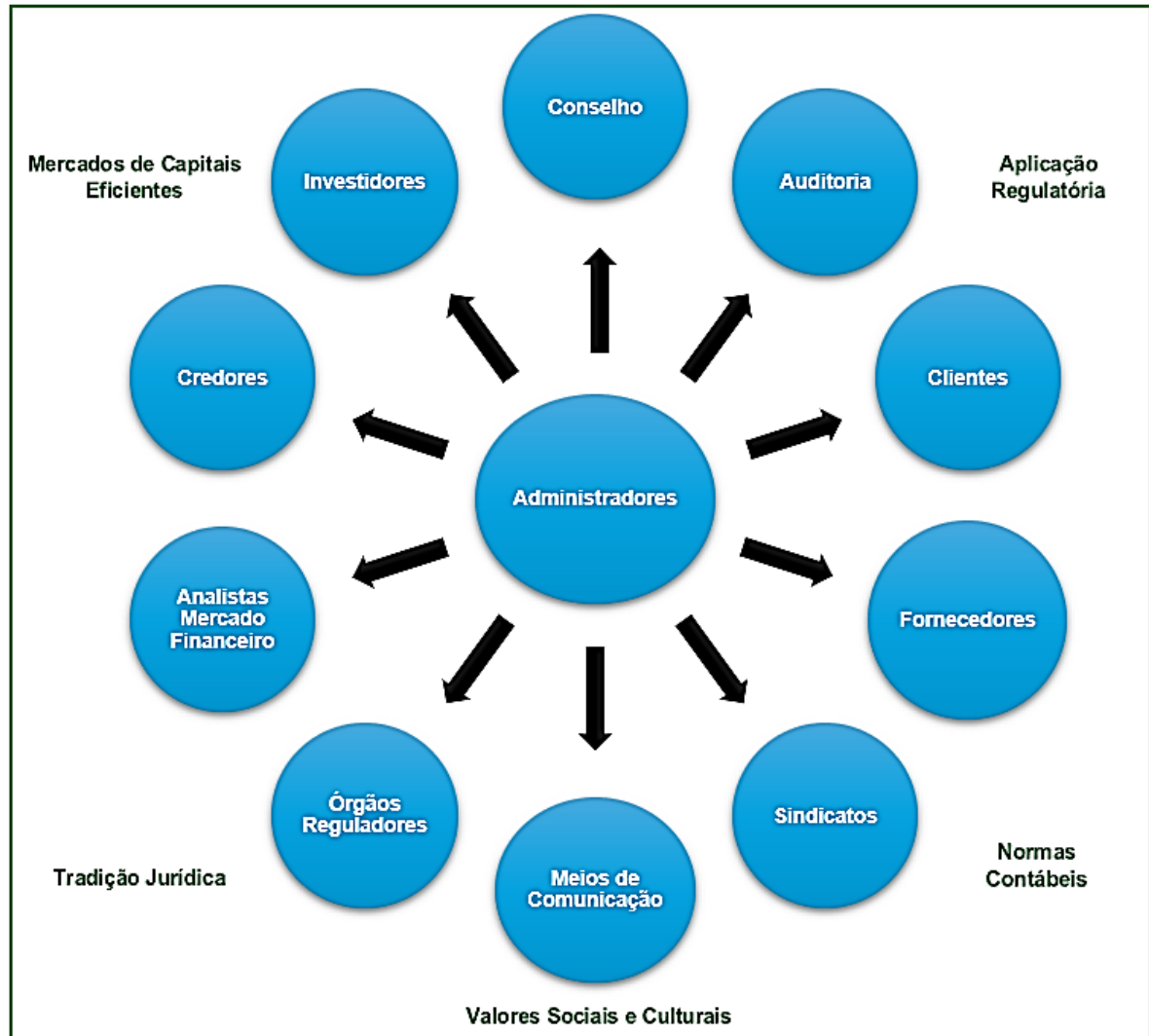
Segundo Larcker e Tayan (2020), a governança corporativa é um conjunto de mecanismos e práticas que visa garantir que as decisões das empresas sejam tomadas de forma a maximizar o valor para os acionistas, enquanto equilibra os interesses de outras partes interessadas. A governança eficaz envolve a implementação de estruturas de controle que assegurem a transparência, a responsabilização e a integridade na tomada de decisões. Os autores destacam que a governança não se resume a cumprir regulamentações, mas implica escolhas organizacionais que impactam diretamente o desempenho corporativo e a criação de valor a longo prazo. Aspectos como a composição do conselho de administração, a estrutura de incentivos dos membros da alta administração e a transparência nas operações são fundamentais para garantir que a gestão da empresa atue de forma alinhada com os interesses dos acionistas.

Larcker e Tayan (2020) enfatizam ainda a governança corporativa como um conjunto de mecanismos de controle que visam mitigar comportamentos auto interessados dos membros da alta administração, protegendo assim os interesses de acionistas e *stakeholders*. A Figura 2 ilustra os determinantes e os participantes dos sistemas de governança, destacando a interação entre diversos agentes, como diretores, auditores, investidores, credores, sindicatos, clientes, fornecedores, analistas, a mídia e reguladores.

Essa complexidade ressalta que a governança corporativa não é um fenômeno isolado, mas sim um sistema dinâmico e influenciado por fatores internos e externos. Os autores abordam duas perspectivas: a dos acionistas e a dos *stakeholders*. A perspectiva dos acionistas enfatiza que a principal responsabilidade da corporação é maximizar o valor da empresa, priorizando decisões que aumentem o retorno financeiro. Em contrapartida, a perspectiva dos *stakeholders* reconhece que a organização possui obrigações sociais que vão além do resultado financeiro, considerando o bem-estar de empregados, fornecedores e comunidades. Essa dualidade de enfoques implica que a eficácia da governança corporativa deve ser avaliada não apenas pela performance financeira, mas também pela capacidade de

equilibrar interesses diversos, promovendo uma gestão responsável e sustentável (Larcker; Tayan, 2020).

Figura 2 - Participantes em sistemas de Governança Corporativa



Fonte: Adaptado Larcker e Tayan (2020, p.08)

Machado *et al.* (2024a) discutem que a governança corporativa é fundamental para garantir a sustentabilidade e a integridade do mercado financeiro, especialmente em um cenário global repleto de crises econômicas e escândalos corporativos. Para os autores, a implementação de boas práticas de governança, que incluem transparência, responsabilidade e equidade, é essencial para prevenir a corrupção e restaurar a confiança de investidores. Além disso, Machado *et al.* (2024a) ressaltam que a governança corporativa não se limita apenas à proteção dos interesses de acionistas, mas também desempenha um papel relevante na promoção de uma administração socialmente responsável e enfatizam que a falta de mecanismos de controle eficazes e a ausência de transparência nas práticas de governança podem

levar a comportamentos oportunistas por parte de gestores, resultando em prejuízos para a organização e seus *stakeholders*.

Oliveira (2024) argumenta que a natureza intrincada e complexa da dinâmica que envolve os mecanismos de governança corporativa, bem como seu impacto consequente no desempenho financeiro de empresas de capital aberto que operam no cenário econômico diversificado do Brasil, constitui inegavelmente um desafio multifacetado que requer exploração e análise completas. Apesar do desenvolvimento contínuo da estrutura regulatória e da ênfase crescente colocada na implementação de melhores práticas de governança, continua a existir uma lacuna na compreensão abrangente das relações intrincadas e matizadas que existem entre os vários mecanismos de governança e os resultados financeiros resultantes experimentados por essas empresas (Oliveira, 2024).

Aguilera e Ruiz Castillo (2025) destacam que a governança corporativa, tradicionalmente centrada em mecanismos formais de controle e na maximização do valor para acionistas, vem passando por uma transformação diante das demandas contemporâneas por maior responsabilidade social, ambiental e ética. Os autores argumentam que os antigos paradigmas, focados exclusivamente na eficiência financeira e no controle rígido dos gestores, dão lugar a modelos dinâmicos que reconhecem a complexidade dos ambientes institucionais atuais. Nesse novo contexto, a governança corporativa incorpora práticas que consideram múltiplos *stakeholders* e a sustentabilidade de longo prazo, impactando diretamente a formulação e estruturação da remuneração da alta administração. Conforme os autores, a remuneração da alta administração deixa de ser apenas um instrumento de incentivo financeiro para se tornar uma ferramenta estratégica alinhada à performance holística da organização. Aguilera e Ruiz Castillo (2025) enfatizam que essa mudança implica a integração de métricas financeiras com indicadores socioambientais, promovendo um alinhamento abrangente entre interesses dos executivos, dos acionistas e da sociedade. Tal evolução reforça a necessidade de práticas de governança flexíveis, adaptativas e transparentes, capazes de garantirem não apenas a rentabilidade, mas também a legitimidade e a resiliência organizacional.

A Teoria dos *Stakeholders*, proposta por Freeman (1984), amplia o conceito de governança corporativa ao considerar que as organizações devem atender não apenas aos interesses dos acionistas, mas também às demandas de uma ampla

gama de *stakeholders*, incluindo colaboradores, investidores institucionais, reguladores, governo e a sociedade em geral. No contexto deste estudo, que busca desenvolver o Índice QR_AA, a Teoria dos *Stakeholders* oferece uma perspectiva para compreender como a remuneração da alta administração impacta os diferentes agentes que interagem com a empresa. Oliva *et al.* (2024) argumenta que a transparência não é apenas uma prática de governança desejável, mas uma necessidade estratégica que pode fortalecer a confiança de *stakeholders* e a adoção de uma abordagem transparente na gestão de riscos e na comunicação organizacional, sendo, portanto, um fator relevante para a sustentabilidade e o sucesso a longo prazo das empresas.

A conexão entre o QR_AA e os princípios da Teoria dos *Stakeholders* reside na necessidade de uma governança corporativa transparente, que promova o alinhamento de interesses e a responsabilidade organizacional. O desenvolvimento de um índice como o QR_AA é uma iniciativa que contribui para medir e ajustar práticas de remuneração de membros da alta administração, capaz de garantir que os interesses dos *stakeholders* sejam integrados às decisões estratégicas e às políticas de remuneração da alta administração. Essa perspectiva reforça a necessidade de que os mecanismos de remuneração da alta administração estejam alinhados não apenas aos interesses dos acionistas e investidores, mas também às demandas de *stakeholders* preocupados com aspectos de sustentabilidade e responsabilidade corporativa.

A governança corporativa tem o papel de garantir as práticas empresariais que promovam a integridade, a transparência e a responsabilidade, e a implementação eficaz dessas práticas contribui para a criação de valor a longo prazo e a proteção de interesses dos acionistas e *stakeholders*, assegurando a sustentabilidade e o sucesso contínuo das organizações (Larcker e Tayan, 2019).

2.1.1 Escândalos corporativos e falhas de controles na Governança Corporativa

As companhias listadas em bolsa estão submetidas a rigorosas obrigações de transparência e conformidade regulatória, elementos relevantes para assegurar a confiança de investidores e a integridade do mercado de capitais (Guimarães *et al.*, 2023). No período de 2019 a 2024, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) julgou

37 Processos Administrativos Sancionadores (PAS) relacionados a infrações às normas estabelecidas pela Instrução CVM nº 480/2009 (CVM, 2024). A Instrução CVM nº 480/2009 regula o registro de emissores e a divulgação de informações periódicas e eventuais, aspectos essenciais para uma governança corporativa eficiente. Um dos principais focos das investigações nesse período foram as falhas de governança corporativa, em especial as irregularidades no pagamento de remuneração variável, como bônus, em desacordo com as normas internas e regulamentares (CVM, 2024).

Os processos analisados pela CVM revelaram fragilidades sistêmicas no cumprimento das melhores práticas de governança corporativa. Entre as irregularidades identificadas no período de 2019 a 2024, destacam-se a aprovação inadequada de bônus e pagamentos variáveis, frequentemente, realizados sem a devida autorização dos conselhos de administração ou das assembleias gerais, e, em alguns casos, em valores que ultrapassavam os limites estabelecidos nas políticas internas das empresas. Além disso, foram observadas omissões nas informações divulgadas pelas companhias, como a ausência de critérios claros para a publicação de dados inconsistentes com os registros internos.

Um exemplo de irregularidade analisada nesse contexto foi o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/4416 (CVM, 2024). Nesse caso, um diretor de uma companhia listada recebeu valores em bônus não autorizados, aprovados em desacordo com as normas internas da organização e sem a devida aprovação formal do conselho de administração ou da assembleia geral. Tal conduta foi considerada uma violação clara dos princípios de transparência e equidade previstos na Instrução CVM nº 480/2009, e, como resultado, a CVM aplicou sanções, incluindo multas proporcionais ao montante recebido de forma indevida, além de outras medidas corretivas destinadas a restabelecerem a conformidade e a integridade da governança da empresa.

Ao analisar os 37 processos sancionadores do período 2019 a 2024, verifica-se que cerca de 40% deles envolveram omissão na divulgação de informações obrigatórias, como demonstrações financeiras e formulários de referência, refletindo uma lacuna significativa na comunicação entre as empresas e o mercado. Outros 30% dos casos trataram de inconsistências entre os dados divulgados e os registros efetivos das companhias, prejudicando a confiabilidade das informações fornecidas aos investidores. Aproximadamente 20% dos processos abordaram diretamente

falhas de governança corporativa. Por fim, cerca de 10% dos casos englobaram infrações diversas, como a não divulgação de eventos corporativos relevantes.

Diante dessas infrações, as ações regulatórias da CVM buscaram responsabilizar os envolvidos e fortalecer as práticas de governança corporativa no mercado de capitais. Entre as sanções aplicadas, destacaram-se multas pecuniárias proporcionais à gravidade das infrações e ao montante financeiro envolvido, advertências formais para infrações de menor impacto e, em casos mais severos, a suspensão ou a proibição de administradores de atuarem em companhias listadas. Essas medidas reforçam o papel essencial da CVM em assegurar a transparência e a conformidade no mercado, para proteger os interesses de investidores e promover a confiança no sistema financeiro brasileiro.

O caso da Americanas S.A. é um exemplo contemporâneo de como falhas de governança corporativa podem culminar em desastres financeiros. O escândalo das Americanas S.A. veio à tona em janeiro de 2023, quando a empresa admitiu a existência de fraudes contábeis que resultaram em um rombo financeiro superior a R\$ 20 bilhões. Conforme as informações disponibilizadas pela empresa no Formulário de Referência da CVM, entre 2020 e 2023, a Americanas S.A. pagou R\$ 99,5 milhões em remuneração variável à alta administração, destacando-se R\$ 37,6 milhões em 2022 e R\$ 11,6 milhões em 2023. Esses valores incluem benefícios diretos e indiretos, bônus, participação nos resultados e valores baseados em ações. A revelação das inconsistências contábeis e das manobras fraudulentas gerou uma crise de confiança entre os investidores e o mercado financeiro, levando a uma série de consequências legais e financeiras para a empresa e seus executivos. Costa *et al.* (2023) analisaram na Americanas S.A. como a centralização do poder decisório nas mãos de um grupo restrito de controladores, aliado à ausência de diversidade no conselho de administração, comprometeu a governança. Apesar de alegar seguir boas práticas de governança, como as orientações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e as recomendações do *Institutional Shareholders Services* (ISS), a Americanas S.A. apresentou uma desconexão entre a teoria e a prática (Costa *et al.*, 2023). A estrutura de remuneração da alta administração priorizava resultados de curto prazo, refletidos em bônus significativos, enquanto negligenciava os riscos associados às decisões tomadas (Costa *et al.*, 2023).

Tran (2020) justifica que a governança corporativa transparente e ética é essencial para mitigar os riscos de corrupção e assegurar a confiança de investidores. No caso da Americanas, a retórica de conformidade com padrões de governança foi utilizada como um instrumento de legitimidade, mas sem ações concretas que garantissem transparência e responsabilidade. Essa desconexão entre discurso e prática reflete um problema estrutural em muitas organizações, nas quais as políticas de remuneração são desenhadas para maximizar benefícios pessoais de executivos, ao invés de alinhar seus interesses com os dos acionistas (Santos *et al.*, 2025).

Lima e Ribeiro (2024) destacam que políticas opacas de governança corporativa abrem espaço para práticas corruptas, uma vez que os executivos podem priorizar ganhos pessoais em detrimento da sustentabilidade e do desempenho organizacional. A transparência nas ações de gestão visa assegurar que as decisões sejam tomadas com base em princípios éticos e no interesse da empresa e de seus acionistas. Além disso, Mageraki e Tzelepis (2023) discutem como a ausência de mecanismos de controle sobre a remuneração facilita práticas que não alinham os interesses dos executivos com os dos acionistas. Em ambientes corruptos, os executivos muitas vezes manipulam suas compensações para maximizarem ganhos pessoais, mesmo que isso comprometa a saúde financeira da empresa. Esses comportamentos mostram a necessidade de supervisão rigorosa e políticas de remuneração bem estruturadas, que promovam responsabilidade e transparência.

Muller *et al.* (2020) ressaltam que os casos de corrupção na Lava Jato e em empresas como a Odebrecht, a Andrade Gutierrez e a Petrobras são exemplos de como a falta de transparência e de controles efetivos na governança corporativa criam um ambiente propício para práticas ilícitas. A remuneração da alta administração, que muitas vezes não é vinculada a metas claras e éticas, desempenha um papel central nesses casos. Esses exemplos evidenciam a necessidade de reformas estruturais para fortalecer a governança e evitar a repetição de escândalos que prejudicam a confiança de investidores e a integridade do mercado. Machado *et al.* (2024a) destacam que a falha na governança corporativa, como a ausência de conselhos independentes e auditorias rigorosas, facilita a ocorrência de atos corruptos.

Os conflitos de interesse entre executivos e acionistas representam um desafio para a governança corporativa, frequentemente resultando em decisões que não apenas comprometem a integridade financeira da empresa, mas também minam a

confiança de investidores (Guimarães *et al.*, 2023). Esses autores argumentam que, quando os interesses pessoais dos membros da alta administração se sobrepõem aos objetivos estratégicos da organização, há uma tendência para a adoção de práticas que priorizam ganhos de curto prazo em detrimento da sustentabilidade a longo prazo, como por exemplo, a manipulação de resultados financeiros para atender a metas de bônus, a qual pode levar a distorção da realidade econômica da empresa, resultando em avaliações de mercado inflacionadas e em crises de reputação e liquidez.

O recente caso da demissão do vice-presidente de Marketing do Banco Itaú em dezembro de 2024, por mau uso recorrente do cartão corporativo, exemplifica as falhas de controle no sistema de governança corporativa e os riscos associados à gestão de regalias e privilégios concedidos à alta administração (Brazil Journal, 2024; Valor Econômico, 2024). Conforme reportado, a situação envolveu gastos pessoais indevidos, reiterando a necessidade de mecanismos para monitorar e coibir abusos. A recorrência desse comportamento sugere fragilidades em processos de supervisão, corroborando a importância de implementar políticas adequadas de governança e prestação de contas. Nesse contexto destaca-se que a ausência de controles efetivos pode comprometer a credibilidade organizacional e a confiança dos *stakeholders*, evidenciando a necessidade de práticas mais transparentes e monitoradas, fortalecendo os princípios éticos e a integridade corporativa.

Tais situações evidenciam a urgência de controle sobre a gestão, incluindo a implementação de mecanismos de supervisão eficazes, como comitês de auditoria independentes e políticas de transparência, que assegurem que as decisões dos executivos estejam alinhadas aos interesses dos acionistas e às melhores práticas de mercado (Guimarães *et al.*, 2023). Os casos apresentados ilustram como a falta de governança corporativa eficaz cria um ambiente favorável à corrupção e compromete a sustentabilidade das organizações e a confiança dos investidores.

2.1.2 Expectativas do Investidor Racional

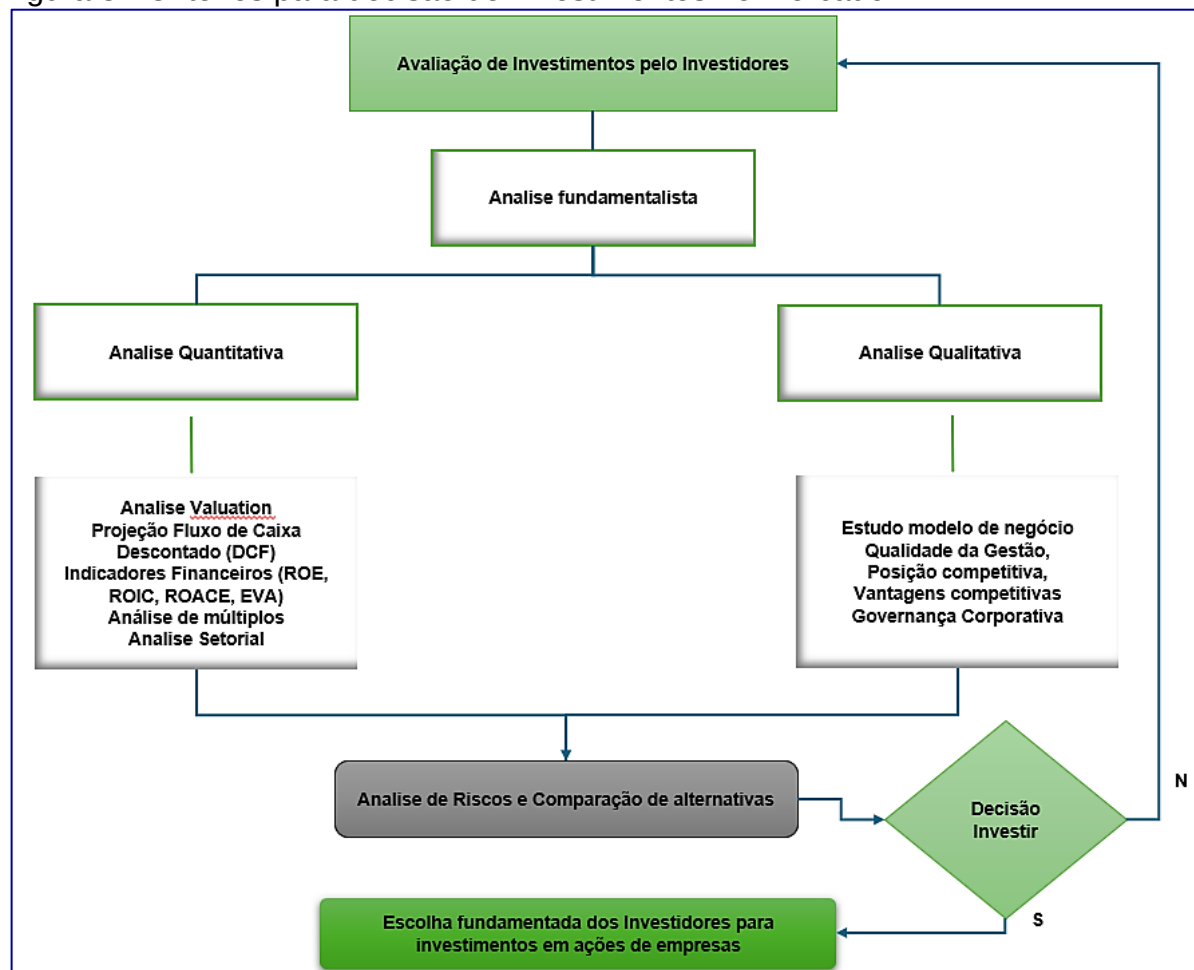
A governança corporativa desempenha um papel fundamental na garantia da confiança dos investidores racionais, contribuindo para a estabilidade dos mercados financeiros (Cardozo, 2005; Fávero, 2017). No contexto da tomada de decisão de um

investidor racional é essencial a adoção de uma abordagem analítica e fundamentada ao selecionar investimentos no mercado de ações.

A racionalidade implica que os investidores e profissionais da área de investimentos utilizem todas as informações disponíveis de forma otimizada, baseando suas escolhas em critérios estruturados e coerentes com o cenário de mercado (Bodie; Kane; Marcus, 2024; Dorn; Strobl, 2023; Jensen; Jones, 2020; Linton, 2020; Shiller, 2016). A Teoria do Mercado Eficiente, proposta por Fama (1970), sugere que os investidores racionais fazem uso dessa informação ao tomarem decisões eficientes, esperando retornos que reflitam o risco assumido, e ainda, mercados eficientes dependem de informações transparentes. Segundo os autores Bodie, Kane e Marcus (2024), o investidor racional deve basear suas decisões de investimento na análise cuidadosa dos fundamentos da empresa.

Conforme demonstrado na Figura 3, as análises dos fundamentos da empresa incluem uma avaliação detalhada do desempenho financeiro, projeções de *Discounted Cash Flow* (DCF) ou fluxo de caixa descontado, indicadores de performance financeira como *Return on Equity* (ROE), *Return on Invested Capital* (ROIC) e *Economic Value Added* (EVA), além de uma análise dos múltiplos de mercado e das perspectivas de crescimento setorial. Além dos aspectos quantitativos, como *valuation* e desempenho financeiro, os autores também destacam a importância de avaliar fatores qualitativos, como a estratégia de negócios, a qualidade da gestão e as práticas de governança corporativa. A diversificação de investimentos é outro princípio relevante para investidores racionais (Dorn; Strobl, 2023). Os autores Bodie, Kane e Marcus (2024), assim como Dorn e Strobl (2023), apontam que a diversificação reduz o risco específico de cada empresa, proporcionando maior estabilidade nos retornos da carteira. Essa estratégia é uma das formas eficazes de mitigar os riscos não sistemáticos, maximizando os retornos ajustados ao risco. As metodologias de *valuation*, como os modelos de desconto de dividendos, análise de múltiplos e fluxo de caixa descontado, auxiliam os investidores a identificarem oportunidades de investimento subvalorizadas, possibilitando decisões embasadas e alinhadas aos objetivos de longo prazo. Esses elementos, ilustrados na Figura 3, fornecem uma visão ampla da capacidade da empresa de criar valor a longo prazo para os acionistas.

Figura 3 - Critérios para decisão de Investimentos no Mercado



Fonte: Elaborado pelo autor (2025) – embasamento teórico de Bodie, Kane e Marcus (2024)

Outro elemento relevante na discussão sobre avaliação de ativos e decisões de investimentos, envolve o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), introduzido por Sharpe (1964). Essa formulação relaciona o retorno esperado de um ativo ao seu risco sistemático, mensurado pelo beta, afirmando que o retorno adicional sobre a taxa livre de risco compensa apenas o risco de mercado. Bodie, Kane e Marcus (2024) salientam que o CAPM sugere que o risco idiossincrático não é recompensado, pois pode ser eliminado por diversificação. Porém, Gormsen e Jensen (2024) verificaram que, em períodos de incerteza econômica, o CAPM falha em captar oscilações de curto prazo nos retornos de ações de setores específicos, evidenciando que seus pressupostos de racionalidade são frequentemente relativizados devido às expectativas heterogêneas dos investidores.

Ao integrar a análise qualitativa com a quantitativa, o investidor ou o analista fundamentalista obtém uma visão mais completa da empresa. De acordo com Cornell e Damodaran (2020) e Brealey, Myers e Allen (2023), a análise qualitativa vai além

dos demonstrativos financeiros, explorando a dinâmica interna da empresa, como sua governança e estrutura de riscos, bem como o ambiente externo, como a competitividade no setor. Elementos como a missão, valores e cultura organizacional, assim como a solidez da governança corporativa e a transparência das informações, são essenciais para avaliar a confiabilidade de uma organização no longo prazo.

Na análise fundamentalista, destacado na Figura 3, fatores não financeiros, como a reputação e a competência da equipe de gestão, desempenham um papel vital na determinação do sucesso a longo prazo de uma empresa (Bodie; Kane; Marcus, 2024; Cornell; Damodaran, 2020; Edmans, 2024; Elton *et al.*, 2012; Linton, 2020). A competência gerencial, por exemplo, é determinante para identificar e aproveitar oportunidades de crescimento, gerenciar recursos de forma eficaz e enfrentar adversidades. Empresas com equipes de gestão experientes e éticas tendem a oferecerem melhores perspectivas de valorização de suas ações, contribuindo para retornos sustentáveis.

A governança corporativa, em particular, é um critério cada vez mais importante para investidores institucionais e individuais. Cornell e Damodaran (2020) observam que investidores e os profissionais de investimentos no mercado de capitais buscam empresas que adotem práticas sólidas de governança corporativa. Aspectos como a transparência na determinação da remuneração da alta administração, a relação entre remuneração e desempenho, e as políticas que mitigam conflitos de interesse são fatores determinantes para a atratividade de um investimento (Elmagrhi *et al.*, 2020). Investidores conscientes, que consideram os fatores de ESG em suas decisões, demonstram um comportamento cada vez mais prevalente no mercado financeiro, como observado por Starling Albuquerque e Araújo (2022). Conforme Baldassi e Crispim (2025), para o investidor racional, a governança corporativa é essencial para mitigar riscos e garantir retorno elevado, por meio de acordos claros como *drag along* e *tag along*, que asseguram direitos e saídas estratégicas. A estruturação e o apoio à gestão financeira promovidos pelos fundos de capital de risco aumentam a transparência e o controle das empresas investidas, fortalecendo a confiança e a estabilidade necessárias para decisões analíticas e fundamentadas no mercado financeiro (Baldassi; Crispim, 2025).

O documento G20/OECD (G20/OECD, 2023) ressalta que a governança corporativa é elemento central para assegurar a confiança dos investidores e,

consequentemente, para promover a estabilidade dos mercados financeiros. Ao estabelecer mecanismos que garantam transparência, equidade e responsabilidade nas decisões empresariais, a governança eficaz reduz assimetrias de informação e mitiga conflitos de agência, criando um ambiente propício à avaliação precisa do valor e dos riscos de uma empresa. Para o investidor racional, tais práticas permitem uma análise fundamentada, baseada em dados confiáveis e comparáveis, fortalecendo sua capacidade de alocar recursos de forma estratégica e de longo prazo. Além disso, a adoção de padrões claros de divulgação e supervisão favorece a previsibilidade do comportamento corporativo, aspecto essencial para decisões racionais em contextos de volatilidade. Dessa forma, a governança corporativa, quando bem implementada, não apenas preserva a integridade e a eficiência do mercado, mas também potencializa a segurança e a objetividade das escolhas de investimento, contribuindo para um ciclo virtuoso de confiança, estabilidade e crescimento sustentável no mercado de capitais (G20/OECD, 2023).

A gestão de riscos empresariais se torna um tema, cada vez mais, relevante no contexto da governança corporativa, especialmente quando se considera a transparência e a equidade nas práticas de remuneração da alta administração. No modelo proposto por Oliva (2016), a análise da maturidade em gestão de riscos nas cadeias de suprimento de empresas brasileiras destaca a importância de um alinhamento claro entre os objetivos estratégicos e as práticas de remuneração. Para um investidor profissional, a verificação da qualidade do sistema de remuneração da alta administração exige uma análise detalhada dos critérios, mecanismos e resultados associados, o que se revela relevante para estabelecer confiança nas práticas de governança. A transparência nesse contexto não apenas assegura que os critérios de remuneração estejam alinhados às expectativas de *stakeholders*, mas também promove a equidade, tanto interna quanto externamente, contribuindo para um ambiente organizacional mais justo. Mecanismos como comitês de remuneração e planos de incentivo podem potencializar a eficácia das práticas de remuneração da alta administração, garantindo que os interesses dos acionistas e da alta administração estejam alinhados, conforme ressaltado pela literatura sobre governança corporativa e gestão de riscos. A abordagem relacional da gestão de riscos, enfatizada por Oliva (2016), sugere que práticas de remuneração da alta

administração justas podem influenciar positivamente o desempenho organizacional e a confiança dos investidores, levando a um ciclo virtuoso de benefício mútuo.

Assim, a abordagem holística para a análise de investimentos é indispensável. Não basta considerar apenas os aspectos financeiros; os investidores e os especialistas de investimentos precisam avaliar também a qualidade da gestão, os riscos empresariais e as práticas de governança corporativa, que são relevantes para sustentar o crescimento a longo prazo e minimizar riscos (Jensen; Jones, 2020; Linton, 2020). A combinação de fatores qualitativos e quantitativos proporciona uma avaliação metodologicamente adequada, permitindo que os investidores identifiquem empresas com potencial de valorização consistente e que estejam alinhadas com suas expectativas de retorno.

Ben-David *et al.* (2019) discutem a relação entre a confiança dos investidores e a transparência e a governança corporativa das empresas, destacando que a confiança é um fator relevante para o funcionamento eficiente dos mercados financeiros e que a transparência nas operações e a qualidade da governança corporativa podem influenciar a percepção dos investidores sobre o risco e a integridade das empresas. Sob a perspectiva de um investidor institucional, a remuneração da alta administração também é um fator que precisa ser equilibrado e justo, associando-se de maneira positiva aos resultados esperados pela empresa. Para isso, os investidores podem recorrer a fontes públicas, como relatórios anuais, demonstrações financeiras auditadas e assembleias gerais de acionistas, ou privadas, como entrevistas com executivos e pesquisas de clima organizacional, para obterem uma visão ampla do equilíbrio entre a remuneração da alta administração e o desempenho corporativo.

O uso de *benchmarks* setoriais e a comparação com padrões internacionais também permitem que esses investidores avaliem a competitividade e eficácia das políticas de remuneração em relação a outras empresas do mesmo setor. Portanto, ao adotar uma abordagem disciplinada, fundamentada em análises criteriosas dos fundamentos empresariais e na diversificação da carteira, o investidor racional aumenta suas chances de obter retornos consistentes e satisfatórios.

A inclusão de fatores qualitativos, como as práticas de governança corporativa, complementa a análise financeira, proporcionando uma avaliação mais abrangente das oportunidades de investimento. A combinação de ambos os aspectos financeiros

e não financeiros contribui para decisões de investimento melhor gerenciadas, alinhando-se às expectativas de longo prazo dos investidores e minimizando os riscos.

2.1.3 Mercado de Capitais e Nível Diferenciado de Governança

O mercado de capitais é o ambiente financeiro onde empresas obtêm recursos por meio da emissão e negociação de títulos, como ações, debêntures e outros instrumentos financeiros, contribuindo para o financiamento de suas atividades (Assaf Neto, 2014; Fortuna, 2017). O mercado de capitais desempenha um papel essencial na economia moderna, pois facilita o fluxo de recursos entre investidores e empresas, promovendo a alocação eficiente de capital e incentivando o crescimento econômico (Fortuna, 2017; Bodie; Kane; Marcus, 2024). A participação de investidores institucionais e individuais no mercado de capitais, através de ofertas públicas de ações, permite que essas entidades contribuam diretamente para o desenvolvimento econômico, além de partilharem dos lucros gerados pela expansão das empresas.

A transparência nas informações divulgadas pelas empresas é fundamental para o bom funcionamento do mercado de capitais (Dorn; Strobl, 2023). Shiller (2016) ressalta que a confiança de investidores está diretamente relacionada à clareza e qualidade das informações fornecidas pelas empresas, pois isso reduz a assimetria de informação e previne a manipulação dos preços dos ativos. Sem essa transparência, os investidores ficam suscetíveis a perdas decorrentes de informações distorcidas, o que pode reduzir a confiança no sistema e reduzir a liquidez do mercado.

Bodie, Kane e Marcus (2024) argumentam que o mercado de capitais é um espaço no qual investidores e empresas negociam instrumentos financeiros com o objetivo de maximizar o valor para os investidores e alocar recursos de maneira eficiente. Os autores exploram a interação entre as condições macroeconômicas, políticas e regulatórias, demonstrando como eventos externos, como crises econômicas ou mudanças nas políticas governamentais, podem influenciar a dinâmica dos mercados financeiros. A interação entre oferta e demanda por ativos financeiros e as informações, reflete o comportamento de investidores em resposta a esses eventos, com as empresas sendo pressionadas a adaptarem suas estratégias e melhorar sua eficiência para responder às expectativas de mercado (Dorn; Strobl, 2023).

O mercado de capitais também desempenha uma função importante de monitoramento. Brealey, Myers e Allen (2023) explicam que os preços das ações e dos títulos refletem as expectativas dos investidores sobre o desempenho futuro das empresas. Empresas com bom desempenho geralmente têm ações mais valorizadas, o que facilita o acesso ao capital necessário para expandir suas operações. Esse monitoramento constante pelas forças do mercado incentiva as empresas a serem mais transparentes, eficientes e a gerarem valor para os acionistas. Ao mesmo tempo, o mercado de capitais oferece uma diversidade de instrumentos financeiros, como ações, títulos renda fixa, derivativos, que permitem aos investidores escolherem ativos que melhor se adequam aos seus objetivos de risco e retorno (Elton *et al.*, 2012).

As ações, por exemplo, representam a propriedade parcial de uma empresa e dão ao acionista direitos sobre os lucros e a governança corporativa, enquanto os títulos de renda fixa são empréstimos que os investidores concedem às empresas em troca de juros periódicos e a devolução do principal no vencimento do título (Bodie; Kane; Marcus, 2024; Brealey; Myers; Allen, 2023; Jensen; Jones, 2020). Além disso, os derivativos, como contratos futuros ou opções, são usados para especular ou proteger-se contra variações nos preços de ativos subjacentes, como commodities ou taxas de juros. Esses instrumentos ampliam as opções de investimento e gerenciamento de riscos, aumentando a sofisticação das estratégias financeiras adotadas por empresas e investidores.

O acesso ao mercado de capitais traz benefícios substanciais às empresas, permitindo-lhes captarem recursos para financiarem seus projetos de expansão e, ao mesmo tempo, sujeitá-las ao escrutínio público. Brealey, Myers e Allen (2023) apontam que, ao se tornarem públicas, as empresas passam a ser monitoradas pelos acionistas e investidores em geral, sendo pressionadas a entregar resultados consistentes e transparentes. No entanto, os investimentos no mercado de capitais também estão sujeitos a riscos consideráveis, como a volatilidade de preços e possíveis perdas de capital, o que exige dos investidores uma análise criteriosa e o uso de estratégias de diversificação para mitigar esses riscos.

No Brasil, a B3, a principal bolsa de valores do país, desempenha o papel no desenvolvimento do mercado de capitais, administrando sistemas de negociação e oferecendo uma gama de ativos que inclui desde ações e títulos de renda fixa corporativa até derivativos e commodities (B3, 2023). Além disso, a B3, conforme a

resolução CVM 80/2022, elaborou os segmentos de listagem dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, o NDGC, como o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de governança, que impõem requisitos mais rigorosos de transparência e boas práticas de governança às empresas listadas.

A Resolução CVM nº 80/2022 (CVM, 2022) é o marco regulatório que disciplina o registro dos emissores e a prestação de informações periódicas e eventuais pelas companhias abertas no Brasil, constituindo a base obrigatória de *disclosure* sobre a qual incidem os requisitos adicionais dos segmentos especiais de listagem da B3, como o Novo Mercado. Em termos de escopo, a norma estabelece, já no artigo 1º, que rege o registro e a entrega de informações dos emissores admitidos à negociação em mercados regulamentados; define as categorias de emissor (A e B) e seus efeitos sobre os valores mobiliários que podem ser negociados (artigos. 2º–4º); e fixa deveres de reporte com conteúdo, forma e prazos determinados, inclusive a manutenção das informações no *website* do emissor por três anos, quando cabível (artigo 14). A resolução também prevê mecanismos sancionadores por descumprimentos, como multas por atraso ou inconsistências nas informações exigidas.

Em paralelo, o Regulamento do Novo Mercado, editado pela B3, impõe obrigações contratuais adicionais às companhias que optam por esse segmento, tais como capital exclusivamente composto por ações ordinárias, exigências mínimas de *free float*, cláusulas estatutárias específicas e um regime próprio de fiscalização e sanções pela B3 (artigos. 1º, 4º–8º e 55–57). Assim, enquanto a Resolução CVM 80/2022 padroniza e confere comparabilidade ao *disclosure* para todo o mercado, o Novo Mercado eleva o patamar de governança por autorregulação, tornando as companhias simultaneamente sujeitas ao regime informacional da CVM e às regras contratuais do segmento especial.

Esses segmentos oferecem aos investidores maior segurança e confiabilidade ao escolherem em quais empresas investir, incentivando práticas corporativas transparentes.

O Quadro 3 apresenta as exigências para adesão a cada um dos NDGC, vigentes na data de acesso em março de 2025, conforme as informações de segmentos de listagem da B3 (B3, 2023).

Quadro 3 - Níveis Diferenciados de Governança Corporativa B3

Exigência / Condição	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1
Capital social	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)
<i>Free Float</i> Percentual mínimo de ações em circulação	Regra geral: 25% Regra alternativa: 15%	Regra geral: 25% Regra alternativa: 15%	Regra geral: 25% Regra alternativa: 15%
Composição do conselho de administração	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, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa
Obrigações do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA – Oferta Pública de Aquisição, 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 inglês	Conforme legislação
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Fatos relevantes, informações sobre proventos e <i>press release</i> de resultados	Não há regra específica	Não há regra específica
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)
Adesão à Câmara de Arbitragem	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Comitê de Auditoria	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário,	Facultativo	Facultativo
Auditoria interna	Obrigatória	Facultativa	Facultativa
<i>Compliance</i>	Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo	Facultativo

Fonte: Elaborado pelo autor (2025) - adaptado B3 (2023)

Os NDGC da B3 representam um conjunto de práticas que visam aumentar a transparência e a equidade nas relações entre acionistas, administradores e outras partes interessadas.

O Nível 1 estabelece requisitos mínimos, principalmente em relação à disponibilização de relatórios financeiros detalhados e à presença de conselheiros

independentes, promovendo maior clareza informacional. Já o Nível 2 inclui regras adicionais, como a adoção de processos de resolução de conflitos societários baseados na Câmara de Arbitragem do Mercado, além de práticas de prestação de contas mais abrangentes. O Novo Mercado, considerado o mais exigente, requer a emissão exclusivamente de ações ordinárias (ON), assegura direitos iguais a todos os acionistas e exige maior participação de conselheiros independentes. Essas diretrizes são reforçadas pela adoção de políticas de *disclosure* alinhadas aos padrões internacionais, favorecendo uma percepção de menor risco e maior confiabilidade. Complementando, o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGCx B3) reúne companhias que aderem, de maneira voluntária, a essas práticas mais elevadas, constituindo uma referência para investidores que valorizam a solidez institucional e o compromisso ético das empresas e dessa forma, a adoção dos diferentes níveis da B3 potencializa o fortalecimento da governança e o aprimoramento da gestão corporativa no mercado brasileiro.

As empresas brasileiras buscam atuar no Novo Mercado devido à possibilidade de acesso a recursos financeiros mais robustos, impulsionados pela melhoria na credibilidade e transparência que esse segmento proporciona (Moura; Norden, 2019). Conforme esses autores, a adesão ao Novo Mercado implica em atender a elevados padrões de governança corporativa, o que pode resultar em retornos anormais significativos no longo prazo e essa movimentação também alavanca a imagem da empresa perante investidores, fortalecendo sua posição no mercado. Colaborando com esse tema, os autores Sella e Bortolon (2022) argumentam que a adesão a esse segmento do Novo Mercado é vista como uma forma de mitigar riscos, garantir a proteção de acionistas minoritários e facilitar o acesso a capital para investimentos, favorecendo um crescimento sustentável.

Por outro lado, algumas empresas optam por permanecerem no mercado tradicional ou mudarem para níveis intermediários como Nível 1 ou Nível 2, devido ao custo elevado associado à conformidade com as exigências do Novo Mercado (Moura; Norden, 2019). Algumas empresas optam por não migrarem para o Novo Mercado, preferindo o ambiente mais familiar do mercado tradicional, devido a preocupações com a perda de controle acionário, o custo de adaptação às rigorosas exigências de governança corporativa e à resistência cultural à mudança (Sella; Bortolon, 2022). Assim, a decisão de migração envolve uma análise cuidadosa de vantagens e

desvantagens relacionadas à estrutura de governança e ao funcionamento organizacional.

Lopes e Walker (2012) enfatizam que empresas com um nível diferenciado de governança corporativa, que adotam arranjos de governança mais robustos e transparentes, são menos propensas a se engajarem em práticas oportunistas, como a reavaliação de ativos para manipularem seus relatórios financeiros. Os autores argumentam que esses arranjos superiores de governança corporativa atuam como um mecanismo de salvaguarda, reduzindo a chance de manipulações que visam melhorar artificialmente a posição de capital e evitar violações contratuais. Assim, as empresas que se destacam em governança corporativa tendem a focar mais na transparência e na qualidade da informação financeira disponível para os *stakeholders*, em contraposição àquelas com práticas de governança mais frágeis.

Portanto, o mercado de capitais se destaca como um elemento na mobilização de recursos, na promoção de eficiência na alocação de capital e no incentivo à transparência e à governança corporativa, oferecendo uma plataforma para que empresas financiem seu crescimento e proporciona, também, aos investidores uma ampla gama de opções para gerenciar riscos e buscar retornos consistentes.

2.2 Teoria da Agência integrada à Governança Corporativa

A Teoria da Agência desenvolvida por Michael C. Jensen e William H. Meckling em 1976 e amplamente discutida, é uma das principais estruturas teóricas para entender o comportamento corporativo, especialmente no que se refere à governança e à remuneração da alta administração. Esta teoria aborda a relação contratual entre o "principal" (acionista) e o "agente" (gestor), destacando que, devido à separação entre propriedade e controle, surge uma potencial divergência de interesses que pode comprometer o desempenho da organização e afetar a confiança de investidores.

Jensen e Meckling (1976) argumentam que os gestores, ao serem encarregados de tomar decisões em nome dos acionistas, podem buscar maximizar seus próprios benefícios em vez de focarem no retorno aos acionistas. Esse comportamento pode levar a um problema de agência, onde os interesses dos gestores se desviam dos interesses dos acionistas, gerando o que os autores chamam de "custos de agência ou de transação". Esses custos incluem despesas com

monitoramento, incentivos e alinhamento projetados para mitigar o risco de que os gestores adotem comportamentos oportunistas. Em um artigo de 2009, Jensen argumenta que a falta de integridade gera assimetria informacional e custos de monitoramento elevados, minando a eficácia dos mecanismos de governança e que cultivar a integridade nas relações corporativas é essencial para alinhar interesses, reduzir conflitos e garantir decisões alinhadas com o valor sustentável da organização, fortalecendo a governança e otimizando o desempenho corporativo (Jensen, 2009).

Essa teoria ganhou suporte adicional de Eugene F. Fama, que em 1980 ampliou a discussão ao incluir o papel dos conselhos de administração como mecanismos de controle. Fama (1980) destacou a importância dos conselhos independentes para assegurar que os gestores ajam de acordo com os interesses dos acionistas, sugerindo que o conselho age como uma estrutura de governança para mitigar os conflitos de agência. Fama e Jensen (1983) defenderam a separação entre a tomada de decisões e a ratificação dessas decisões como uma forma eficaz de reduzir os custos de agência, uma vez que tal separação limita a capacidade de gestores de agir em benefício próprio. Outros autores contribuíram para o desenvolvimento da teoria da agência, ao longo dos anos. Arrow (1991), por exemplo, explorou a complexidade da delegação de autoridade, enfatizando que o controle é essencial para garantir que os agentes tomem decisões alinhadas com os interesses dos acionistas. Mais recentemente, a Teoria da Agência foi complementada por autores como Aguiar e Pimentel (2017), que analisaram a relação entre remuneração executiva da alta administração e a governança corporativa, e como a composição de pacotes remuneratórios influencia o comportamento dos gestores. Nesse contexto, a remuneração da alta administração surge como uma ferramenta relevante para alinhar os interesses entre agentes e principais.

Estudos contemporâneos, como os de Elmagrhi *et al.* (2020), reafirmam a relevância da governança corporativa como um mecanismo de controle eficaz para alinhar os interesses entre executivos e acionistas. Os autores discutem como estruturas de remuneração baseadas em desempenho e incentivos de longo prazo podem promover um alinhamento mais próximo entre os gestores e os interesses dos acionistas. Essa conexão é particularmente importante no contexto da remuneração da alta administração e a governança corporativa. Santos *et al.* (2025) destacam a importância do alinhamento entre a remuneração da alta administração e práticas

efetivas de governança corporativa, argumentando que a remuneração estruturada com base em critérios claros e transparentes não só reforça a responsabilidade dos gestores, como também incentiva a adoção de comportamentos alinhados aos interesses dos acionistas e demais *stakeholders*, destacando que a cultura organizacional desempenha papel relevante na compreensão e implementação desses mecanismos, fortalecendo a ética e a sustentabilidade corporativa.

Conforme descrito e abordado sobre remuneração da alta administração por vários autores, destaca-se que os incentivos financeiros são fundamentais para motivar os executivos a agirem no melhor interesse dos acionistas, porém observa-se que a falta de transparência e o excesso de privilégios podem gerar insatisfação entre os investidores (Bebchuk; Fried, 2006; Ben-David *et al.*, 2019; Frydman; Jenter, 2010). Essas práticas são, por vezes, associadas a uma governança corporativa fraca, onde o controle sobre os gestores é limitado e eles possuem maior liberdade para agir em benefício próprio. Isso é especialmente relevante em contextos nos quais os incentivos de curto prazo predominam, como indicam Aguiar e Pimentel (2017), que, na ausência de uma supervisão adequada, a alta administração pode implementar práticas de remuneração que priorizam benefícios imediatos para os executivos, em detrimento do desempenho financeiro de longo prazo da empresa. Essa situação pode resultar em um fenômeno conhecido como "problema de horizonte", onde os executivos, motivados por incentivos de curto prazo, podem tomar decisões que maximizam resultados imediatos, mas que não são sustentáveis a longo prazo.

A estrutura do conselho de administração e a implementação de políticas de transparência e prestação de contas desempenham papel fundamental na criação de uma governança corporativa eficaz (Fávero, 2017). A falta de transparência nas práticas de remuneração pode comprometer a confiança dos investidores e, conseqüentemente, a estabilidade dos mercados. Nesse sentido, Larcker e Tayan (2020) destacam que práticas robustas de governança corporativa, que incluam uma supervisão rigorosa da remuneração da alta administração, são essenciais para garantir que os interesses dos acionistas sejam devidamente representados.

No panorama atual, diversos autores continuam a expandir a Teoria da Agência, buscando adaptar suas premissas às demandas modernas do mercado e à realidade das empresas listadas em bolsas como a B3 no Brasil. Freitas *et al.* (2020), por exemplo, exploram a relação entre a dispersão acionária e a remuneração de

executivos, argumentando que uma estrutura acionária fragmentada tende a aumentar os conflitos de agência, pois dilui a capacidade dos acionistas de exercerem controle direto sobre a administração. Similarmente, estudos de Marquezan *et al.* (2023) e Edmans *et al.* (2017) discutem como a governança pode mitigar tais conflitos ao implementar comitês de remuneração que analisam de perto os incentivos oferecidos à alta administração.

Além disso, a literatura recente destaca que as estruturas de governança que incorporam práticas de sustentabilidade estão se tornando mais relevantes para reduzir os conflitos de agência. Flammer *et al.* (2019) sugerem que os gestores que adotam políticas de sustentabilidade tendem a obter melhores resultados financeiros e maior confiança dos investidores. Isso reflete uma mudança na percepção dos investidores institucionais, que hoje valorizam a governança como um meio não só de controle financeiro, mas também de responsabilidade social e ambiental.

Larcker e Tayan (2020) argumentam que, para que um sistema de governança corporativa seja considerado economicamente eficiente, ele deve ser capaz de reduzir os custos de agência, que são os custos associados à divergência de interesses entre os gestores (agentes) e os acionistas (principais), de forma mais significativa do que os custos necessários para implementar e manter esse sistema de governança. Os custos de agência podem incluir, por exemplo, despesas com auditorias, compensações de diretores, e outras medidas de controle que visam alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas. Por outro lado, os custos de implementação referem-se aos recursos financeiros e humanos necessários para estabelecer e operar o sistema de governança, como a criação de comitês, a realização de treinamentos e a adoção de políticas de *compliance*. Entretanto, os autores reconhecem que, mesmo os sistemas de governança mais eficazes, projetados para minimizar esses custos de agência, não podem eliminá-los completamente. Isso se deve ao fato de que sempre haverá algum nível de custo associado à implementação de controles e monitoramentos, o que significa que a eficiência total nunca será alcançada. Ao integrar essas abordagens e conhecimentos na análise da remuneração da alta administração e da governança corporativa, o estudo em questão aborda de forma abrangente como a Teoria da Agência continua sendo relevante. A criação de incentivos de longo prazo e a transparência nas práticas de governança são fundamentais para alinhar os interesses entre acionistas e

gestores, conforme sugerido por Koprowski *et al.* (2021). A pesquisa fornece uma análise de como práticas eficazes de governança podem mitigar os custos de agência e, ao mesmo tempo, promoverem um ambiente corporativo transparente e ético.

Figura 4 - Teoria da Agência integrada a Governança Corporativa



Fonte: Elaborado pelo autor (2025) - embasamento teórico de Jensen; Meckling (1976); Larcker; Tayan (2020)

A Figura 4 resume a relação integrada entre a Teoria da Agência, os mecanismos de Governança Corporativa e a remuneração da alta administração, evidenciando como a divergência de interesses entre principal (acionista) e agente (gestor) pode gerar custos de agência. Segundo Jensen e Meckling (1976), a separação entre propriedade e controle estimula possíveis comportamentos oportunistas nos executivos, o que requer sistemas de monitoramento e incentivos adequados. Nesse contexto, a estrutura de conselhos de administração, auditorias e divulgações transparentes servem para mitigar riscos e reforçar a prestação de contas (Core; Holthausen; Larcker, 1999). A Figura 4 também evidencia a importância da remuneração da alta administração, que se configura como ferramenta essencial para alinhar interesses, por meio de contratos de incentivo, bônus ou participação acionária. Assim, ao promover a convergência de objetivos entre gestores e

acionistas, reduz-se a probabilidade de comportamentos oportunistas, favorecendo a confiança dos investidores e o desempenho organizacional (Murphy, 2013).

No contexto do presente estudo, a aplicação da Teoria da Agência é relevante para justificar a escolha e a mensuração das variáveis que compõem o índice *QR_AA*, já que os custos de agência e a necessidade de alinhamento entre gestores e acionistas orientam a elaboração de mecanismos de governança corporativa eficazes. Larcker e Tayan (2020) ressaltam que sistemas eficientes de governança devem minimizar custos de agência a um patamar inferior aos custos de implementação dos próprios mecanismos, reconhecendo, porém, que tais custos jamais serão eliminados por completo. Além do enfoque nos incentivos financeiros, a literatura destaca a importância dos comitês de remuneração, transparência informacional e adoção de práticas ESG como ferramentas contemporâneas para mitigar conflitos de agência e promover alinhamento estratégico de longo prazo (Flammer *et al.*, 2019; Santos *et al.*, 2025). A estrutura do conselho de administração, bem como a existência de políticas formais de prestação de contas e supervisão, configuram-se pilares do modelo integrado de governança adotado por empresas de capital aberto, notadamente no contexto brasileiro.

Portanto, a centralidade da Teoria da Agência ao longo da fundamentação teórica justifica sua abordagem aprofundada e integrada e este aprofundamento, não só fundamenta a seleção de critérios e variáveis do índice *QR_AA*, como também ampara a análise empírica sobre remuneração da alta administração e de práticas de governança corporativa, consolidando o embasamento necessário para o desenvolvimento do estudo.

2.3 Remuneração da Alta Administração

A remuneração da alta administração é um dos principais elementos da governança corporativa, pois reflete diretamente o compromisso das organizações com equidade e transparência (Larcker; Tayan, 2020; Silva; Chien, 2013). Diversos modelos e abordagens são utilizados para definir e avaliar a remuneração dos membros da alta administração, os quais variam de acordo com características institucionais, culturais e regulatórias de cada país ou região. Segundo Oliva e Albuquerque (2006), a estrutura de remuneração deve ser cuidadosamente planejada,

incorporando elementos como salários fixos, bônus e incentivos de longo prazo, de modo a promover a transparência e a responsabilidade na gestão.

A alta administração, composta por diretores estatutários e conselheiros da administração, desempenha um papel relevante na definição das diretrizes estratégicas da empresa, sendo responsável por decisões que impactam diretamente o desempenho organizacional. A implementação de comitês especializados, como o de remuneração, é uma prática recomendada para assegurar que as políticas de compensação sejam justas e eficazes, contribuindo para a mitigação de conflitos de interesse e promovendo uma cultura de *accountability* (Oliva; Albuquerque, 2006).

A estrutura da remuneração da alta administração, segundo Bebchuk e Fried (2018), deve ser analisada à luz do problema do poder gerencial, que frequentemente compromete a efetividade dos incentivos tradicionais. Os autores destacam que, embora a remuneração variável seja teoricamente concebida para alinhar os interesses dos executivos aos dos acionistas, na prática, o poder concentrado dos gestores permite que eles influenciem decisões sobre seus próprios pacotes salariais, resultando em compensações desproporcionais e desvinculadas do desempenho real da empresa. Essa influência excessiva dificulta a criação de valor sustentável, uma vez que os incentivos podem favorecer ganhos de curto prazo ou recompensas, independentemente da geração efetiva de valor para os acionistas.

Bebchuk e Fried (2018) argumentam que a estrutura ideal de pagamento deve priorizar a transparência, o controle rigoroso por parte do conselho de administração e a participação ativa dos acionistas na definição das políticas remuneratórias. Eles ressaltam que a combinação de salário fixo e remuneração variável deve refletir um equilíbrio que estimule o comprometimento com o desempenho sustentável e o crescimento de longo prazo e que, o modelo de remuneração recomendado valoriza incentivos vinculados a métricas objetivas e mensuráveis, com mecanismos para mitigar o risco de comportamentos oportunistas. Assim, a remuneração da alta administração deve ser estruturada para garantir responsabilidade, reduzir conflitos de agência e promover a criação consistente de valor.

A Figura 5 mostra os componentes da remuneração da alta administração. Desender e LópezPuertas-Lamy (2013) detalham a estrutura da remuneração dos membros da alta administração enfatizando componentes críticos que influenciam as decisões sobre compensações. Eles destacam que a remuneração é composta

principalmente por salários base, bônus e opções de ações, elementos que devem ser definidos com base em *benchmarks* competitivos do setor. Além disso, a discussão envolve a utilização de pacotes de compensação que, por vezes, não estão suficientemente ligados ao desempenho de longo prazo das empresas, resultando em remunerações que podem parecer excessivas em contextos de baixo desempenho. Os autores conectam essa estrutura com a governança corporativa, sugerindo que a eficácia do conselho de administração e a influência dos acionistas são essenciais para alinhar os interesses dos executivos com os da empresa e de seus acionistas, minimizando assim a possibilidade de práticas de risco excessivo.

Figura 5 - Identificação componentes Remuneração Alta Administração



Fonte: Elaborado pelo autor (2025) em base teórica dos autores Desender e LópezPuertas-Lamy (2013) e Oliva e Albuquerque (2007)

Esse tema tem despertado o interesse de pesquisadores, gestores e investidores, visto que abrange não apenas aspectos econômicos, mas também sociais e éticos. Jensen e Murphy (1990) destacam que a remuneração dos executivos deve estar alinhada com os interesses dos acionistas, incentivando o desempenho e a criação de valor. Contudo, na prática, esse alinhamento nem sempre

é garantido, devido à existência de conflitos de agência entre os administradores e os proprietários, que podem resultar em comportamentos oportunistas e excessos remuneratórios (Eisenberg *et al.*, 1998; Jensen; Murphy, 1990). O Quadro 4 compila os principais componentes da remuneração da alta administração.

Larcker e Tayan (2020) abordam a remuneração da alta administração como um dos pilares da governança corporativa, destacando sua relevância para o alinhamento entre os interesses dos membros da alta administração e os acionistas. Os autores enfatizam que a estrutura de remuneração deve ser cuidadosamente projetada para incentivar a criação de valor sustentável a longo prazo, evitando que incentivos de curto prazo levem a decisões arriscadas ou prejudiciais. Eles também exploram as implicações das diferentes formas de compensação, como bônus, opções de ações e incentivos baseados em desempenho, e seu impacto sobre o comportamento gerencial e os resultados organizacionais.

Quadro 4 - Componentes Remuneração Alta Administração

Componentes Remuneração	Descrição
Salário Base	Os salários-base são um componente essencial dos contratos de emprego executivo. Determinados por meio de <i>benchmarking</i> competitivo, com base principalmente em pesquisas salariais gerais do setor.
Bônus Anual	O Plano de bônus anual é baseado no desempenho de um único ano. No plano típico, nenhum bônus é pago até que um desempenho limite seja alcançado, e um bônus mínimo é pago no desempenho limite. Geralmente, há um teto nos bônus pagos. O intervalo entre o limite e o teto é denominado "zona de incentivo", indicando o intervalo de realizações de desempenho em que a melhoria incremental no desempenho corresponde à melhoria incremental nos bônus.
<i>Stock Options</i>	As opções de ações são contratos que dão ao executivo o direito de receber outorga de opções de ação a um preço de exercício pré-especificado por um prazo determinado. As opções executivas geralmente se tornam adquiridas ou exercitáveis ao longo do tempo. As opções não são negociáveis e geralmente são perdidas se o executivo deixar a empresa antes da aquisição. Os parâmetros do contrato opção sugerem infinidade de possibilidades de design.
<i>Gain Sharing</i>	Programas que remuneraram os executivos em função da redução de custos e dos ganhos em produtividade para a empresa.
<i>Profit Sharing</i>	Corresponde a distribuição dos lucros que organização performou em um determinado período.
<i>Pay-for-Performance</i>	Vincula-se ao atingimento de metas e/ou resultados individuais, traduzindo-se em bônus ou gratificações em dinheiro, pagos geralmente ao final do exercício.
Plano de Ações Restritas	Ações restritas se referem às ações de uma empresa que não são totalmente transferíveis até que certas condições sejam atendidas (geralmente relacionadas à longevidade do funcionário). Após a satisfação dessas condições, as ações se tornam transferíveis.
Planos de Aposentadoria (<i>Retirement plans</i>)	Os principais executivos participam rotineiramente de planos de aposentadoria executiva suplementar. Os planos de aposentadoria podem assumir uma variedade de formas diferentes, incluindo benefícios definidos com base em anos de serviço ou benefícios variáveis com base na inflação ou no desempenho da empresa.

Fonte: Elaborado pelo autor (2025) - adaptado dos autores Desender e LópezPuertas-Lamy (2013) e Oliva e Albuquerque (2007)

Complementando, os autores Machado *et al.* (2024b) abordam a complexidade da divulgação da remuneração da alta administração em mercados emergentes caracterizados por fraca aplicação das normas de proteção aos acionistas. Os autores destacam que, nesses contextos, a transparência nos relatórios de remuneração da alta administração é frequentemente limitada, o que dificulta o alinhamento eficaz entre interesses dos gestores e acionistas. O estudo evidencia que a qualidade da divulgação está influenciada não apenas por fatores institucionais e regulatórios, mas também por características específicas das empresas, como estrutura de propriedade e governança interna.

Sehn *et al.* (2019) ressaltam que a remuneração da alta administração é um mecanismo fundamental de governança corporativa, ao estabelecerem uma relação de incentivo entre gestores e acionistas, com o objetivo de maximizar o valor da empresa e seus resultados financeiros. Além disso, a remuneração visa manter e reforçar a cultura organizacional, reconhecer os esforços dos executivos, e aumentar o engajamento e retenção de talentos.

Aguiar e Pimentel (2017) acrescentam que a remuneração dos executivos é composta por três elementos principais: salário fixo, bônus e incentivos de longo prazo. O salário fixo é a parte estável da remuneração, refletindo o nível de responsabilidade e competência do executivo. O bônus, por sua vez, é variável e depende do desempenho individual e organizacional, sendo medido por indicadores financeiros e não financeiros. Já os incentivos de longo prazo têm como objetivo alinhar os interesses dos membros da alta administração aos dos acionistas, por meio de planos de opções de ações ou participação nos lucros.

A relação entre governança corporativa e remuneração da alta administração é amplamente discutida por Elmagrhi *et al.* (2020), que enfatizam a importância dos mecanismos de governança na definição da remuneração dos executivos. Eles destacam como a estrutura do conselho de administração, a propriedade acionária e a transparência na divulgação de informações influenciam o processo decisório sobre a remuneração. A governança eficaz é capaz de alinhar os interesses dos executivos com os dos acionistas, garantindo que a remuneração seja justa e baseada no desempenho. Monks e Minow (2011) reforçam essa ideia ao afirmarem que o conselho de administração é um dos principais mecanismos de governança da

empresa, sendo responsável por fiscalizar e orientar a diretoria executiva para representar os interesses dos acionistas e *stakeholders*.

Colaborando com esse panorama, Gutterman (2023) argumenta que a governança corporativa desempenha um papel relevante na definição e na estruturação da remuneração da alta administração, promovendo a transparência e a responsabilidade nas práticas de compensação. O autor identifica que estruturas de governança eficazes asseguram que os pacotes de remuneração sejam alinhados com os interesses dos acionistas e outros *stakeholders*, mitigando potenciais conflitos de interesse e, que por meio de mecanismos como comitês de remuneração independentes e políticas de incentivo baseadas em desempenho, as empresas podem incentivar decisões que favoreçam o crescimento sustentável e a criação de valor a longo prazo.

No contexto brasileiro, Oliva e Albuquerque (2007) e Wood Jr. e Picarelli Filho (2004) apontam que o sistema de remuneração dos executivos nas organizações é composto por uma parte fixa, que inclui benefícios como previdência complementar, e uma parte variável, que abrange a remuneração por desempenho, participação acionária e bonificações por resultados excepcionais. Nos Estados Unidos, o sistema de remuneração é caracterizado por uma maior proporção de componentes variáveis, como aponta Murphy (2013). Fatores históricos, culturais e regulatórios, como a pressão dos acionistas por resultados de curto prazo e a competição acirrada por talentos no mercado, contribuem para que os EUA tenham uma das remunerações mais elevadas para executivos, tanto em termos absolutos quanto relativos.

Cabazon (2025) detalha a estrutura da remuneração dos membros da alta administração como um conjunto composto por diversos elementos, que incluem salário base, bônus, prêmios em ações, opções de ações, incentivos não monetários, pensões e benefícios adicionais. Essa estrutura de compensação, idealmente, deve ser ajustada para refletir as características específicas de cada empresa, como seu tamanho, idade, setor de atuação e objetivos estratégicos. No entanto, Cabazon (2025) observa que, nos últimos anos, há uma tendência de uniformização, onde a diversidade nas proporções desses componentes está diminuindo e isso é impulsionado pela crescente pressão de investidores institucionais, que tendem a favorecer pacotes de compensação padronizados, e pela maior transparência requerida nas divulgações de compensação, contribuindo para a conformidade com

as melhores práticas, mesmo quando isso pode resultar em planos menos adequados para as circunstâncias particulares de cada firma. Essa homogeneização pode levar a incentivos menos eficazes, impactando assim a performance e o valor percebido das empresas.

Contudo, a remuneração baseada em incentivos de longo prazo, como ações, também pode apresentar riscos (Core; Guay; Larcker, 2003) e esse modelo pode estimular comportamentos oportunistas, como manipulação de resultados contábeis e foco excessivo no curto prazo, o que prejudica a sustentabilidade da empresa no longo prazo. Tonello *et al.* (2021) exploram as tendências na remuneração executiva nas empresas listadas nas bolsas americanas, destacando componentes como salário base, planos anuais de incentivo, compensação baseada em ações (*equity-based compensation*) e bônus. Eles ressaltam que a introdução de métricas de desempenho estratégico nos planos de incentivo tem como objetivo equilibrar a incerteza e fornecer maior controle aos executivos sobre suas metas.

Os autores Conyon, Core e Guay (2011) definem a estrutura de remuneração de membros da alta administração como uma composição multifacetada que integra diferentes componentes, os quais podem ser classificados em duas categorias principais: a remuneração fixa e a remuneração variada, sendo esta última, geralmente, atrelada ao desempenho. A remuneração fixa, que inclui salários-base, serve como um incentivo mínimo, enquanto a remuneração variável, compreendendo principalmente opções de ações e ações restritas, está diretamente ligada ao risco e ao desempenho da empresa ao longo do tempo. A hierarquia dessa remuneração é estruturada de modo que a remuneração fixa proporcione segurança, enquanto a variável impulsiona a perspectiva de ganhos atrelados ao crescimento da empresa. Assim, o design da remuneração da alta administração emerge como um mecanismo estratégico, no qual a combinação de incentivos monetários e financeiros busca alinhar os interesses dos executivos com os objetivos de longo prazo da empresa, ao mesmo tempo em que reconhece a aversão ao risco dos executivos conforme discutido na literatura de governança corporativa. Os autores argumentam ainda que a maior parte da diferença de pagamento pode ser explicada pelas diferenças nos incentivos de ações e riscos associados, sugerindo que a compensação variável é maior nos EUA, devido a uma maior aceitação cultural de compensações baseadas em ações.

A eficácia dos sistemas de remuneração está diretamente ligada ao desempenho das empresas e à criação de valor para os acionistas (Silva; Chien, 2013; Basso *et al.*, 2005). Ward *et al.* (2011) defendem que os modelos de remuneração que alinham os interesses de gestores com os dos acionistas são mais eficientes e contribuem para o crescimento sustentável e a geração de valor. A adoção de sistemas baseados em desempenho, como bônus atrelados a metas específicas e ações, é amplamente utilizada para garantir que os membros da alta administração estejam focados no longo prazo. Elmagrhi *et al.* (2020) e Ward *et al.* (2011) argumentam que a governança eficaz, por meio de sistemas transparentes de remuneração, é essencial para garantir que o foco nos resultados de longo prazo não seja comprometido.

Edmans *et al.* (2023) destacam que o *design* da remuneração executiva da alta administração é um processo complexo que envolve a consideração de múltiplos fatores além das compensações financeiras tradicionais. Os autores destacam que, ao estabelecer a remuneração dos executivos, os conselhos de administração e investidores priorizam objetivos como a atração e retenção de talentos, a motivação para performance a longo prazo e a justiça percebida na comparação com pares e a força de trabalho. A estrutura típica envolve uma combinação de pagamento fixo e variável, onde a remuneração variável é vista como um mecanismo de reconhecimento para o desempenho, reforçando a motivação intrínseca e a reputação do executivo. Essa abordagem reflete um entendimento mais abrangente da motivação executiva, que não se limita apenas a incentivos financeiros, mas também integra considerações de equidade e reconhecimento.

Os autores Lee e Pati (2023), em sua análise sobre a estrutura de remuneração dos executivos, particularmente dos executivos nas corporações americanas, enfatizam a complexidade do design dessas remunerações, que é influenciado por uma miríade de fatores interligados. A pesquisa revela que a compensação da alta administração é moldada não apenas por variáveis econômicas, como o tamanho da empresa e o desempenho financeiro, medido através de indicadores como o Retorno sobre Ativos (ROA) e o Q de Tobin – este último representa a razão entre o valor de mercado de uma empresa com o custo de reposição dos seus ativos –, mas também por características individuais dos executivos, incluindo idade, tempo de serviço e formação acadêmica. Além disso, os autores observam a diferenciação pela indústria,

indicando que os setores de alta tecnologia valorizam mais as credenciais dos executivos em comparação com setores tradicionais. Essa abordagem multifacetada desafia os paradigmas tradicionais de avaliação da remuneração, promovendo uma compreensão mais profunda das dinâmicas que regem as estruturas de compensação da alta administração.

Kearney (2021) explora a importância de uma estrutura adequada de remuneração, defendendo que esta deve estar diretamente vinculada aos objetivos estratégicos da organização. Para o autor, a remuneração da alta administração deve não apenas atrair e reter talentos, mas também promover uma cultura de crescimento sustentável e estabilidade. A eficácia da remuneração, segundo Kearney (2021), está diretamente relacionada à transparência e à justiça percebida por todas as partes interessadas, incluindo acionistas e colaboradores. Ademais, o autor destaca que a estrutura de incentivos deve ser cuidadosamente projetada para alinhar os interesses de executivos com os dos acionistas e *stakeholders*, visando à sustentabilidade a longo prazo. Kearney (2021) ainda discute que a falta de clareza nas políticas de remuneração da alta administração pode ter consequências para a confiança de *stakeholders* e a integridade do mercado. Quando as políticas de remuneração não são transparentes ou bem comunicadas, isso pode gerar desconfiança entre acionistas, colaboradores e outros interessados, levando a percepções negativas sobre a governança corporativa da organização. Essa desconfiança pode resultar em decisões de investimento errôneas, uma vez que investidores podem hesitar em alocar recursos em empresas cujas práticas de remuneração não são compreendidas ou que parecem desproporcionais em relação ao desempenho.

Theiss e Beuren (2017) discutem que a estrutura de remuneração da alta administração desempenha um papel relevante na governança corporativa e no funcionamento do mercado de capitais. Os autores destacam que a composição da remuneração da alta administração deve incluir salário-base, bônus, opções de ações e incentivos de longo prazo, visando alinhar interesses entre executivos e acionistas. Modelos de compensação bem projetados alinham os interesses de executivos com os de acionistas, promovendo a criação de valor a longo prazo. No entanto, de acordo com os autores, uma estrutura de remuneração excessivamente concentrada em bônus de curto prazo pode incentivar comportamentos de risco e decisões que priorizam resultados imediatos em detrimento da sustentabilidade.

Os autores Lopes, Kaveski, Beuren e Theiss (2019) destacam que a remuneração da alta administração como um elemento central da governança corporativa especialmente no que tange à equidade e a transparência organizacional. A pesquisa dos autores revela que a estrutura da remuneração impacta diretamente as decisões relacionadas ao endividamento das empresas, refletindo o alinhamento necessário entre os interesses de gestores e de acionistas e identifica que a estrutura de endividamento da empresa atua como um mecanismo disciplinador da remuneração dos executivos por meio da relação inversa observada entre a alavancagem financeira e a remuneração média de gestores.

Especificamente, a pesquisa indica que, em contextos com um elevado nível de endividamento, as empresas tendem a implementar estruturas de remuneração que refletem a necessidade de maximizar os esforços dos executivos para atender às exigências financeiras. Essa abordagem não só mitiga conflitos de agência, mas também promove uma cultura corporativa responsável e sustentável.

Portanto, a remuneração da alta administração é um tema complexo, que envolve a conciliação entre o incentivo ao desempenho e o controle de riscos. É recomendado que as organizações adotem práticas transparentes e justas de remuneração da alta administração, atrelando as recompensas ao desempenho organizacional e à criação de valor sustentável para os acionistas. A governança corporativa eficaz, por meio de conselhos independentes e monitoramento contínuo, é indispensável para garantir que os membros da alta administração estejam comprometidos com o sucesso a longo prazo da organização e que as práticas de remuneração reforcem a integridade e a responsabilidade nas decisões estratégicas.

2.4 Fundamentação e Formulação das Hipóteses da Pesquisa

A formulação de hipóteses constitui etapa essencial no delineamento de pesquisas empíricas em Administração, particularmente, em estudos que buscam compreender os mecanismos de governança corporativa, práticas de remuneração da alta administração e seus impactos na eficiência organizacional. Segundo Gil (2017), hipóteses sólidas requerem uma articulação lógica entre conceitos-chave e teorias consolidadas, para assegurar a clareza das relações que serão testadas empiricamente. Complementando essa concepção, Creswell (2014) enfatiza que

hipóteses bem delineadas orientam adequadamente o processo investigativo e permitem a avaliação precisa das associações entre variáveis estudadas. No contexto do presente estudo, as hipóteses derivam da análise crítica da literatura nacional e internacional sobre governança corporativa, alinhamento de incentivos da alta administração, transparência e sustentabilidade, temas que se consolidaram como pilares fundamentais do debate contemporâneo em finanças corporativas (Edmans, 2024; Almici, 2023). Este esforço teórico busca preencher lacunas identificadas no campo, especialmente no ambiente brasileiro, no qual os mecanismos de governança e remuneração da alta administração ainda apresentam heterogeneidade e desafios quanto à padronização e *disclosure*.

A formulação das hipóteses deste estudo parte de uma síntese crítica do arcabouço apresentado na fundamentação teórica. Na seção 2.1 Governança Corporativa, discutiu-se que a governança corporativa fornece a infraestrutura institucional, normas, princípios e mecanismos, por meio dos quais as empresas organizam a tomada de decisão, promovem a prestação de contas e mitigam assimetrias informacionais. Em particular, as referências normativas recentes, reforçam que a boa governança deve assegurar os direitos dos acionistas, transparência informacional, efetividade do conselho e integração de fatores de sustentabilidade na estratégia e nos controles internos (IBGC, 2023). Essas balizas, ao mesmo tempo prescritivas e instrumentais, formam a moldura regulatória e reputacional dentro da qual os sistemas de remuneração da alta administração devem ser concebidos e avaliados.

Na seção 2.2, examinou-se a Teoria da Agência como explicação central dos conflitos decorrentes da separação entre propriedade e controle. Jensen e Meckling (1976) sustentam que, na ausência de mecanismos de monitoramento e incentivos bem desenhados, gestores podem adotar ações desalinhadas com o interesse dos acionistas, gerando custos de agência ou de transação. Em mercados com propriedade concentrada e presença de acionistas de referência, tais conflitos assumem formas particulares; ainda assim, a lógica subjacente permanece: contratos e estruturas de governança devem reduzir a latitude para comportamentos oportunistas, calibrando monitoramento (conselho, comitês, auditoria) e incentivos (remuneração) de modo coerente. A literatura contemporânea ampliou essa perspectiva, destacando a endogeneidade dos mecanismos de governança:

conselhos e contratos de remuneração são, simultaneamente, resposta e condicionante de problemas de agência e, portanto, devem ser analisados com atenção ao contexto regulatório, setorial e institucional.

Já na seção 2.3, argumentou-se que a remuneração da alta administração opera como mecanismo de alinhamento intertemporal: seus componentes (fixo, variável de curto e longo prazos, instrumentos acionários, benefícios e cláusulas contratuais) afetam o apetite a risco, o horizonte de decisão e a qualidade do esforço gerencial. O debate acumulado mostra que estruturas mal calibradas podem incentivar miopia, gerenciamento de resultados e extração de rendas privadas; por outro lado, a boa engenharia contratual, com métricas robustas, pesos proporcionais e transparência de critérios, eleva a sensibilidade pagamento-desempenho e a legitimidade perante investidores (Murphy, 2013; Edmans *et al.*, 2017). Em contextos nos quais se intensifica a demanda por informação de qualidade, como por exemplo o Formulário de Referência (FRE), a coerência entre governança e remuneração da alta administração tende a ser observável e comparável, favorecendo a construção de indicadores sintéticos de qualidade como o *QR_AA*.

Partindo do seguinte tripé, (i) princípios e padrões de governança; (ii) lógica de agência; e (iii) desenho contratual de incentivos da alta administração, as hipóteses desta tese articulam três relações testáveis que conectam mecanismos institucionais, estrutura do conselho e integração de sustentabilidade, de um lado, com a qualidade da estrutura de remuneração da alta administração, medida pelo *QR_AA*, de outro.

A partir desse arcabouço teórico, delinearam-se três hipóteses centrais para nortear a investigação, sintetizada na Figura 6.

- **Hipótese 1 (H1):** Empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3 apresentam índices *QR_AA* mais elevados, demonstrando práticas superiores na remuneração da alta administração em comparação às empresas listadas nos segmentos do Nível 1 e Nível 2 da NDGC.
- **Hipótese 2 (H2):** Empresas que possuem maior proporção percentual de conselheiros independentes em seus conselhos de administração obtêm índices *QR_AA* superiores, indicando que a presença desses conselheiros independentes está positivamente relacionada à qualidade da remuneração da alta administração e à redução de conflitos de agência.

Hipótese 3 (H3): Empresas com maior aderência às metas de sustentabilidade apresentam índices *QR_AA* significativamente mais altos, indicando que políticas de remuneração alinhadas às práticas sustentáveis favorecem uma governança corporativa mais eficaz e ampliam a confiança dos investidores institucionais no mercado de capitais.

Figura 6 - Hipóteses sobre Governança Corporativa e *QR_AA*

Característica	Hipótese 1 (H1)	Hipótese 2 (H2)	Hipótese 3 (H3)
Foco	Listagem no Novo Mercado e <i>QR_AA</i>	Conselheiros independentes e <i>QR_AA</i>	Metas de sustentabilidade e <i>QR_AA</i>
Ideia Central	Padrões de governança mais elevados sinalizam compromisso.	Supervisão independente reduz conflitos de agência.	Práticas sustentáveis aprimoram a governança.
Base Teórica	Estruturas institucionais robustas promovem práticas remuneratórias superiores e maior alinhamento entre executivos e acionistas (Larcker;Tayan, 2020; Almici, 2023; Gutterman, 2023)	Teoria da Agência e governança recomendam conselhos independentes para mitigar conflitos e fortalecer práticas remuneratórias (Jensen; Meckling, 1976; Edmans, 2024; Younas, 2022; Almici, 2023; Gutterman, 2023).	Integração de metas ESG à remuneração executiva favorece governança eficaz e gera valor de longo prazo (Edmans, 2024; Almici, 2023; Younas, 2022; Gutterman, 2023; Jensen; Meckling, 1976).
Resultado Esperado	Empresas do Novo Mercado apresentam maior <i>QR_AA</i> .	Maior participação % de Conselheiros independentes, maior <i>QR_AA</i> .	Maior Adesão à Sustentabilidade, maior <i>QR_AA</i> .

Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

A fundamentação teórica da primeira hipótese (H1) baseia-se no pressuposto de que empresas que optam voluntariamente por segmentos de listagem mais rigorosos, como o Novo Mercado da B3, buscam sinalizar ao mercado maior compromisso com boas práticas de governança corporativa, transparência e proteção aos acionistas minoritários. Esse entendimento é amplamente discutido por Larcker e Tayan (2020), para os quais estruturas institucionais mais robustas promovem incentivos positivos ao alinhamento entre executivos e acionistas, impactando diretamente a qualidade dos sistemas de remuneração. De modo semelhante, Almici (2023) destaca que a adoção de padrões elevados de governança tende a criar um ambiente institucional propício ao desenvolvimento de práticas remuneratórias mais transparentes, equitativas e atentas ao desempenho de longo prazo, corroborando a

racionalidade subjacente à H1. Cabe ressaltar que o segmento Novo Mercado se diferencia dos demais segmentos da B3 por exigir a adoção de padrões mais elevados de *disclosure*, a obrigatoriedade de presença de conselheiros independentes e restrições quanto à emissão de ações preferenciais, criando um ambiente que incentiva maior *accountability* dos gestores. Segundo Gutterman (2023), esse contexto favorece não apenas o aprimoramento dos mecanismos formais de controle, mas também estimula o fortalecimento de mecanismos informais, tais como cultura organizacional e valores éticos, ambos essenciais para a sustentação de sistemas de remuneração meritocráticos. Sob a ótica da Teoria da Agência, a adesão a um segmento mais exigente eleva a densidade de mecanismos de monitoramento (comitês, independência, transparência) e o escrutínio por investidores e reguladores, reduzindo a assimetria informacional sobre remuneração da alta administração.

A literatura brasileira reporta evidências de que níveis diferenciados de governança estão associados, em média, a melhores práticas de *disclosure* e, em alguns estudos, a maior valoração de mercado e melhor desempenho, ainda que os resultados possam variar por período, amostra e metodologia (Ribeiro; Souza, 2023). Assim, espera-se que esse ambiente institucional se manifeste em maior *QR_AA*, por traduzir políticas remuneratórias mais claras, alinhadas e comparáveis, condições que o índice procura capturar. Ao considerar o *QR_AA* como métrica de qualidade das práticas remuneratórias, espera-se, portanto, que empresas do Novo Mercado apresentem desempenho superior em comparação às de outros segmentos, validando empiricamente o arcabouço teórico discutido.

A fundamentação teórica para a segunda hipótese (H2) é alicerçada na Teoria da Agência, formulada por Jensen e Meckling (1976), segundo a qual a separação entre propriedade e controle nas organizações modernas cria potenciais conflitos de interesses entre acionistas (principais) e gestores (agentes). A literatura reconhece a presença de conselheiros independentes como mecanismo fundamental de mitigação desses conflitos, uma vez que esses agentes tendem a exercer função fiscalizadora autônoma, reduzindo a possibilidade de práticas oportunistas por parte da alta administração (Edmans, 2024). Younas (2022) argumenta que conselhos mais independentes estão associados a maior rigor na avaliação de desempenho e na definição de métricas de remuneração, promovendo decisões alinhadas ao valor de longo prazo e à eficiência operacional.

Além disso, Almici (2023) ressalta que a presença de conselheiros independentes contribui para o fortalecimento da governança ao proporcionar maior diversidade de perspectivas, ampliar a qualidade das discussões estratégicas e elevar o escrutínio sobre práticas de remuneração e incentivos. De acordo com Gutterman (2023), tal configuração aumenta a credibilidade de relatórios corporativos e reduz assimetrias de informação, aspectos fundamentais para a atração e retenção de investidores institucionais. A evidência internacional sugere efeitos relevantes da independência, notadamente em comitês de auditoria e de remuneração, sobre a qualidade do reporte e a contenção de *earnings management* (Klein, 2002), ainda que a relação com desempenho econômico de longo prazo seja, por vezes, não linear ou contingente a características da firma (Coles; Daniel; Naveen, 2008). Em outras palavras, a independência não é panaceia, mas aumenta a probabilidade de processos deliberativos mais críticos, critérios objetivos e métricas alinhadas, condições que tipicamente elevam o índice *QR_AA*. Assim, a formulação da H2 encontra respaldo teórico, ao prever que empresas com maior participação de conselheiros independentes apresentam índices *QR_AA* mais elevados, refletindo práticas remuneratórias transparentes e aderentes às expectativas do mercado.

A fundamentação teórica da terceira hipótese (H3), por sua vez, relaciona-se à crescente importância das questões ambientais, sociais e de governança (ESG) na agenda corporativa contemporânea. O avanço da agenda ESG tem impulsionado o desenvolvimento de políticas de remuneração da alta administração vinculadas a metas de sustentabilidade, tanto em mercados desenvolvidos quanto emergentes. Edmans (2024) discute que a integração de objetivos sustentáveis aos sistemas de remuneração executiva contribui para mitigar riscos de curto prazo, fortalecer a reputação organizacional e criar valor compartilhado para *stakeholders*. No mesmo sentido, Almici (2023) argumenta que a adoção de práticas remuneratórias sensíveis a metas de sustentabilidade reforça a legitimidade da empresa perante a sociedade e amplia sua capacidade de gerar confiança entre investidores institucionais, aspectos essenciais para a perenidade dos negócios.

Ademais, estudos empíricos recentes evidenciam que empresas que vinculam parte relevante da remuneração variável de membros da alta administração a indicadores de desempenho ESG apresentam menor exposição a práticas de *greenwashing* (Younas, 2022; Gutterman, 2023). A fundamentação teórica de Jensen

e Meckling (1976) permanece válida nesse contexto, pois a inclusão de métricas socioambientais nos contratos de remuneração da alta administração atua como mecanismo de alinhamento entre objetivos corporativos e interesses mais amplos de *stakeholders*. O estudo de Cohen *et al.* (2023) mostra que a inclusão de métricas ESG em contratos executivos varia por país, setor e características da firma, de modo consistente com um desenho eficiente de incentivos, além de estar associada ao maior engajamento e à votação de investidores institucionais; sobretudo, a adoção é seguida por avanços mensuráveis em indicadores ESG (por exemplo, redução de emissões quando metas de clima são incorporadas), sem evidência robusta de ganhos financeiros imediatos (o que é plausível, dada a natureza intertemporal da sustentabilidade). Assim, a presença, o peso e a qualidade técnica dessas métricas, captadas pelo *QR_AA*, são esperadas para elevar a pontuação do índice. Dessa forma, a H3 postula que empresas com maior aderência a metas de sustentabilidade obtêm escores superiores no *QR_AA*, destacando o papel das políticas de remuneração orientadas por critérios sustentáveis na promoção de uma governança corporativa mais eficaz e responsiva às demandas do mercado.

As 3 hipóteses, em conjunto, refletem a teoria aplicada que embasa o *QR_AA*: (i) a densidade institucional de governança (H1) atua como condição de contorno para o desenho de políticas remuneratórias da alta administração; (ii) a independência e efetividade do conselho (H2) influenciam diretamente a qualidade da formulação e supervisão dos contratos de remuneração; e (iii) a integração de sustentabilidade (H3) ajusta o mix de métricas para alinhar incentivos a objetivos de longo prazo. No Brasil, a Resolução CVM 80/2022 (CVM, 2022) e o Regulamento do Novo Mercado criam condições para a comparabilidade das políticas, a partir de divulgações mandatórias no FRE (itens que detalham política, critérios, composição de remuneração da administração) e de compromissos de governança nos NDGC.

Essas proposições mantêm coerência interna com a teoria de agência, convergem com padrões normativos contemporâneos, dialogam com a literatura internacional e nacional e são operacionalizáveis com base nas divulgações regulatórias vigentes. Sob essa ótica, o *QR_AA* deixa de ser um exercício meramente descritivo e se converte em instrumento analítico para testar relações teoricamente informadas entre mecanismos de governança e a qualidade do sistema de remuneração da alta administração no mercado brasileiro.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esse capítulo apresenta os procedimentos metodológicos que delineiam as técnicas e os procedimentos adotados para alcançar os objetivos da pesquisa, combinando abordagens qualitativas e quantitativas. Detalha-se a estratégia metodológica empregada, incluindo a coleta de dados primários e secundários, a seleção da amostra e os métodos de análise, permitindo uma investigação do problema de pesquisa, garantindo a validade e confiabilidade dos resultados obtidos.

Para fins de padronização terminológica ao longo desta tese, os termos “remuneração da alta administração”, refere-se indistintamente à totalidade dos componentes remuneratórios destinados exclusivamente aos membros do topo da estrutura organizacional, tais como diretores estatutários e conselheiros de administração. Essa escolha busca evitar ambiguidade conceitual e garantir maior clareza na apresentação dos procedimentos metodológicos, análises e discussões subsequentes.

3.1 Abordagem da Pesquisa

A abordagem metodológica adotada neste estudo segue uma estratégia sequencial exploratória, conforme definida por Creswell (2014). Tal abordagem caracteriza-se por realizar primeiro a etapa qualitativa, seguida pela etapa quantitativa, integrando-as progressivamente. A seleção dessa abordagem metodológica se deu considerando a complexidade inerente ao objeto de investigação, especialmente em razão da necessidade de explorar e aprofundar inicialmente as avaliações subjetivas de especialistas e investidores e profissionais do mercado de capitais, para, em seguida, mensurar e quantificar empiricamente os elementos identificados. Creswell (2014) destaca que a abordagem sequencial exploratória é particularmente adequada quando a etapa qualitativa inicial é necessária para fornecer uma compreensão aprofundada do fenômeno estudado, identificando categorias ou variáveis relevantes, cujos resultados guiarão uma posterior fase quantitativa.

Neste estudo específico, a primeira etapa qualitativa foi implementada por meio da realização de entrevistas semiestruturadas com investidores institucionais,

analistas e profissionais do mercado de capitais. Essas entrevistas buscaram explorar e validar as variáveis e os critérios previamente definidos na literatura acadêmica e técnica sobre governança corporativa e práticas de remuneração da alta administração.

A fase qualitativa foi essencial para capturar a riqueza e a complexidade das análises e opiniões desses profissionais do mercado de capitais, assegurando que o Índice QR_AA fosse não somente teoricamente consistente, mas também relevante e aplicável ao contexto prático e estratégico do mercado brasileiro. Nesse sentido, as entrevistas permitiram não apenas validar as variáveis previamente identificadas, mas também agregar contribuições adicionais sobre a importância relativa de cada elemento proposto, identificando possíveis lacunas ou aspectos que precisavam de ajustes para melhor refletir as expectativas e necessidades dos investidores.

Após a coleta e análise qualitativa inicial, foi iniciada a segunda fase, quantitativa, conforme indicado por Creswell (2014) para a abordagem sequencial exploratória. Esta etapa baseou-se na coleta estruturada de dados secundários objetivos, provenientes de relatórios anuais, *websites* de relacionamento com investidores, demonstrações financeiras auditadas e formulários de referência disponibilizados pelas empresas e pelos órgãos reguladores, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A coleta desses dados quantitativos teve como finalidade permitir a mensuração empírica das variáveis validadas qualitativamente, viabilizando análises estatísticas rigorosas para a construção final do índice QR_AA.

Essa integração entre as duas fases metodológicas, qualitativa seguida da quantitativa, possibilitou uma análise completa e rigorosa do fenômeno, garantindo que as variáveis escolhidas não fossem apenas teoricamente justificadas, mas também empiricamente robustas. A etapa quantitativa utilizou técnicas estatísticas avançadas, como a regressão linear múltipla, para validar as relações identificadas na etapa qualitativa, confirmando empiricamente a relevância e a representatividade das variáveis selecionadas para o índice.

A escolha pela abordagem sequencial exploratória mostrou-se adequada também pelo fato de proporcionar resultados compreensíveis tanto no âmbito teórico quanto prático. Conforme Creswell (2014), essa abordagem permite apresentar resultados qualitativos detalhados e posteriormente confirmá-los ou complementá-los

com análises quantitativas rigorosas, proporcionando uma análise mais completa e integrada do objeto investigado.

Assim, a metodologia adotada neste estudo está plenamente alinhada às recomendações de Creswell (2014), assegurando a validade, coerência e robustez dos resultados. A combinação das etapas qualitativa e quantitativa nessa ordem sequencial garante uma compreensão sobre as práticas de governança corporativa e remuneração da alta administração no contexto brasileiro, contribuindo para o desenvolvimento acadêmico da área e fornecendo subsídios relevantes e aplicáveis para profissionais e reguladores do mercado de capitais. Após a definição da abordagem de pesquisa, procedeu-se à delimitação dos métodos de coleta de dados e critérios de inclusão das empresas analisadas, visando garantir a representatividade e adequação da amostra, conforme descrito a seguir.

3.2 Tipo da Pesquisa e Estratégia de Coleta dos Dados

Esta pesquisa com abordagem metodológica mista sequencial exploratória, combinando elementos qualitativos e quantitativos, classifica-se como exploratória e propositiva, conforme as orientações apresentadas por Creswell (2014) e Gil (2017). A pesquisa exploratória é caracterizada pela investigação de um problema pouco estudado ou que carece de maior aprofundamento teórico e empírico, sendo especialmente recomendada para o entendimento de fenômenos complexos, como a construção de um índice para avaliar a qualidade da remuneração da alta administração no contexto da governança corporativa. Creswell (2014) destaca que esse tipo de pesquisa é adequado quando se pretende explorar ideias e conceitos ainda não suficientemente estabelecidos, sendo uma etapa fundamental para delimitar variáveis e identificar critérios que possam sustentar a construção teórica e empírica do índice *QR_AA*.

Complementarmente, esta pesquisa é propositiva, uma vez que seu objetivo é desenvolver uma solução prática e aplicável ao contexto empresarial, conforme descrito por Gil (2017). A característica propositiva está presente na construção do Índice *QR_AA*, que visa oferecer uma ferramenta concreta para avaliar e mensurar a relação entre as práticas de remuneração e os princípios de governança corporativa. Ao propor um índice que integra variáveis relacionadas à transparência, à

sustentabilidade e controle, este estudo não se limita a descrever ou analisar o problema, mas vai além ao sugerir uma metodologia aplicável para avaliação e melhoria das práticas empresariais.

Nesse contexto, utilizou-se entrevistas semiestruturadas e aplicação do instrumento de pesquisa estruturado com escalas tipo Likert, para captar as avaliações qualitativas dos investidores sobre as variáveis relevantes para compor o índice QR_AA. A utilização e a aplicação de escalas tipo Likert, justifica-se por se tratar de um método que proporciona a transformação eficaz de opiniões subjetivas dos entrevistados em dados quantitativos passíveis de análises estatísticas (Gil, 2017; Creswell, 2014). Posteriormente, realizou-se uma etapa propositiva, caracterizada por Gil (2017), com a proposta de construção do índice propriamente dito, a fim de solucionar uma lacuna prática identificada no mercado de capitais brasileiro.

Figura 7 - Abordagem Metodológica Tese



Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

Para isso, foram coletados dados secundários padronizados em relatórios financeiros das empresas listadas na B3, permitindo a validação empírica e a aplicação prática do modelo desenvolvido. A Figura 7 resume a abordagem

metodológica aplicada. Na sequência, o Quadro 5 detalha as atividades do procedimento metodológico adotado nesta Tese.

Quadro 5 - Resumo Metodológico e Definição de Atividades

Fase	Atividade Principal	Descrição Detalhada
1ª Fase Planejamento Metodológico	Definição da abordagem sequencial exploratória	Escolha do delineamento metodológico misto sequencial exploratório, com fundamentação teórica em Creswell (2014) para integrar métodos qualitativos e quantitativos de forma estruturada.
2ª Fase Qualitativa – Exploratória	Realização de entrevistas semiestruturadas	Entrevistas com investidores institucionais, analistas e consultores do mercado de capitais para identificar, explorar e validar variáveis e critérios relevantes segundo a literatura e prática de governança.
	Análise das opiniões dos participantes	Sistematização e categorização dos dados qualitativos para identificar a relevância, aplicabilidade e possíveis lacunas das variáveis propostas para o índice <i>QR_AA</i> .
3ª Fase Integração Qualitativa - Quantitativa	Consolidação dos achados qualitativos	Integração dos resultados da etapa qualitativa para orientar e fundamentar o desenho da etapa quantitativa, garantindo alinhamento teórico e relevância empírica das variáveis.
4ª Fase Quantitativa – Confirmatória	Coleta estruturada de dados secundários	Extração de informações objetivas e padronizadas de relatórios anuais, formulários de referência (CVM), websites de RI, demonstrações financeiras e documentos regulatórios de empresas listadas na B3.
	Construção do banco de dados empírico	Organização e validação dos dados coletados em uma base estruturada, apta para análises estatísticas, assegurando consistência e comparabilidade entre empresas e variáveis.
	Análise estatística e modelagem	Aplicação de técnicas de regressão linear múltipla e testes de robustez, mensurando empiricamente as relações entre as variáveis validadas qualitativamente e a qualidade da remuneração da alta administração (<i>QR_AA</i>).
5ª Fase Propositiva e Aplicação	Desenvolvimento e validação do índice <i>QR_AA</i>	Construção e cálculo do índice proposto, fundamentado em evidências empíricas e recomendações de especialistas, com ênfase em aplicabilidade prática no contexto do mercado brasileiro, testando e validando o índice com empresas selecionadas
	Discussão dos resultados e recomendações	Interpretação dos resultados, elaboração de recomendações para empresas, investidores e reguladores e proposição de diretrizes para aprimoramento das práticas de governança e remuneração da alta administração.

Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

O processo metodológico adotado inicia-se com a definição do método misto sequencial exploratório (Creswell, 2014), estruturando o estudo em duas fases: qualitativa (exploratória) e quantitativa (confirmatória), integradas de forma progressiva.

A primeira fase consistiu em entrevistas semiestruturadas com profissionais experientes do mercado de capitais, a fim de captar análises e validar variáveis teóricas extraídas da literatura. Os achados qualitativos orientam a seleção e

operacionalização das variáveis para a segunda fase, quantitativa, marcada pela coleta padronizada de dados secundários em fontes oficiais e regulatórias (B3, CVM, RI, relatórios financeiros, relatórios anuais e de sustentabilidade). Em seguida, os dados são organizados em um banco de dados, submetidos a técnicas estatísticas avançadas, com destaque para regressão múltipla, permitindo mensurar empiricamente o impacto das variáveis sobre a qualidade da remuneração da alta administração. A última etapa compreende a proposição, validação e aplicação prática do índice *QR_AA*, acompanhadas da discussão dos resultados e de recomendações para os diversos *stakeholders* do mercado de capitais.

Este fluxograma de atividades do procedimento metodológico demonstra a integração coerente entre métodos, validação das variáveis e contribuições efetivas para o avanço teórico e prático no campo de governança corporativa e remuneração da alta administração no Brasil. Assim, a pesquisa cumpre um papel propositivo ao propor diretrizes que podem ser adotadas por empresas, investidores, profissionais do mercado de capitais e reguladores para aprimorar suas políticas de remuneração da alta administração e governança corporativa.

3.3 Participantes da Pesquisa e Fontes de Dados Secundários

A robustez e a confiabilidade de um projeto de pesquisa fundamentam-se, entre outros fatores, na seleção criteriosa dos participantes e das amostras analisadas, bem como na escolha adequada das fontes secundárias de dados (Gil, 2017). Neste estudo, a amostra de participantes foi composta por investidores institucionais, consultores de investimentos e analistas do mercado de capitais com notória experiência prática e acadêmica. A escolha desse grupo busca garantir não apenas a diversidade de opiniões, mas também a representatividade das perspectivas do mercado brasileiro, aspecto essencial para a validação e aplicabilidade do *QR_AA*.

A seleção criteriosa dos participantes desta pesquisa foi especialmente relevante devido à necessidade de assegurar a representatividade e a profundidade das percepções sobre a governança corporativa e a remuneração da alta administração no contexto brasileiro. Ao incluir profissionais com ampla experiência prática, como investidores institucionais, analistas financeiros, consultores e gestores de mercado de capitais, foi possível capturar *insights* diversificados e especializados,

garantindo que as variáveis identificadas e validadas fossem tanto teoricamente sólidas quanto pragmaticamente relevantes. Dessa forma, os participantes forneceram contribuições essenciais para a construção de um índice robusto, alinhado às reais demandas estratégicas e às práticas do mercado nacional.

O processo de seleção dos participantes foi realizado de forma criteriosa, priorizando profissionais certificados e atuantes em empresas reconhecidas no setor financeiro, como bancos de investimentos, consultorias especializadas, gestoras de recursos, fundos de pensão, seguradoras e escritórios independentes de consultoria. Participaram 37 profissionais do mercado de capitais, selecionados com base em certificações específicas fornecidas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e da Associação Brasileira de Planejadores Financeiros (Planejar), assegurando a expertise necessária para avaliar critérios de governança e práticas remuneratórias em empresas listadas na B3. Dentre os participantes, destaca-se a predominância de consultores de investimentos, analistas fundamentalistas, assessores financeiros, planejadores financeiros e gestores de fundos, que juntos representam diferentes visões sobre as práticas de governança corporativa e remuneração da alta administração no Brasil. A experiência profissional desses respondentes é um elemento-chave: a maioria atua há mais de cinco anos no mercado de capitais, o que confere à amostra elevada expertise e maturidade analítica. Isso é fundamental para garantir que as respostas capturadas na pesquisa advenham de profissionais capazes de avaliarem criticamente não só as práticas corporativas observadas, mas também o impacto dessas práticas sobre o desempenho das organizações e a confiança dos investidores.

A diversidade de atuação dos participantes permite uma análise multidimensional do fenômeno investigado, conforme demonstrado no Quadro 6. Investidores institucionais trazem a perspectiva da alocação estratégica de grandes volumes de capital, frequentemente embasada em análises quantitativas rigorosas e em *benchmarks* internacionais. As análises fundamentalistas elaboradas pelos consultores e profissionais do mercado de capitais contribuem com análises detalhadas dos fundamentos econômicos e financeiros das companhias, avaliando não apenas resultados passados, mas projeções de desempenho futuro. Consultores de investimentos, por sua vez, possuem contato direto com investidores individuais e institucionais, atuando como intermediários na avaliação de riscos e oportunidades de

mercado. Planejadores financeiros e executivos de áreas como relações com investidores, finanças e controladoria agregam, ainda, um conhecimento prático da implementação de políticas de governança e remuneração da alta administração no contexto das empresas brasileiras.

Quadro 6 - Características Investidores e Profissionais Mercado capitais

Código	Profissão / Cargo	Experiencia (anos)
E1	Assessor Investimentos	Acima 5 anos
E2	Analista Fundamentalista	3 a 5 anos
E3	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E4	Analista Fundamentalista	3 a 5 anos
E5	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E6	Analista Fundamentalista	Acima 5 anos
E7	Investidor	Acima 5 anos
E8	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E9	Consultor derivativos	Acima 5 anos
E10	Investidor	3 a 5 anos
E11	Assessor Investimentos	Acima 5 anos
E12	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E13	Investidor	Acima 5 anos
E14	Planejador Financeiro	Acima 5 anos
E15	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E16	Especialista Investimentos	3 a 5 anos
E17	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E18	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E19	Assessor Investimentos	Acima 5 anos
E20	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E21	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E22	Investidor	Acima 5 anos
E23	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E24	Planejador Financeiro	Acima 5 anos
E25	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E26	Gerente de Relacionamento Prime	Acima 5 anos
E27	Assessor de Investimentos	Acima 5 anos
E28	<i>Banker Wealth Management</i>	Acima 5 anos
E29	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E30	Gerente Geral de Rede	Acima 5 anos
E31	Gerente Financeiro e Investimentos	Acima 5 anos
E32	Investidor	Acima 5 anos
E33	Assessor de Investimentos	Acima 5 anos
E34	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E35	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E36	Consultor Investimentos	Acima 5 anos
E37	Consultor Investimentos	3 a 5 anos

Fonte: Elaborado pelo autor (2025) – dados da pesquisa

Além do perfil dos participantes, destaca-se o critério de seleção relacionado ao tempo de experiência no mercado. Ao priorizar profissionais com no mínimo três anos de atuação, buscou-se evitar vieses decorrentes da inexperiência, garantindo maior solidez às opiniões e avaliações apresentadas no processo de validação das variáveis e dos pesos do *QR_AA*. Esse recorte temporal é relevante, pois profissionais

mais experientes tendem a ter maior vivência em ciclos econômicos diversos, exposição a diferentes estruturas de governança, remuneração e familiaridade com práticas nacionais e internacionais.

Com relação à dimensão setorial, a amostra de empresas selecionadas para análise secundária abrange 228 companhias listadas na B3, distribuídas nos segmentos de Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, conforme demonstrado Quadro 7.

Quadro 7 - Distribuição setorial e Nível de Governança Corporativa

Segmento Listagem – NDGC B3	Número Empresas	% Relativa
Nível 1	23	10,1
Nível 2	21	9,2
Novo Mercado	184	80,7
TOTAL NDGC	228	100
Setor Econômico	Número Empresas	% Relativa
Agro e Pesca	7	3,1
Alimentos e Bebidas	8	3,5
Consumo cíclico	13	5,7
Comércio	31	13,6
Construção	26	11,4
Eletroeletrônicos	3	1,3
Energia Elétrica	17	7,5
Finanças e Seguros	27	11,8
Madeira e papel	2	0,9
Máquinas Industriais	7	3,1
Mineração	5	2,2
Serviços diversos	3	1,3
Papel e Celulose	3	1,3
Petróleo e Gás	8	3,5
Química	5	2,2
Saúde	9	3,9
Siderurgia & Metalurgia	7	3,1
Software e Dados	7	3,1
Telecomunicações	6	2,6
Têxtil	8	3,5
Transporte Serviços	14	6,1
Utilidade pública	5	2,2
Veículos e peças	7	3,1
TOTAL	228	100

Fonte: Elaborado pelo autor (2025) – dados da pesquisa

O processo de definição da amostra de empresas listadas no Novo Diferenciado de Governança Corporativa (NDGC) resultou na seleção de 228 companhias, a partir de um universo inicial de 239 empresas elegíveis para o período base de dezembro de 2024. A exclusão de 11 empresas decorreu de critérios objetivos, tais como: descontinuidade da listagem, encerramento das atividades,

fusão, aquisição ou processos de reestruturação societária que inviabilizaram a análise comparativa.

A predominância de empresas do Novo Mercado (184 companhias) indica uma clara preferência por organizações que, em tese, aderem aos padrões mais elevados de governança corporativa, transparência e proteção aos acionistas minoritários, conforme estabelecido pela própria B3. Esse recorte reforça a busca por práticas de excelência e permite a comparação entre diferentes níveis de exigência regulatória. O segmento Nível 1 conta com 23 empresas e o Nível 2 com 21 empresas, o que, somado ao Novo Mercado, possibilita uma análise abrangente de práticas de governança e remuneração em empresas sujeitas a diferentes graus de compromisso com boas práticas corporativas.

A diversidade setorial das empresas analisadas representa outro ponto relevante. Estão incluídos setores como comércio, construção civil, finanças e seguros, energia elétrica, transporte, serviços, saúde, software, siderurgia, alimentos, mineração, petróleo e gás, entre outros. Essa abrangência proporciona uma visão integrada das práticas de governança e remuneração em diferentes contextos de negócios, mercados regulados e estruturas de capital, mitigando eventuais vieses setoriais. Por exemplo, setores altamente regulados, como energia e finanças, podem apresentar práticas diferenciadas de *disclosure* e de governança em comparação a setores menos regulados, como comércio ou serviços.

A utilização de dados secundários para análise quantitativa é um diferencial metodológico deste estudo, pois garante o acesso a informações oficiais, auditadas e comparáveis entre as empresas da amostra. Foram utilizados relatórios anuais, demonstrações financeiras auditadas, formulários de referência enviados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e bases públicas da B3. Esses documentos possibilitaram a extração de dados relevantes sobre remuneração da alta administração, estrutura de governança, composição acionária, desempenho financeiro, práticas de sustentabilidade, entre outras variáveis essenciais para a aplicação do índice *QR_AA*.

A combinação de dados primários, obtidos junto a profissionais experientes do mercado de capitais, e com dados secundários, extraídos de fontes públicas e auditadas, confere ao estudo robustez metodológica e potencial de generalização dos resultados. A escolha das empresas dos níveis diferenciados de governança da B3

permite, ainda, a comparação entre padrões de *disclosure*, práticas de transparência e alinhamento às melhores práticas, aspecto relevante para a compreensão do estágio atual da governança corporativa e da remuneração da alta administração no Brasil.

Dessa forma, a estratégia amostral adotada neste estudo buscou aliar diversidade e rigor, tanto no perfil dos participantes quanto na seleção das empresas analisadas. Tal abordagem é condizente com as recomendações metodológicas presentes na literatura científica, permitindo a construção de um índice robusto, relevante e aplicável ao contexto brasileiro de governança e remuneração da alta administração. Conforme argumenta Gil (2017), a análise conjunta das opiniões de especialistas e dos dados secundários, coletados de forma sistemática e padronizada, fortalece a validade interna e externa da pesquisa, qualificando seus achados para subsidiar decisões de investidores, reguladores, acadêmicos e gestores corporativos interessados na avaliação crítica da qualidade da remuneração da alta administração e de suas implicações para a governança corporativa e para o desempenho das empresas listadas.

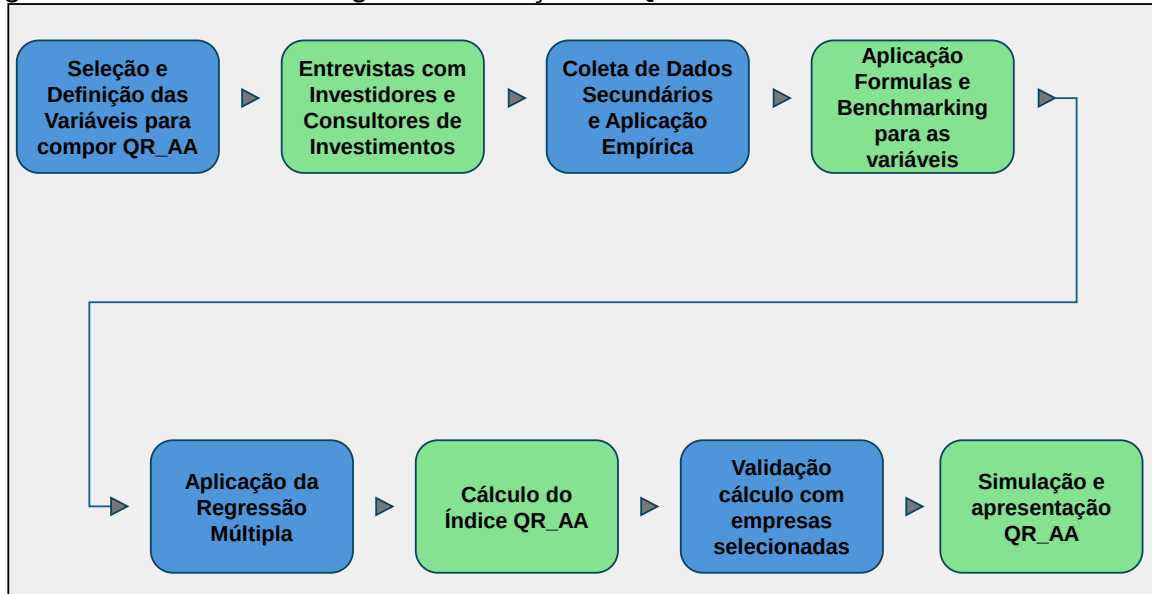
3.4 Fases Metodológicas para Construção e Validação do QR_AA

O desenvolvimento do Índice QR_AA seguiu uma abordagem metodológica estruturada, envolvendo fases sequenciais rigorosamente delineadas na Figura 8, conforme as diretrizes metodológicas propostas por Creswell (2014) e Gil (2017). O processo foi delineado para garantir clareza, robustez conceitual e estatística, buscando assegurar a aplicabilidade prática e a validade científica do índice proposto.

Na primeira fase, realizou-se uma revisão sistemática da literatura acadêmica disponível sobre governança corporativa, remuneração da alta administração, mercado de capitais e mecanismos relacionados aos conflitos de agência. Este processo inicial foi essencial para definir claramente as variáveis a serem incluídas no índice QR_AA, bem como para garantir que essas variáveis refletissem aspectos centrais discutidos na literatura sobre melhores práticas de governança e critérios de remuneração da alta administração. A partir dessa revisão, foram identificadas nove variáveis-chave: proporção da remuneração variável em relação ao total, alinhamento com retorno aos acionistas, aderência às metas de sustentabilidade, existência de

comitê de remuneração, controle de regalias e privilégios, alinhamento com plano de sucessão do CEO, estrutura do conselho com conselheiros independentes, presença de seguro D&O e concentração acionária. Essas variáveis, justificadas no **Apêndice A - Embasamento Teórico Variáveis QR_AA**, foram selecionadas devido à relevância frequentemente destacada por pesquisadores especializados e por sua aplicabilidade prática em contextos empresariais diversos.

Figura 8 - Fases metodológicas da criação do QR_AA



Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

A segunda fase consistiu na validação qualitativa das variáveis selecionadas, por meio de entrevistas semiestruturadas e aplicação de questionários estruturados e padronizados a investidores institucionais e consultores de investimento. Essa fase teve o objetivo de validar as variáveis propostas por meio da experiência prática e da percepção especializada desses profissionais. Para isso, utilizou-se a técnica de escalas tipo Likert, permitindo aos respondentes expressarem com clareza suas análises sobre a relevância de cada variável para compor um índice representativo e útil. Além disso, a abordagem semiestruturada permitiu também aos entrevistados sugerirem variáveis adicionais que poderiam enriquecer o índice. As entrevistas foram conduzidas seguindo rigorosos padrões éticos, incluindo apresentação e aprovação prévia do Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (TCLE), assegurando confidencialidade e clareza quanto aos objetivos acadêmicos do estudo. Os dados qualitativos obtidos foram tratados por meio de análise temática para identificar consensos, discrepâncias e *insights* adicionais fornecidos pelos entrevistados.

Na terceira fase metodológica, realizou-se uma ampla coleta de dados quantitativos secundários, utilizando relatórios financeiros anuais, formulários de referência disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e relatórios emitidos pelas próprias empresas listadas nos níveis diferenciados de governança da Bolsa de Valores (B3). Esta etapa visou capturar dados objetivos e padronizados necessários para a quantificação das variáveis definidas na fase anterior. Os relatórios financeiros selecionados garantiram que os dados utilizados fossem auditados e consistentes, aumentando a confiabilidade dos resultados quantitativos obtidos. Informações como remuneração da alta administração detalhada, composição acionária, adoção e existência formal de comitês especializados e outras variáveis específicas foram extraídas, revisadas e consolidadas, assegurando uma base sólida para análises estatísticas posteriores.

A quarta fase consistiu na atribuição dos pesos relativos às variáveis, refletindo a percepção coletiva dos investidores e especialistas sobre sua relevância. A definição desses pesos foi obtida por meio da média ponderada das avaliações fornecidas pelos entrevistados na fase qualitativa, garantindo que o índice final refletisse de maneira representativa e equilibrada as prioridades identificadas pelo mercado. A atribuição dos pesos ocorreu após a análise detalhada dos questionários preenchidos, buscando refletir fielmente as expectativas práticas e estratégicas dos investidores institucionais. Esses pesos definidos foram, então, aplicados diretamente nas fórmulas matemáticas estabelecidas para cada variável do índice *QR_AA*.

A quinta fase envolveu a aplicação da análise estatística, especificamente por meio da regressão múltipla linear, que permitiu verificar empiricamente a relevância e robustez estatística das variáveis selecionadas e dos pesos atribuídos pelos especialistas entrevistados. A utilização da regressão linear múltipla foi escolhida por possibilitar a análise simultânea de múltiplas variáveis independentes (as nove variáveis do índice) na determinação da variável dependente (*QR_AA*), levando em consideração possíveis variáveis de controle identificadas como Receita Líquida, *Enterprise Value* (EV), Retorno sobre Ativos (ROA) e Índice de Sharpe. Para garantir maior consistência nos dados utilizados na regressão, adotou-se a transformação logarítmica para as variáveis quantitativas mais sensíveis à dispersão estatística, como Receita Líquida de Vendas e o EV. Essa técnica estatística auxiliou na redução de heterogeneidade dos dados, melhorando a distribuição e qualidade das análises.

A regressão múltipla permitiu não somente confirmar a validade das variáveis inicialmente propostas, mas também quantificar precisamente a contribuição relativa de cada variável na formação do *QR_AA*. Tal processo possibilitou identificar variáveis mais influentes ou determinantes no contexto da qualidade da remuneração da alta administração, permitindo, assim, recomendações práticas bem fundamentadas para investidores e reguladores. Além disso, por meio de técnicas de diagnóstico e robustez estatística (teste de multicolinearidade, heterocedasticidade e normalidade dos resíduos), garantiu-se a qualidade do modelo estatístico utilizado.

Após a etapa de regressão linear múltipla, procedeu-se à fase de validação prática do índice *QR_AA* junto a empresas selecionadas dos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 da B3. Essa etapa consistiu na realização de entrevistas semiestruturadas com gestores de relações com investidores, a fim de captar percepções qualitativas e quantitativas sobre a aplicabilidade, transparência e relevância dos fatores que compõem o índice. As entrevistas buscaram compreender como as organizações avaliam a aderência às melhores práticas de governança e aos parâmetros definidos pelo *QR_AA*, além de identificar eventuais barreiras, desafios e sugestões para aprimoramento do instrumento. A amostra das empresas foi, intencionalmente, composta por companhias de grande representatividade em setores distintos, assegurando a diversidade de contextos organizacionais e estruturas de governança. Os relatos e as evidências coletadas nessa fase foram relevantes para validar a utilidade prática do índice, ajustar parâmetros operacionais e aprimorar o questionário de avaliação, conferindo maior aderência do *QR_AA* à realidade do mercado brasileiro. Assim, a validação qualitativa complementou a análise estatística, fortalecendo a robustez e a legitimidade do índice proposto.

As fases metodológicas descritas proporcionaram uma abordagem sólida, detalhada e cientificamente rigorosa para a construção do índice *QR_AA*, refletindo as melhores práticas acadêmicas recomendadas por autores como Creswell (2014) e Gil (2017). O alinhamento claro entre teoria, percepção prática especializada e análises estatísticas objetivas assegurou a relevância acadêmica e a aplicabilidade prática do índice desenvolvido, contribuindo significativamente para o avanço da compreensão das práticas de remuneração da alta administração e governança corporativa no mercado brasileiro.

3.5 Definição e Composição do Índice *QR_AA*

Este estudo teve como objetivo desenvolver um índice de qualidade da remuneração da alta administração (*QR_AA*) que pudesse servir como uma ferramenta analítica e de decisão para investidores institucionais e profissionais que operam no mercado de capitais.

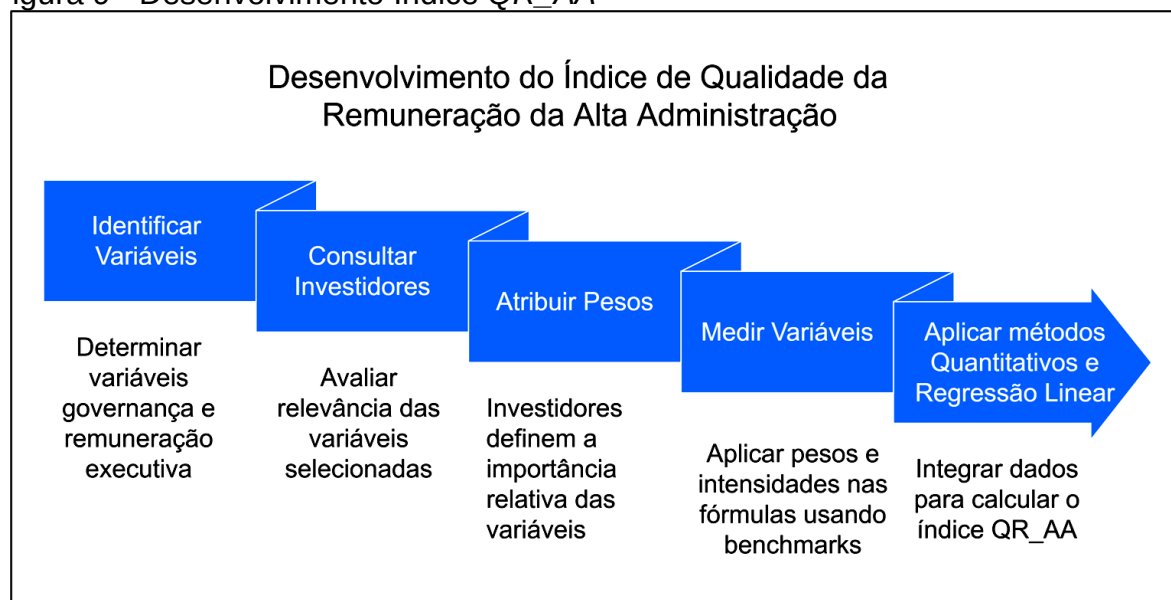
A elaboração de índices constitui um método sistemático amplamente adotado nas ciências sociais aplicadas e em estudos corporativos para mensurar fenômenos complexos, permitindo a comparabilidade objetiva entre entidades ou períodos distintos (Lo, 2016). Segundo Lo (2016), índices são construídos pela seleção rigorosa de variáveis representativas do fenômeno analisado, seguida da atribuição ponderada de pesos que refletem a importância relativa de cada uma dessas variáveis na composição final do indicador e destaca que a validação das variáveis e a definição clara dos métodos de mensuração são etapas essenciais para assegurar robustez e confiabilidade dos índices propostos. Assim, a aplicação desses princípios metodológicos possibilita não somente uma síntese informativa clara e eficiente dos dados, mas também facilita a comunicação precisa dos resultados encontrados para diferentes públicos interessados.

O desenvolvimento do índice *QR_AA* considera as diretrizes metodológicas propostas pela *OECD/JRC-European Commission* (2008), assegurando rigor conceitual e técnico na construção de indicadores compostos. O processo adotado compreende uma sequência de etapas metodologicamente encadeadas, começando pela definição clara do constructo teórico relacionado à qualidade da remuneração da alta administração, fundamentado em ampla revisão da literatura sobre governança corporativa. A seguir, procedeu-se à seleção criteriosa das variáveis, definidas com regras explícitas de mensuração e fontes empíricas documentadas. O tratamento estatístico dos dados incluiu verificações de consistência, tratamento de valores ausentes e eliminação de outliers com base em critérios objetivos. Em seguida, os dados foram normalizados para garantir comparabilidade entre variáveis de diferentes escalas. A ponderação foi realizada com base na elicitación estruturada de 37 especialistas do mercado de capitais, assegurando representatividade e controle estatístico das distribuições. A agregação seguiu o princípio da soma ponderada, coerente com o constructo teórico proposto. Como etapas adicionais de robustez, o

modelo foi submetido a testes de estabilidade dos pesos, à análise da consistência interna (Alfa de Cronbach), à validação de conteúdo via painel de especialistas, e à validação externa por associação com variáveis teoricamente pertinentes. Toda a documentação do processo (Tabela 3, Quadro 12, protocolo de codificação entrevistas com os investidores E1–E37) assegura transparência, reprodutibilidade e alinhamento às melhores práticas internacionais e em linha com o *handbook* da OECD/JRC (2008). Dessa forma, o índice *QR_AA* atende aos elementos metodológicos recomendados e confirma que os resultados utilizados na pesquisa são coerentes, robustos e apropriados ao uso analítico e decisório.

O desenvolvimento de índices é amplamente utilizado no campo das ciências sociais aplicadas e em estudos de gestão corporativa, oferecendo uma forma estruturada e objetiva de representar fenômenos complexos. Um índice consiste na seleção criteriosa de variáveis relevantes e representativas do fenômeno investigado, com a posterior atribuição de pesos a cada uma dessas variáveis, refletindo a sua importância relativa dentro do modelo proposto, sendo que esse método proporciona uma síntese dos dados, facilitando análises comparativas entre organizações e possibilitando comunicação clara dos resultados encontrados (Hair Jr. *et al.*, 2009).

Figura 9 - Desenvolvimento Índice *QR_AA*



Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

Este estudo propôs desenvolver o Índice *QR_AA* como uma ferramenta analítica para apoiar investidores institucionais e profissionais do mercado de capitais na avaliação das práticas corporativas relacionadas à remuneração da alta administração e governança corporativa. A construção do *QR_AA* seguiu etapas bem

definidas, demonstradas na Figura 9, incluindo a seleção das variáveis, a atribuição de pesos baseados na relevância percebida por investidores e profissionais especializados, e a aplicação de técnicas estatísticas apropriadas para a consolidação e validação do índice final.

Inicialmente, foi realizada uma revisão da literatura especializada sobre governança corporativa e remuneração da alta administração, objetivando identificar as variáveis potencialmente relevantes para compor o índice. Posteriormente, essas variáveis foram submetidas à validação qualitativa, mediante o preenchimento do instrumento de pesquisa e entrevistas estruturadas com investidores institucionais, analistas e consultores de investimentos. Esses profissionais forneceram *insights* detalhados sobre a relevância e aplicabilidade das variáveis propostas, utilizando uma escala do tipo Likert para a atribuição dos pesos relativos. A média dos pesos atribuídos pelos especialistas determinou a importância de cada variável no cálculo final do índice QR_AA.

Na sequência, as variáveis validadas foram operacionalizadas com base em dados objetivos coletados das demonstrações financeiras auditadas, relatórios anuais e formulários de referência publicados pelas empresas listadas na B3. Esses dados permitiram a aplicação de fórmulas previamente definidas para cada variável, baseadas em *benchmarks* globais e nacionais de melhores práticas de governança e de remuneração da alta administração. A etapa seguinte envolveu a aplicação de regressão linear múltipla, técnica estatística escolhida para consolidar as variáveis e seus respectivos pesos em um indicador sintético. Esse método permitiu avaliar objetivamente a contribuição relativa de cada variável no índice final, garantindo robustez estatística e precisão analítica ao QR_AA. A regressão linear múltipla facilitou, ainda, identificar e mitigar possíveis correlações indesejáveis entre as variáveis selecionadas. Finalmente, com a aplicação da metodologia estatística, foi possível obter um índice objetivo, transparente e aplicável ao contexto específico das empresas brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, especialmente o Novo Mercado. O índice QR_AA permitirá aos investidores compararem as práticas das empresas e avaliarem riscos e oportunidades associados à qualidade da estrutura remuneratória dos membros de alta administração, para fortalecer decisões fundamentadas no mercado financeiro.

O ponto de partida é a seleção de variáveis que considerem aspectos da governança corporativa e da remuneração da alta administração que comporão o *QR_AA*. O índice *QR_AA* não se limitará apenas às variáveis tradicionais de remuneração da alta administração, mas também considerará os mecanismos de governança corporativa que influenciam diretamente a eficácia e a transparência das políticas remuneratórias para a alta administração. Para a composição do índice *QR_AA* foram considerados variáveis que não apenas refletem a estrutura de incentivos financeiros oferecidos à alta administração, mas também capturam o grau de alinhamento dessas políticas com os princípios de boa governança corporativa.

3.5.1 Resumo das Variáveis que Fundamentam o Índice *QR_AA*

As variáveis consideradas para a composição do Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração *QR_AA* são:

- F1 - Proporção entre a remuneração variável e remuneração total
- F2 - Alinhamento remuneração e o retorno aos acionistas
- F3 - Aderência da remuneração aos princípios de Sustentabilidade
- F4 - Institucionalização do Comitê de Remuneração / Comitê de Pessoas
- F5 - Controle de Regalias e Privilégios concedidos para Alta Administração
- F6 - Plano de Sucessão CEO e Metas Longo Prazo
- F7 - Estrutura Conselheiros Independentes
- F8 - Controle da relação do Seguro D&O
- F9 - Concentração Acionária

A seleção dessas variáveis fundamenta-se em um amplo levantamento de estudos e pesquisas bibliográficas que destacam, de maneira sistemática, a importância da transparência, da sustentabilidade, dos mecanismos de controle e de alinhamento de interesses na governança corporativa. O embasamento teórico detalhado de cada variável encontra-se integralmente apresentado no **Apêndice A - Embasamento Teórico Variáveis *QR_AA***, o qual consolida a literatura e os principais referenciais que justificam sua adoção neste estudo.

No Apêndice A, cada variável é discutida à luz dos principais autores, abordando a relevância de políticas de remuneração da alta administração claras e eficazes, os impactos das decisões tomadas pela alta administração e suas

consequências sobre o desempenho organizacional. Adicionalmente, o Apêndice A oferece uma análise aprofundada sobre a eficácia de políticas de remuneração variável e de mecanismos que promovem o alinhamento de interesses entre executivos e acionistas, permitindo ao leitor uma compreensão robusta da fundamentação teórica que respalda a estrutura do *QR_AA*. Ao combinar tanto variáveis de remuneração quanto variáveis de governança, o índice *QR_AA* fornecerá uma visão holística da qualidade da remuneração da alta administração, permitindo que investidores avaliem não apenas a transparência e a adequação das políticas de remuneração, mas também o grau de supervisão e o controle, ou falta de controle, que permeia essas políticas dentro da organização.

A seguir, apresentamos no Quadro 8, o levantamento bibliográfico das variáveis para a composição do *QR_AA*, detalhadas no Apêndice A.

Quadro 8 - Resumo levantamento das variáveis para composição *QR_AA*

Variável	Justificativa / Objetivo	Natureza da variável	Embasamento Teórico
F1 - Proporção entre a remuneração variável e total	Essa variável visa motivar os membros da alta administração a alcançar resultados de curto e longo prazo, impactando diretamente seu comportamento e alinhamento com os interesses dos acionistas	Indutora	Bebchuk <i>et al.</i> (2010); Becht <i>et al.</i> (2003); Ben-David <i>et al.</i> (2007); Hall; Murphy (2002); Jensen; Murphy (1990); Kaplan; Minton (2012); Larcker; Tayan (2019); Oliva e Albuquerque (2007)
F2 - Alinhamento entre a remuneração e o retorno aos acionistas	Essa variável incentiva os membros da alta administração a focarem no valor gerado para os acionistas, garantindo que suas decisões estejam alinhadas com os interesses financeiros dos investidores. Ela é um fator de incentivo direto.	Indutora	Aggarwal <i>et al.</i> (2012); Brealey; Myers; Allen (2023); Edmans <i>et al.</i> (2017); Frydman; Jenter (2010); Jensen; Murphy (1990); Larcker; Tayan (2020); Tonello <i>et al.</i> (2021); Saini; Singh (2024); Cuna et al. (2016); Meng <i>et al.</i> (2024)
F3 - Aderência da remuneração aos princípios de sustentabilidade	Essa variável é um reflexo da qualidade da governança, pois indica como a empresa integra considerações ambientais e sociais em sua estratégia e, por consequência, em sua política de remuneração.	Reflexo	Chulkov; Kim (2025); Almici (2023); Eccles <i>et al.</i> (2014); Edmans (2024) Cohen <i>et al.</i> (2023); Grodt <i>et al.</i> (2024); Harjoto <i>et al.</i> (2024); Flammer <i>et al.</i> (2019); Kaplan; Norton (1996); Margolis; Walsh (2003); Sisodia <i>et al.</i> (2018)
F4 - Institucionalização do Comitê de Remuneração e / ou Comitê de Pessoas	A adoção e existência formal de um comitê de remuneração é um fator indutor de boas práticas de governança. Ele assegura que a política de remuneração da alta administração seja monitorada de forma independente e que as decisões de remuneração estejam alinhadas aos interesses dos acionistas e da empresa	Indutora	Leblanc; Gillies (2015); Burchman (2020); Conyon (2014); Edmans, Gabaix; Jenter (2017); Huang; Floersch (2022); IBGC (2023); Newman; Mozes (1999); Sapp (2008); Putra; Setiawan (2024); Brandão <i>et al.</i> (2019); Yahya; Ghazali (2017)

(continua)

(conclusão)

Variável	Justificativa / Objetivo	Natureza da variável	Embasamento Teórico
F5 - Controle de Regalias e Privilégios concedidos para a Alta Administração	O controle de regalias e privilégios é um reflexo da governança corporativa. Ele mostra como a empresa gerencia os benefícios concedidos à alta administração, sendo um indicador da transparência e eficiência nos processos de controle	Reflexo	Andrews; Linn; Li (2017); Delgado; Barbedo (2019); Rissatti <i>et al.</i> (2022); Jiang <i>et al.</i> (2025); Grinstein <i>et al.</i> (2017); Guay; Core; Larcker (2002); Singh; Davidson (2003); Souza <i>et al.</i> (2017); Bebchuk; Fried (2003); Fonseka <i>et al.</i> (2025); Njoku; Lee (2025); Smith (2021)
F6 - Plano de Sucessão CEO e Metas Longo Prazo	Esta variável envolve incentivos de longo prazo, e também diretamente ligada à governança, pois envolve a preparação e o desenvolvimento de sucessores para cargos estratégicos, assegurando a continuidade do plano de governança corporativa.	Indutora	Berns; Klarnar (2017); Bilgili <i>et al.</i> (2020); Larcker <i>et al.</i> (2014); Lee; Yoon; Boivie (2020); Mobbs (2013); Oliva; Albuquerque (2007); Choi <i>et al.</i> (2024); Chulkov; Barron (2023)
F7 - Estrutura Conselheiros Independentes	A presença de conselheiros independentes é um fator indutor de boa governança. Quanto maior a proporção de conselheiros independentes, maior a imparcialidade e a supervisão sobre as decisões da alta administração, incluindo suas políticas de remuneração.	Indutora	Hassen <i>et al.</i> (2015); Conyon; Peck (1998); Core <i>et al.</i> (1999); Ermel; Do Monte (2018); Freitas <i>et al.</i> (2020); Marquezan <i>et al.</i> (2023); Mehran (1995); Oliva; Albuquerque (2007); Ozdemir; Upneja (2012); Theiss; Beuren (2017); Brandão <i>et al.</i> (2019); OECD (2023)
F8 - Controle da relação do Seguro D&O	O seguro D&O reflete o nível de proteção oferecido aos executivos e demonstra a preocupação da empresa com a mitigação de riscos jurídicos. Analisar como o D&O impacta as práticas de governança corporativa, influenciando a remuneração da alta administração	Reflexo	Asaoka (2021); Larcker e Tayan (2020); Chen <i>et al.</i> (2017); Oliva; Albuquerque (2007); Verstein (2022); Chang (2024)
F9 - Concentração Acionária	A concentração acionária é um reflexo da estrutura de governança, pois indica como o poder é distribuído entre os acionistas. Elevada concentração pode impactar negativamente a governança, uma vez que permite maior controle por um grupo restrito de acionistas, reduzindo a independência nas decisões de governança.	Reflexo	Hassen <i>et al.</i> (2015); Brealey; Myers; Allen (2023); Ermel; Do Monte (2018); Freitas <i>et al.</i> (2020); Hartzell; Starks (2003); Larcker; Tayan (2020); Marquezan <i>et al.</i> (2023); Oliva; Albuquerque (2007); Theiss; Beuren (2017); Brandão <i>et al.</i> (2019)

Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

As variáveis ligadas à remuneração da alta administração são aquelas que influenciam, diretamente, o pacote de compensação dos membros da alta administração, com o objetivo de alinhar os interesses desses gestores com os dos acionistas. Essas variáveis representam fatores indutores (*drives*), uma vez que influenciam diretamente o comportamento dos executivos e suas decisões estratégicas, ao mesmo tempo em que visam maximizar o valor da empresa. As

variáveis relacionadas à governança corporativa são mais abrangentes e têm como objetivo garantir que a estrutura e os processos de supervisão corporativa sejam adequados. Essas variáveis podem ser tanto indutoras quanto reflexos da qualidade da governança, e, embora algumas possam ter impacto na remuneração dos membros da alta administração, seu foco principal é na estrutura e nos mecanismos de controle organizacional.

No Apêndice A, são apresentadas as justificativas e embasamento teórico para a utilização das variáveis selecionadas para a composição do índice de remuneração da alta administração (*QR_AA*) que poderá ser aplicável no mercado brasileiro e, que permita aos investidores e profissionais da área de investimentos avaliarem tanto a transparência quanto o alinhamento de políticas de remuneração com a governança corporativa e o alinhamento com os interesses dos acionistas.

Ao avaliar as variáveis propostas para o estudo, distinguiu-se entre aquelas que estão diretamente ligadas à remuneração da alta administração e aquelas que estão relacionadas à qualidade da governança corporativa. Essa categorização permite uma análise assertiva e contextualizada, uma vez que a remuneração atua como um mecanismo de incentivo à performance, enquanto a governança corporativa se ocupa da estrutura de controle e supervisão das atividades empresariais, embora ambos aspectos estejam interligados. As variáveis que se vinculam diretamente à remuneração da alta administração são aquelas que afetam diretamente o pacote de compensação dos membros da alta administração, com o objetivo de alinhar os interesses desses gestores com os dos acionistas. Essas variáveis funcionam como fatores indutores, ou *drives*, uma vez que influenciam de maneira direta o comportamento dos executivos e as suas decisões estratégicas, com a finalidade de maximizar o valor da empresa.

A primeira dessas variáveis é a proporção entre remuneração variável e total. Esta variável está diretamente relacionada à estrutura de incentivos oferecida aos membros da alta administração e busca garantir a existência de um equilíbrio entre a remuneração estável e os incentivos de performance, motivando os membros da alta administração a alcançarem resultados de curto e longo prazo e alinhados aos objetivos estratégicos. Outro fator é o alinhamento entre a remuneração dos membros da alta administração e o retorno aos acionistas, estabelecendo uma correlação entre a compensação da alta administração e o desempenho da empresa em termos de

criação de valor para os acionistas. Sua função é incentivar os executivos a concentrarem seus esforços na maximização de retornos financeiros, garantindo que suas decisões estejam sempre em consonância com os interesses dos investidores. Assim, essa variável atua como fator indutor, exercendo influência direta sobre a conduta e as decisões dos executivos.

Em contraste, as variáveis relacionadas à governança corporativa possuem uma abordagem mais abrangente e têm como objetivo garantir que a estrutura e os processos de supervisão da empresa sejam robustos. Essas variáveis podem funcionar tanto como fatores indutores quanto como reflexos da qualidade da governança corporativa. Ainda que algumas delas tenham impacto indireto sobre a remuneração dos membros da alta administração, seu foco principal reside na estruturação de mecanismos de controle, transparência da empresa e qualidade da gestão. A aderência da política de remuneração aos princípios de sustentabilidade, por exemplo, reflete o comprometimento da organização com os pilares ambientais, sociais e de governança (ESG). Essa variável, no entanto, é considerada um reflexo da qualidade da governança, pois indica como a empresa integra as questões sustentáveis em sua estratégia global, sem interferir diretamente na estrutura de incentivos dos membros da alta administração.

Da mesma forma, a adoção e existência de um comitê de remuneração é um fator relevante para garantir a boa governança corporativa, visto que a criação de tal comitê assegura que as políticas de remuneração da alta administração sejam monitoradas com base em critérios claros e alinhados com os interesses de longo prazo da organização. Nesse caso, trata-se de um fator indutor, já que a existência de um comitê independente exerce um papel ativo no processo de supervisão. O controle de regalias, por sua vez, também se insere no âmbito da governança, refletindo o grau de disciplina e transparência nas práticas de concessão de benefícios aos executivos. Essa variável é um reflexo da qualidade da governança, na medida em que revela como a empresa lida com benefícios e privilégios, assegurando que os recursos corporativos sejam usados de maneira eficiente e transparente. Além disso, o alinhamento da remuneração com o plano de sucessão é um fator de governança que se refere à preparação e ao desenvolvimento de sucessores para cargos estratégicos na empresa, garantindo a continuidade das operações e das políticas de longo prazo.

Essa variável é vista como um fator indutor da governança, pois incentiva a alta administração a planejar a sucessão de forma estratégica.

A estrutura de conselheiros independentes também se destaca como um elemento de governança, funcionando como um fator indutor. A presença de conselheiros independentes no conselho de administração assegura maior imparcialidade e objetividade na supervisão das atividades da alta administração, incluindo suas políticas de remuneração. Por outro lado, a presença do seguro D&O, que visa proteger os executivos contra litígios relacionados às suas decisões, é bem descrita como um reflexo da governança, já que indica o nível de proteção jurídica e o grau de preocupação da empresa com a mitigação de riscos para a alta administração. Por fim, a concentração acionária reflete a distribuição de poder entre os acionistas e seu impacto sobre as decisões da administração. Elevados ou baixos níveis de concentração acionária podem limitar a independência do conselho e reduzir a eficácia da governança. Portanto, ao categorizar as variáveis, é possível verificar aquelas diretamente relacionadas à remuneração da alta administração como fatores indutores que afetam diretamente o comportamento dos executivos. Por outro lado, as variáveis ligadas à governança são indicadores que podem funcionar tanto como indutores quanto como reflexos, dependendo de seu papel dentro da estrutura de controle e supervisão da empresa.

3.6 Procedimentos de Coleta de Dados Primários e Secundários

Os procedimentos para a coleta dos dados foram conduzidos considerando as etapas detalhadas a seguir. Inicialmente, foram realizadas entrevistas exploratórias com investidores e profissionais do mercado de capitais. Essa fase qualitativa procurou captar as opiniões e expectativas desses profissionais quanto às variáveis que devem compor o índice *QR_AA*, por meio de entrevistas semiestruturadas e aplicação do instrumento de pesquisa estruturado com escalas tipo Likert, permitindo a combinação de perguntas padronizadas com espaço para explorações mais amplas, conforme recomendado por Creswell (2014).

A utilização de escalas do tipo Likert em pesquisas acadêmicas é justificada pela capacidade de captar nuances nas percepções dos respondentes (Basco *et al.*, 2022). Conforme esses autores, essas escalas transformam percepções subjetivas

em dados quantitativos mensuráveis, permitindo a priorização de variáveis com maior impacto, como no Índice *QR_AA*. As médias ponderadas obtidas oferecem subsídios empíricos para decisões estratégicas e possibilitaram saber quais fatores influenciam a satisfação e o desempenho dos membros da alta administração. Além disso, essa abordagem está alinhada com teorias clássicas e contemporâneas da Administração, que sustentam a importância da mensuração precisa de variáveis comportamentais, enriquecendo a pesquisa e sua aplicação prática (Basco *et al.*, 2022).

A segunda etapa envolveu a coleta de dados secundários por meio de fontes documentais, como relatórios anuais e de sustentabilidade, demonstrações financeiras auditadas e formulários de referência disponibilizados pela CVM e pela B3. Essa coleta objetiva reunir informações padronizadas e verificáveis que possam sustentar a aplicação das fórmulas e o cálculo do índice *QR_AA*. Por fim, após a análise dos dados secundários, foi conduzida uma nova rodada de entrevistas de validação com representantes de empresas selecionadas. Essa fase permitiu verificar se os critérios e as variáveis selecionados são coerentes com a realidade empresarial e se o índice *QR_AA* é capaz de refletir as práticas de governança e remuneração da alta administração com fidelidade e aplicabilidade.

Essa combinação de métodos qualitativos e quantitativos, aliada à abordagem exploratória e propositiva, está alinhada às recomendações metodológicas de Creswell (2014) e Gil (2017), que enfatizam a relevância de integrar diferentes técnicas e fontes de dados para obter uma análise completa do fenômeno estudado. Esse desenho metodológico busca assegurar que o *QR_AA* seja desenvolvido com base em critérios científicos rigorosos e que sua aplicação contribua para a avaliação e aprimoramento das práticas de remuneração e governança corporativa nas empresas brasileiras. Essa integração de diferentes fontes de dados e métodos de análise reforça a confiabilidade e a aplicabilidade prática da pesquisa, permitindo uma resposta fundamentada e abrangente ao problema investigado.

3.7 Entrevistas com Investidores e Profissionais Mercado Capitais

Para garantir a adequada atribuição de pesos às variáveis independentes que compõem o *QR_AA*, foram realizadas entrevistas semiestruturadas e aplicado um questionário estruturado utilizando a plataforma *Google Forms*. O instrumento de

pesquisa encontra-se detalhadamente descrito no **Apêndice C** - Instrumento de Pesquisa aplicado Investidores. A seleção dos participantes foi efetuada por meio de consulta às bases profissionais da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e da Associação Brasileira de Planejadores Financeiros (Planejar), identificando profissionais certificados e qualificados para atuar no mercado de capitais brasileiro.

Os profissionais foram convidados via e-mail e por telefone a preencher o formulário digital e também participar de entrevistas semiestruturadas, garantindo tanto a coleta padronizada de dados quantitativos quanto a exploração qualitativa das análises sobre as variáveis propostas. Ao final da coleta, foram obtidas 37 respostas válidas, assegurando robustez estatística e representatividade na validação do índice. Os participantes consistiram em investidores institucionais, analistas e consultores de investimentos com no mínimo três anos de atuação comprovada no mercado de capitais, garantindo experiência prática e capacidade analítica avançada sobre a avaliação de riscos corporativos e práticas de remuneração. Investidores institucionais, como gestores de fundos e seguradoras, contribuíram com *insights* estratégicos e conhecimento sobre alocação de recursos financeiros em empresas listadas na B3. Analistas proporcionaram análises técnicas detalhadas acerca das práticas corporativas, enquanto consultores trouxeram uma visão abrangente das tendências e expectativas predominantes no mercado de capitais.

Para a validação do índice QR_AA, foi aplicado o questionário estruturado com escala tipo Likert junto a investidores profissionais, complementado por entrevistas semiestruturadas, devidamente registradas e gravadas, para coleta de dados qualitativos que aprofundam a compreensão dos critérios de avaliação. Antes do início das entrevistas, todos os participantes concordaram formalmente com o Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (TCLE), demonstrado no **Apêndice B** - Termo de Consentimento Livre e Esclarecido - TCLE, reforçando o compromisso ético da pesquisa em preservar a confidencialidade das informações fornecidas e sua utilização exclusivamente para fins acadêmicos. As entrevistas ocorreram em formato presencial ou virtual, dependendo da disponibilidade e localização dos respondentes, e promoveram um diálogo fluido e produtivo. Os participantes avaliaram as variáveis propostas por meio de escalas tipo Likert (1= menos relevante a 5= mais relevante), que posteriormente foram convertidas em porcentagens, refletindo a relevância

relativa atribuída a cada variável na composição do *QR_AA*. Ademais, tiveram a oportunidade de sugerir variáveis adicionais consideradas pertinentes para o índice, assegurando flexibilidade metodológica e alinhamento às melhores práticas de governança corporativa do mercado.

Os dados coletados foram sistematicamente tabulados e analisados, permitindo aferir a coerência dos pesos atribuídos, bem como identificar eventuais divergências nas opiniões dos entrevistados. Essa abordagem integrada proporcionou legitimidade científica e metodológica ao *QR_AA*, assegurando que o índice desenvolvido reflita fielmente as expectativas e prioridades dos investidores e profissionais do mercado quanto à qualidade das práticas de remuneração da alta administração nas empresas brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3.

3.8 Coleta e Tratamento Dados Secundários: Aplicação Empírica

O plano de coleta de dados foi elaborado tendo como foco a obtenção de informações consistentes que embasem a análise e validação do *QR_AA*.

As fontes primordiais para a obtenção dos dados secundários incluíram: (i) Relatórios Anuais dos Formulários de Referência das companhias e informações disponíveis no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); (ii) relatórios de sustentabilidade e informes de governança divulgados pelas próprias empresas em seus portais de Relação com Investidores (RI); (iii) demonstrações financeiras auditadas e (iv) bases de dados Econômica. A escolha dessas fontes fundamenta-se na obrigatoriedade de divulgação pública e detalhada dos dados por empresas de capital aberto, o que assegura tanto a integridade quanto a comparabilidade entre as organizações. As fontes dos dados utilizadas para a extração e seleção dos dados estão sumarizadas no Quadro 9.

O processo iniciou-se pela identificação das empresas integrantes do Novo Diferenciado de Governança Corporativa (NDGC) da B3, abarcando aquelas listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, com ênfase em companhias de grande e médio porte, dada a maior amplitude e detalhamento dos dados divulgados. Posteriormente, a coleta de dados foi organizada em etapas e operacionalizada

conforme o tipo de variável prevista no modelo *QR_AA*, de modo a garantir precisão e replicabilidade.

Quadro 9 - Fonte coleta dados das Variáveis

Variáveis	Detalhamento Dados	Fonte dos dados
Identificação e escolha das Empresas no NDGC	Segmento de Listagem das empresas listadas no Nível1, Nível 2 e Novo Mercado	B3 Economática
F1: Proporção entre a remuneração variável e remuneração total	Proporção entre remuneração variável e Total dos membros da alta administração, obtida pela razão entre remuneração variável e total, baseada nas informações consolidadas da Diretoria Estatutária e do Conselho de Administração	Formulário de Referência (FRE) CVM, Item 8.2 Remuneração total por órgão
F2: Alinhamento da remuneração e o retorno aos acionistas	Alinhamento entre remuneração total dos membros da alta administração e retorno ao acionista, utilizando remuneração total, ROE e patrimônio líquido das demonstrações financeiras.	FRE da CVM Economática Relatório Financeiros auditados
F3: Aderência da remuneração aos princípios de sustentabilidade	Adesão da política de remuneração a metas de sustentabilidade: análise textual de Relatórios de Sustentabilidade, Política de Remuneração e informações ESG.	Relatório de Sustentabilidade/ESG Website Relacionamento com Investidores (RI)
F4: Institucionalização do Comitê de Remuneração e/ou Comitê de Pessoas	Existência e adoção formal de comitê de remuneração/pessoas verificada em seções específicas de governança.	Website Relacionamento com Investidores (RI) Relatório Anual
F5: Controle de regalias e privilégios concedidos para a alta administração	Controle de regalias/privilégios via análise da receita líquida versus despesas administrativas, cruzando demonstrações financeiras e notas explicativas.	Economática Relatórios Financeiros auditados Website Relacionamento com Investidores (RI)
F6: Plano de sucessão do CEO e Metas de longo prazo	Plano de sucessão e metas de longo prazo identificados em relatórios corporativos e políticas de sucessão de executivos.	Informe de Governança Corporativa – CVM Website Relacionamento com Investidores (RI)
F7: Estrutura de Conselheiros Independentes	Estrutura e independência dos conselhos por meio da razão entre conselheiros independentes e total de conselheiros.	Website Relacionamento com Investidores (RI)
F8: Controle da relação entre o Seguro D&O e a Governança Corporativa	Informação se a empresa contrata apólice seguro de responsabilidade civil para administradores (D&O)	FRE (CVM) - item 7.7 Acordos/seguros de administradores
F9: Concentração Acionária	Grau de concentração acionária identificado a partir da estrutura societária publicada e posição dos principais Controladores e ações em Tesouraria	Website Relacionamento com Investidores (RI) CVM Website Investsite

Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

O processo de coleta dos dados secundários demandou atenção minuciosa à completude e à confiabilidade das informações extraídas. Para cada empresa analisada, o tempo médio necessário para localizar, acessar e registrar todas as variáveis contempladas para o cálculo do *QR_AA* foi de aproximadamente 30 minutos

por empresa. Esse intervalo considerou tanto a consulta direta às fontes primárias de informações descritas no Quadro 9, como os relatórios anuais, formulários de referência e documentos de governança disponíveis nos portais de Relação com Investidores (RI), assim como o aprofundamento e busca em outras fontes, sempre que determinado dado ou informação não era prontamente identificado.

Particularmente, variáveis relacionadas à divulgação de metas de sustentabilidade, existência formal de comitê de remuneração e/ou de pessoas, divulgação de planos de sucessão e metas de longo prazo, bem como informações acerca do seguro D&O, por vezes exigiram a busca em relatórios complementares, atas de assembleia, políticas corporativas publicadas ou outras seções do *website* institucional da companhia. Em situações nas quais a informação continuava indisponível nas fontes oficiais, procedeu-se a uma análise detalhada de documentos suplementares, a fim de garantir o preenchimento rigoroso de todas as variáveis necessárias ao cálculo do índice. Este procedimento sistemático, embora exigente em termos de tempo e atenção, assegurou a robustez e a fidedignidade dos dados, elementos essenciais para a qualidade da aplicação empírica do QR_AA.

Cabe ressaltar que esse cuidado metodológico na busca e no *cross-checking* das informações teve por finalidade evitar que a ausência pontual de determinados dados penalizasse a empresa na composição do índice QR_AA, sobretudo quando tal lacuna possa resultar mais de limitações no processo de transparência do que de práticas efetivas de governança. Assim, buscou-se garantir que a avaliação do QR_AA refletisse a realidade da governança corporativa da empresa avaliada, sem enviesamentos decorrentes de falhas eventuais de divulgação. Ressalta-se, ainda, que a etapa posterior de verificação dos resultados do QR_AA efetuada diretamente com representantes das empresas selecionadas também tem como propósito identificar esses possíveis *gaps* informacionais ou possíveis fragilidades nos mecanismos de governança corporativa. Dessa forma, o processo de validação contribui tanto para aprimorar o índice QR_AA quanto para fomentar a transparência e a melhoria contínua das práticas de governança corporativa no mercado brasileiro.

As informações extraídas de Relatórios Anuais, *websites* de Relação com Investidores (RI), *website* Investsite, relatórios de anuais e de sustentabilidade, trazem dados qualitativos e quantitativos sobre a composição da remuneração, políticas de sucessão e estrutura dos comitês, dados sobre o alinhamento da remuneração aos

princípios de sustentabilidade, detalhes sobre privilégios e incentivos concedidos, dados financeiros e de Mercado. Os formulários de referência (FRE) da CVM também foram analisados, com ênfase nas seções que detalham a composição do conselho de administração, a estrutura de remuneração, informações do seguro D&O contratado e a composição acionária. Adicionalmente, relatórios de sustentabilidade e ESG publicados por empresas foram também considerados para verificar a integração de metas de sustentabilidade à remuneração. Após a coleta, os dados foram tabulados e sistematizados em planilhas eletrônicas, permitindo o cruzamento entre as dimensões do índice *QR_AA* e os indicadores de desempenho e governança de cada empresa. Realizou-se, a seguir, a dupla checagem dos dados, com revalidação cruzada entre diferentes fontes para assegurar a consistência e minimizar o risco de erro. Dúvidas ou inconsistências foram solucionadas mediante consulta às informações originais e, quando necessário, contato com o setor de RI das companhias.

A sistematização da coleta e do tratamento dos dados empíricos neste estudo foi viabilizada por meio de um *template* padronizado em planilha Excel, desenvolvido para garantir precisão, comparabilidade e transparência em todas as etapas do processo, detalhado na Figura 10. Para cada empresa analisada, as informações relevantes foram extraídas das fontes previamente definidas e demonstradas no Quadro 9 (Formulário de Referência – FRE, base dados Economática, Relatórios de Sustentabilidade/ESG e websites de Relação com Investidores) e organizadas conforme as nove variáveis que compõem o Índice *QR_AA*.

No que tange à variável F1, referente à proporção entre remuneração fixa e variável dos membros da alta administração, foram coletados os valores da remuneração variável e do total da remuneração do corpo diretivo (diretoria estatutária e conselho de administração), permitindo o cálculo do percentual de incentivo variável. As fontes primárias incluíram o FRE de 2024 e as bases de dados da Economática, conferindo robustez e atualidade à análise. Para F2, que avalia o alinhamento entre a remuneração dos membros alta administração e o retorno aos acionistas, procedeu-se ao cálculo da razão entre a remuneração total da alta administração e o resultado do ROE multiplicado pelo patrimônio líquido, extraíndo tais informações de relatórios financeiros auditados e da plataforma Economática. As variáveis qualitativas, como F3 (aderência a metas de sustentabilidade), F4 (adoção de comitê de remuneração),

F6 (alinhamento com plano de sucessão do CEO), F7 (proporção de conselheiros independentes) e F8 (contratação de seguro D&O), foram operacionalizadas a partir da análise documental dos relatórios de sustentabilidade, informes de governança corporativa, FRE (item 7.7) e websites de RI, sendo atribuídos escores conforme critérios preestabelecidos (binários ou escalonados, a depender da variável). O controle de regalias e privilégios (F5) foi apurado por meio do cálculo da razão entre despesas administrativas/gerais e receita líquida de vendas, também extraídas da base dados Econômica, enquanto a variável F9 (concentração acionária) baseou-se na distribuição percentual das ações entre controladores, membros da administração, investidores institucionais e demais acionistas, consolidando-se os percentuais a partir dos dados de posição acionária das companhias.

Figura 10 - *Template* para Coleta e Apuração das Variáveis do QR_AA

EMPRESA - NDGC - TICKET					
Check	Resultado	Variável	Descrição	Página	Fonte dados
☒	50,0%	F1: Proporção entre a remuneração fixa e variável dos executivos;	5.000.000 Remuneração variável 10.000.000 Remuneração total Diretoria Estatutária + Conselho de Adm		Fonte: fre_cia_aberta_remuneracao_total_orgao_2024 Fonte: FRE_Cia_Aberta_Remuneracao 2024 Base Diretoria Estatutária + Conselho de Administração
☒	5,0%	F2: Alinhamento entre a remuneração dos executivos e o retorno aos acionistas;	10.000.000 Remuneração total Diretoria Estatutária + Conselho de Adm 200.000.000 ROE x Patrimônio Líquido = Lucro Líquido		Fonte: FRE_Cia_Aberta_Remuneracao 2024 Economatica
☒	1	F3: Aderência da política de remuneração da empresa aos princípios de Sustentabilidade;	☐ 0,5 Divulga metas Sustentabilidade ☐ 0,5 Divulga metas da Administração ligadas a Sustentabilidade		Relatório de Sustentabilidade/Relatório Anual Website Relacionamento com Investidores (RI)
☒	1	F4: Institucionalização do Comitê de remuneração e/ou Comitê de Pessoas	1 Existe o comite		Website Relacionamento com Investidores (RI) Relatório Anual
☒	10,00%	F5: Controle de Regalias e Privilégios concedidos para Alta Administração	2.000.000 Receita de Venda Líquida (200.000) Despesas Administrativas e Gerais		Economatica Economatica
☒	1	F6: Alinhamento da Remuneração com Plano de Sucessão CEO	☐ 0,5 Divulga plano de sucessão ☐ 0,5 Divulga metas de longo prazo		Informe de Governança Corporativa Informe de Governança Corporativa
☒	50%	F7: Estrutura Conselheiros Independentes e Remuneração CEO	6 Total Conselheiros 3 Conselheiros Independentes		Website Relacionamento com Investidores (RI)
☒	1	F8 – Controle da relação do Seguro D&O e a Governança Corporativa	1 Existe o seguro D&O?		FRE - Item 7.7 Acordos/seguros de administradores
☒	50,3%	F9 – Concentração Acionária e Governança Corporativa	100.000 Controladores 50,0% 500 Conselho/Diretores/Adminis: 0,3% 500 Ações Tesouraria 0,3% 80.000 Investidores Institucionais/Fi 40,0% 19.000 Outros 9,5% 200.000 100,0%		Fonte Posição Acionaria Website Relacionamento com Investidores (RI)

Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

Esta planilha *template* do Excel, demonstrada na Figura 10, foi aplicada de forma uniforme para avaliação e mapeamento dos dados para todas as 228 empresas da amostra, assegurando a rastreabilidade dos cálculos e a reprodutibilidade dos resultados. Assim, o processo de tabulação e análise permitiu identificar, para cada empresa, os pontos fortes e eventuais fragilidades no âmbito das práticas de

remuneração da alta administração e governança corporativa, subsidiando a etapa subsequente de validação empírica do *QR_AA*.

A delimitação temporal para a coleta corresponde ao ano fiscal de 2024, garante que o índice reflita as práticas mais recentes, alinhadas ao contexto regulatório e econômico vigente. O banco de dados resultante constituiu a base para as análises estatísticas, realizadas via regressão múltipla no software IBM SPSS v.26, com aplicação de testes de significância, análise dos resíduos, verificação de premissas de normalidade, homocedasticidade e ausência de multicolinearidade, assegurando rigor estatístico e validade dos achados. Este desenho metodológico propicia uma base sólida para a análise empírica do *QR_AA*, elevando a credibilidade do índice e sua aplicabilidade para investidores, reguladores e pesquisadores do campo da governança corporativa.

3.9 Aplicação Fórmulas e *Benchmarking* para as Variáveis

Demonstramos no Quadro 10 as fórmulas e os *benchmarks* (referências ou padrões) que foram tratados e considerados para cada variável.

Quadro 10 - Fórmulas e *Benchmarking* das Variáveis

Variável Independente	Fórmula	Benchmarking	Embasamento Teórico
F1: Proporção entre a remuneração variável e total	$\left(\frac{\text{Remuneração Variável Executivos}}{\text{Remuneração Total Executivos}} \right)$	Quanto maior o valor, maior o grau de incentivo/penalidade. Intensidade 1: entre 40% e 60% Valores diferentes do ideal será calculado o resultado pela média informado pelo investidor	Hall e Murphy (2002), Jensen e Murphy (1990), Kaplan e Minton (2012)
F2: Alinhamento da remuneração e o retorno aos acionistas	$\left(\frac{\text{Remuneração Total Executivos}}{\text{ROE} \times \text{Patrimônio Líquido}} \right)$	Quanto menor o resultado, melhor será alinhamento Intensidade 1= $\leq 5\%$ Intensidade 0.5= entre 5% e 10% Intensidade 0.25= $> 10\%$ Intensidade 0= $\leq 0\%$	Aggarwal et al. (2012), Bebchuk e Fried (2006), Larcker e Tayan (2020) Machado et al. (2024b)
F3: Aderência da remuneração aos princípios de sustentabilidade	$\left(\frac{\text{Presença de metas de Sustentabilidade no RI}}{\text{Divulgação metas alinhadas a Sustentabilidade/ESG}} \right)$	Intensidade 1= Divulga tanto metas de sustentabilidade quanto alinhamento da metas com ESG Intensidade 0.5= A empresa divulga parcialmente informações Intensidade 0= Nenhuma divulgação sobre metas de sustentabilidade /alinhamento da remuneração	Almici (2023), Eccles et al. (2014), Flammer et al. (2019), Sisodia et al. (2018)

(continua)

(conclusão)

Variável Independente	Fórmula	Benchmarking	Embasamento Teórico
F4: Institucionalização do Comitê de Remuneração e/ou Comitê de Pessoas	$(Dummy\ 1\ ou\ 0)$	Intensidade 1= Presença de um comitê de remuneração na empresa Intensidade 0= Inexistência do Comitê	Leblanc e Gillies (2015); Conyon (2014), Newman e Mozes (1999), Brandão <i>et al.</i> (2019)
F5: Controle de regalias e privilégios concedidos para a alta administração	$\left(\frac{DGVA}{Receita\ de\ Vendas} \right)$	Quanto menor o indicador, melhor será o controle de gastos discricionários Intensidade 1= $\leq 15\%$ Intensidade 0.75= entre 15% e 20% Intensidade 0.50= entre 20% e 25% Intensidade 0.25= se $> 25\%$	Zhan <i>et al.</i> (2024), Delgado e Barbedo (2019), Grinstein <i>et al.</i> (2017), Singh e Davidson (2003) Njoku e Lee (2025) Smith (2021)
F6: Plano de sucessão do CEO e metas de longo prazo	$\left(\begin{array}{c} \text{(Identificação Plano Sucessão)} \\ \text{CEO no Relatório de RI} \\ + \\ \text{(Indicadores metas)} \\ \text{(Longo Prazo no RI)} \end{array} \right)$	Intensidade 1= atribuído quando a empresa divulga tanto o plano de sucessão do CEO quanto as metas de longo prazo vinculadas à remuneração Intensidade 0.5= divulga apenas um dos dois elementos Intensidade 0= quando não há qualquer menção a esses elementos nos relatórios RI	Berns e Klarner (2017), Larcker <i>et al.</i> (2014), Oliva e Albuquerque (2007)
F7: Estrutura de conselheiros independentes	$\left(\frac{Total\ Conselheiros\ Independentes}{Total\ geral\ Conselheiros} \right)$	O valor ideal é que pelo menos 50% do conselho seja composto por conselheiros independentes Intensidade 1= Se existir 50% ou mais; Se for inferior 50%, multiplicação do resultado empresa com o peso informado pelo investidor	Core <i>et al.</i> (1999), Marquezan <i>et al.</i> (2023), Ozdemir e Upneja (2012)
F8: Controle da relação entre o Seguro D&O e a Governança Corporativa	$(Dummy\ 1\ ou\ 0)$	O valor ideal é 1, indicando que a empresa possui uma cobertura de seguro D&O Intensidade 1= Presença do seguro D&O Intensidade 0 = Não existe o seguro D&O	Asaoka (2021), Chen <i>et al.</i> (2017), Larcker e Tayan (2020), Oliva e Albuquerque (2007)
F9: Concentração acionária	$\left(\frac{Participação\ \% \text{ maiores Acionistas}}{Total\ Ações\ disponíveis} \right)$	Intensidade 1= entre 50% e 75% Intensidade 0.75= entre 30% e 49,9% ou acima 75% Intensidade 0.50= entre 20% e 29,9% Intensidade 0.25= abaixo de 20%	Hassen <i>et al.</i> (2015), Brealey, Myers e Allen (2023), Ermel e Do Monte (2018), Freitas <i>et al.</i> (2020), Mehran (1995) Rissatti <i>et al.</i> (2022)

Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

As fórmulas das variáveis utilizarão intensidades específicas, podendo ser atribuídos valores como intensidade 1, intensidade 0,75, intensidade 0,50, intensidade 0,25 ou intensidade 0, a depender das características e da mensuração de cada variável. Essa ponderação foi realizada com base na relevância e no impacto das variáveis no contexto da qualidade da remuneração da alta administração ou alinhamento às melhores práticas de governança corporativa.

3.10 Cálculo Índice *QR_AA* e *Benchmarking* para as Variáveis

A construção do Índice *QR_AA* fundamenta-se em um conjunto de variáveis que refletem dimensões críticas da governança corporativa, transparência e alinhamento de interesses. Para garantir rigor e comparabilidade, cada variável foi operacionalizada por meio de métricas objetivas e validada com *benchmarks* fundamentados na literatura e em práticas reconhecidas no mercado brasileiro.

A seguir, estão detalhados os parâmetros de *benchmarking* adotados e a justificativa teórica para cada variável.

F1 – Proporção entre Remuneração Variável e Remuneração Total:

A variável F1 representa a razão entre a remuneração variável e a remuneração total da alta administração, configurando-se como um importante indicativo do grau de incentivo atrelado ao desempenho dos membros da alta administração. O debate acadêmico sobre o equilíbrio ideal desses incentivos permanece amplo e multifacetado. O intervalo de 40% a 60% é frequentemente referenciado, com base em evidências de Jensen e Murphy (1990), que destacam os riscos associados tanto a proporções excessivamente elevadas quanto muito baixas de remuneração variável, sinalizando potenciais distorções comportamentais e efeitos negativos sobre a sustentabilidade organizacional. No entanto, é importante observar que, embora esse intervalo seja reiterado por estudos como o de Kaplan e Minton (2012), que identificam uma correlação positiva entre remuneração variável dentro desse range e desempenho corporativo, não existe um consenso na literatura internacional quanto a faixas ideais válidas para todos os contextos e setores. Gutterman (2023) enfatiza que a clareza e o equilíbrio dos incentivos são essenciais para a robustez da governança, prevenindo conflitos de agência e promovendo *accountability*. Edmans

(2024) ressalta que incentivos mal calibrados podem comprometer tanto o valor da empresa quanto a confiança dos investidores institucionais.

A análise estatística realizada sobre os dados empíricos coletados na amostra deste estudo, totalizando 228 observações, reforça a adequação do intervalo de 40% a 60% como *benchmark* para a variável F1. A média observada de 51,9%, aliada a uma mediana de 54,3%, demonstra que grande parte das organizações analisadas mantém a proporção de remuneração variável dentro do intervalo preconizado pela literatura de Jensen e Murphy (1990) e Kaplan e Minton (2012). Esse alinhamento empírico respalda a adoção desse parâmetro teórico, evidenciando que, na prática, há uma busca por estruturas compensatórias que promovam o equilíbrio entre incentivos de desempenho e estabilidade organizacional. A presença de dispersão nos quartis, notadamente com 25% das empresas abaixo do limite inferior e 25% acima do limite superior, revela que embora o *benchmark* seja seguido, existe heterogeneidade decorrente de diferenças setoriais e estratégias organizacionais. Essa heterogeneidade é esperada em ambientes de governança diversificados e, como apontam Gutterman (2023) e Edmans (2024), reflete a necessidade de calibragem de incentivos de acordo com o contexto específico de cada empresa.

Assim, a validação estatística dos dados coletados, aliada ao referencial teórico consolidado, justifica a manutenção do intervalo de 40% a 60% como *benchmark* analítico para a F1, demonstrando que tal faixa representa não apenas uma referência conceitual robusta, mas também uma prática efetivamente adotada por uma parcela expressiva das companhias brasileiras avaliadas neste estudo.

F2 – Alinhamento da Remuneração e o Retorno aos Acionistas:

A variável F2 avalia o grau de alinhamento entre a remuneração total da alta administração e o retorno efetivamente gerado aos acionistas, utilizando como principal métrica o *Return on Equity* (ROE). Estudos ressaltam que o alinhamento entre remuneração da alta administração e desempenho é fundamental para a governança corporativa eficaz (Bebchuk; Fried, 2006; Gutterman, 2023; Edmans, 2024; Meng *et al.*, 2024). Embora não haja um consenso na literatura internacional sobre limites precisos, parte relevante da produção científica e de práticas de mercado sugere que a remuneração da alta administração não deve exceder 5% do retorno aos acionistas, admitindo-se, em situações de desempenho excepcional, valores

próximos a 10% (Aggarwal *et al.*, 2012; IGC B3, 2023). O referencial adotado pelo IGC B3 (2023) para companhias brasileiras corrobora esse parâmetro, estabelecendo até 10% como limite tolerável, porém recomendando fortemente a manutenção do teto de 5% para políticas salariais regulares. É importante destacar que tais referências resultam da convergência entre análises empíricas e recomendações de boas práticas, e não de um padrão normativo. Ainda, Machado *et al.* (2024b) reforçam a importância de métricas financeiras objetivas, como o ROE, para promover esse alinhamento, enquanto Gutterman (2023) e Edmans (2024) enfatizam a necessidade de transparência e de remuneração vinculada à criação de valor sustentável.

A análise estatística realizada sobre os dados empíricos da variável F2 reforça a pertinência da escolha do *benchmark* de 5% como referência principal para o alinhamento entre remuneração da alta administração e retorno aos acionistas. Com base em 147 observações válidas, após a exclusão de *outliers* pelo critério interquartil (IQR), verificou-se uma mediana de 5%, indicando que metade das empresas analisadas mantém a razão Remuneração Total/ROE x Patrimônio Líquido abaixo desse valor. A média, ligeiramente superior (7,2%), e a dispersão observada (desvio-padrão de 6,7 pontos percentuais) refletem a presença de algumas empresas com práticas menos conservadoras, mas confirmam que o ponto central da amostra converge para o parâmetro preconizado na literatura. O primeiro quartil (2%) e o terceiro quartil (10,95%) indicam que a maior parte da amostra se concentra em níveis alinhados às recomendações acadêmicas e de mercado. Dessa forma, a adoção do *benchmark* de 5% encontra respaldo tanto na robustez dos dados coletados quanto no referencial teórico, justificando sua utilização como parâmetro analítico para a avaliação do alinhamento entre remuneração da alta administração e criação de valor para o acionista.

Assim, o *benchmark* aqui adotado baseia-se em diretrizes presentes em parte da literatura e nas melhores práticas de governança observadas no mercado brasileiro, fundamentado nos achados de Bebchuk e Fried (2006), Aggarwal *et al.* (2012) e no parâmetro prático do IGC B3 (2023), com respaldo teórico adicional de Gutterman (2023) e Edmans (2024).

F3 – Aderência da Remuneração aos Princípios de Sustentabilidade:

A variável F3 avalia se a remuneração variável da alta administração está explicitamente vinculada ao cumprimento de metas de sustentabilidade (ESG) divulgadas publicamente. A mensuração adota abordagem binária: intensidade máxima (1) para empresas que divulgam clara integração entre metas ESG e incentivos variáveis, intensidade 0 para ausência de tal vínculo. Edmans (2024) sustenta que a conexão entre remuneração e metas de sustentabilidade fortalece o alinhamento estratégico de longo prazo, aprimorando tanto a reputação quanto o valor corporativo. Almici (2023) e Gutterman (2023) reforçam que a transparência nesse processo é central para elevar o nível de governança e reduzir riscos reputacionais, especialmente em mercados emergentes, como o brasileiro. A escolha dessa métrica reflete tendências internacionais de *benchmarking*, como as diretrizes do ISE B3 e de práticas internacionais de *disclosure*. Assim, o embasamento da F3 reside no modelo defendido por Edmans (2024), Almici (2023) e Gutterman (2023) e incorpora a recomendação de práticas do ISE B3 para a padronização da divulgação das políticas ESG e remuneração da alta administração.

F4 – Institucionalização do Comitê de Remuneração e/ou Comitê de Pessoas:

A variável F4 consiste em variável *dummy*, atribuindo 1 à existência e adoção formal de comitê de remuneração e/ou de pessoas, e 0 à sua ausência. A literatura acadêmica aponta a presença desses órgãos como fator relevante para o fortalecimento de mecanismos de governança corporativa, os quais promovem transparência, imparcialidade e controle nos processos decisórios referentes à remuneração da alta administração (Leblanc; Gillies, 2015; Conyon, 2014; Newman; Mozes, 1999; Brandão *et al.*, 2019). O *benchmark* internacional e os códigos brasileiros de boas práticas recomendam a existência formal e independente desses comitês como requisito para alcançar níveis superiores de governança. Gutterman (2023) destaca o papel dos comitês no aprimoramento dos processos de *accountability* e na redução do risco de captura dos conselhos, enquanto Edmans (2024) argumenta que sua atuação independente e qualificada garante decisões equilibradas, protegendo acionistas minoritários e fortalecendo a credibilidade da política remuneratória. Portanto, a métrica F4 está ancorada na literatura internacional

e nacional e nos pareceres de Conyon (2014), Newman e Mozes (1999), Brandão *et al.* (2019), Gutterman (2023) e Edmans (2024).

F5 – Controle de Regalias e Privilégios concedidos para Alta Administração:

A variável F5 utiliza a razão entre despesas gerais, vendas e administrativas (DGV&A) e receita de vendas como proxy para avaliar o controle de regalias, reconhecendo limitações das demonstrações financeiras em detalhar benefícios discricionários (Singh; Davidson, 2003; Grinstein *et al.*, 2017). O *benchmark* se ancora em Singh e Davidson (2003) e Grinstein *et al.* (2017), que propõem intensidade máxima (1) para DGV&A inferior a 15%, intensidade 0,75 para o intervalo entre 15% e 20%, 0,5 para entre 20% e 25%, e 0,25 para valores superiores a 25%. Delgado e Barbedo (2019) sugerem que faixas acima de 20% já indicam fragilidades de governança e uso potencialmente ineficiente de recursos. Njoku e Lee (2025) identificam em sua pesquisa, resultados descritivos com grande heterogeneidade, apresentando um *benchmark* entre SG&A (*Sales, General & Administrative expenses*) e a receita, em média, de 27,043 % da receita, com mediana de 12,623 %. Essa dispersão, conforme os autores, sugere que algumas empresas mantêm níveis muito elevados de SG&A, possivelmente decorrentes de baixos controles internos sobre benefícios e despesas discricionárias. Gutterman (2023) enfatiza que a divulgação e o controle transparente desses benefícios reforçam a credibilidade e a disciplina interna, prevenindo abusos. Edmans (2024) observa que a opacidade na concessão desses benefícios pode alimentar conflitos e afetar o valor de mercado da organização. Bebchuk e Fried (2003) defendem que o controle rigoroso dos *perks* deve ser garantido por governança corporativa forte, transparência e engajamento dos acionistas para alinhar remuneração e desempenho. Logo, o uso do indicador DGV&A/Receita como proxy segue o padrão metodológico dos estudos de Singh e Davidson (2003), Grinstein *et al.* (2017) e Delgado e Barbedo (2019), acrescido dos argumentos de Gutterman (2023), Edmans (2024) e Bebchuk e Fried (2003).

Valores elevados desse indicador F5 podem refletir a concessão excessiva de benefícios à alta administração, caracterizando uso ineficiente dos recursos corporativos e potencial fragilidade nos mecanismos de governança. Idealmente, seria desejável que as empresas brasileiras divulgassem de forma segregada e detalhada os gastos discricionários específicos com regalias e privilégios (*perks*) concedidos aos

membros da alta administração, à semelhança do que é exigido pelas normas norte-americanas, em especial pela SEC *Regulation S-K Item 402*, que determina a divulgação pormenorizada de todos os tipos de remuneração, incluindo benefícios acessórios e outros incentivos (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2006). Contudo, na ausência desse detalhamento nas demonstrações financeiras das companhias brasileiras, torna-se necessário recorrer a métricas substitutivas, como a proporção de despesas gerais, vendas e administrativas (DGV&A) em relação à receita líquida. Apesar de ser uma métrica abrangente, tal indicador possibilita uma análise comparável e objetiva do nível de controle exercido pela organização sobre seus gastos operacionais, incluindo, ainda que de forma agregada, os benefícios concedidos à alta administração.

Foi conduzida a análise estatística da variável F5 com base em dados reais provenientes de 228 observações da amostra deste estudo, permitindo um diagnóstico das práticas de controle de regalias e privilégios nas empresas analisadas. A razão DGV&A/Receita Líquida apresentou uma mediana de 17,1%, valor que se aproxima do *benchmark* teórico de 15% proposto por Singh e Davidson (2003) e Grinstein *et al.* (2017) como referência para práticas consideradas exemplares de governança. A média de 22,65% e o desvio padrão de 22,31 pontos percentuais evidenciam dispersão, reflexo da presença de casos com gastos acima da média. O intervalo interquartil (Q3-Q1 = 19,9 p.p.) confirma a heterogeneidade nas políticas de benefícios discricionários. A escolha do parâmetro de 15% para intensidade máxima mostrou-se alinhada ao comportamento típico observado, enquanto a divisão dos intervalos para intensidades 0,75 (15%-20%), 0,50 (20%-25%) e 0,25 (>25%) assegura maior precisão na classificação das práticas. Assim, a combinação entre análise estatística dos dados reais e respaldo teórico legitima o uso do *benchmark* adotado para a variável F5, fortalecendo sua relevância como indicador de governança corporativa.

Os dados empíricos da amostra, composta das 228 observações, corroboram a relevância do uso do indicador DGV&A/Receita Líquida como proxy de controle de regalias, conforme destacado por Singh e Davidson (2003) e reafirmado por Njoku e Lee (2025) e Smith (2021). A mediana de 17,1% encontrada no presente estudo situa-se próxima ao limiar teórico de excelência (15%), sugerindo que parte significativa das empresas adota práticas de governança alinhadas ao referencial internacional, ainda

que exista uma parcela relevante que ultrapassa tal parâmetro. A média de 22,65%, associada ao desvio padrão, indica que existem casos extremos com gastos substancialmente superiores, refletindo possíveis fragilidades de controle interno, conforme apontado por Njoku e Lee (2025) e Smith (2021). Assim, a classificação dos intervalos de intensidade e a adoção do *benchmark* de 15% revelam-se apropriadas para a realidade nacional, permitindo comparabilidade objetiva e legitimação estatística ao diagnóstico das políticas de regalias e privilégios das empresas analisadas.

F6 – Plano de Sucessão do CEO e Metas de Longo Prazo:

A variável F6 tem por objetivo avaliar a robustez das práticas de governança ao mensurar tanto a existência de plano de sucessão para o CEO quanto a vinculação de parte da remuneração da alta administração a metas de longo prazo. O indicador recebe intensidade 1 quando a empresa divulga claramente ambos os elementos, intensidade 0,5 quando apenas um é divulgado, e 0 quando nenhum é apresentado. A literatura internacional indica que o alinhamento de incentivos ao longo prazo e o planejamento sucessório são considerados práticas avançadas de governança corporativa. Larcker *et al.* (2014) sugerem que pelo menos 30% da remuneração dos executivos deve estar atrelada a incentivos de longo prazo, o que contribui para decisões estratégicas orientadas à sustentabilidade e à continuidade organizacional. Oliva e Albuquerque (2007) ressaltam que a clareza e divulgação do plano de sucessão são fatores que minimizam riscos de descontinuidade, protegendo o interesse dos *stakeholders*. Berns e Klarner (2017) reforçam que a existência formal do plano de sucessão e a definição de critérios para metas de longo prazo sinalizam maturidade organizacional e resiliência frente a mudanças na liderança. Gutterman (2023) destaca que práticas de sucessão e incentivos de longo prazo, além de protegerem a organização contra riscos de ruptura, aprimoram a confiança dos investidores e a reputação institucional. Edmans (2024) complementa que o alinhamento de metas de longo prazo à remuneração reduz vieses de curto prazo, promovendo valor sustentável para a companhia. Assim, a metodologia adotada para F6 se fundamenta em Larcker *et al.* (2014), Oliva e Albuquerque (2007), Berns e Klarner (2017), sendo robustecida pelas considerações de Gutterman (2023) e de Edmans (2024) sobre resiliência e alinhamento estratégico.

F7 – Estrutura de Conselheiros Independentes:

A variável F7 avalia a proporção de conselheiros independentes no conselho de administração, sendo reconhecida como determinante para a eficácia e integridade dos mecanismos de governança corporativa. Core *et al.* (1999) argumentam que conselhos compostos por pelo menos 50% de membros independentes apresentam maior capacidade de fiscalização e resistência a práticas oportunistas por parte da alta administração. O parâmetro de 50% é reforçado por Marquezan *et al.* (2023), que, com base em evidências empíricas do mercado brasileiro, sugerem que esse patamar é o mínimo desejável para garantir imparcialidade e eficiência no monitoramento dos interesses dos acionistas. O *benchmark* atribui intensidade máxima para conselhos com independência igual ou superior a 50%, intensidades decrescentes para proporções inferiores. Gutterman (2023) ressalta que a presença de conselheiros independentes eleva o escrutínio das decisões de remuneração, protege minoritários e aumenta a transparência. Edmans (2024) destaca que conselhos independentes são essenciais para refrear práticas abusivas e garantir que a política de remuneração permaneça alinhada ao desempenho e ao valor de longo prazo da companhia. A escolha dessa métrica, portanto, encontra respaldo na literatura clássica (Core *et al.*, 1999), em estudos nacionais contemporâneos (Marquezan *et al.*, 2023) e nos argumentos recentes de Gutterman (2023) e Edmans (2024).

F8 – Controle da Relação do Seguro D&O:

A variável F8 avalia a existência do seguro D&O (*Directors and Officers Liability Insurance*) como mecanismo de fortalecimento dos sistemas de governança corporativa. Sua operacionalização ocorre mediante variável *dummy*, atribuindo-se valor 1 para empresas que contratam esse seguro e 0 para as que não o possuem. A literatura especializada evidencia que o seguro D&O é um instrumento relevante para mitigar os riscos financeiros e jurídicos assumidos pela alta administração no exercício de suas funções, protegendo tanto os executivos quanto a própria companhia em contextos de potenciais litígios, disputas societárias e investigações regulatórias (Asaoka, 2021; Chen *et al.*, 2017). No entanto, conforme argumentam Chen *et al.* (2017), a simples existência do seguro não garante, por si só, a eficácia dos mecanismos de governança; ela deve estar acompanhada de processos de supervisão, políticas de *disclosure* e regras claras para evitar problemas como o risco

moral (*moral hazard*). Asaoka (2021) acrescenta que, em mercados emergentes e ambientes regulatórios mais frágeis, a contratação do D&O pode ser um sinal de boas práticas, mas, se mal administrada, pode reduzir a responsabilização dos administradores e incentivar comportamentos oportunistas.

Larcker e Tayan (2020) reforçam que o seguro D&O, ao limitar o impacto financeiro de eventuais ações judiciais contra administradores, deve ser monitorado de perto pelos conselhos e pelos acionistas, a fim de assegurar que tal proteção não substitua controles internos ou incentive decisões imprudentes. Oliva e Albuquerque (2007) apontam ainda que a adoção do seguro D&O está associada a um estágio mais avançado de maturidade na governança, pois demonstra preocupação tanto com a proteção dos gestores quanto com a redução de incertezas para investidores institucionais. Portanto, a escolha da variável F8 está fundamentada em análises teóricas e empíricas que comprovam o papel dual do seguro D&O: ele reforça a atratividade de cargos executivos e o gerenciamento de riscos, mas exige governança sólida para não se transformar em fonte de distorções comportamentais. Assim, a referência central são os estudos de Asaoka (2021), Chen *et al.* (2017), Larcker e Tayan (2020) e Oliva e Albuquerque (2007), os quais analisam de modo específico e robusto os benefícios, limites e potenciais riscos do seguro D&O no contexto da governança corporativa. Ademais, conforme argumentam Oliva e Albuquerque (2007), a existência do seguro D&O nas empresas sinaliza uma preocupação com a sustentabilidade das decisões e a preservação dos interesses no longo prazo, dimensão que deveria igualmente orientar o desenho e a implementação dos sistemas de remuneração executiva.

F9 – Concentração Acionária:

A variável F9 mensura o grau de concentração acionária, reconhecido como um dos principais fatores de influência sobre a governança e as políticas de remuneração. Mehran (1995) estabelece que concentrações entre 50% e 75% são consideradas ideais, pois garantem controle suficiente sem permitir excessivo poder a um único grupo. Freitas *et al.* (2020) corroboram esse intervalo para a realidade brasileira, atribuindo intensidade máxima (1) à referida faixa, intensidade 0,75 para concentrações entre 30%–49,9% ou acima de 75%, 0,5 para 20%–29,9% e 0,25 para menos de 20%. Hassen *et al.* (2015) sugerem que concentrações baixas indicam

dispersão e fragilidade do controle, enquanto valores muito altos (>75%) podem acarretar riscos de expropriação de minoritários e práticas não alinhadas à governança eficiente. Gutterman (2023) enfatiza que o equilíbrio na concentração é importante para o funcionamento saudável do sistema de governança corporativa, e alerta para os riscos associados à excessiva dispersão ou hiper concentração, ambos podendo prejudicar a eficácia do monitoramento e o alinhamento dos interesses entre proprietários e gestores.

A análise estatística realizada da variável F9 com 228 observações revela uma média de concentração de 55,62% e um desvio padrão de 22,36%, indicando que, em geral, as empresas da amostra mantêm níveis de concentração próximos ao *benchmark* ideal. A mediana de 56% reforça essa tendência central, enquanto os quartis (Q1=39%, Q3=70%) mostram que metade das empresas concentra entre 39% e 70% das ações. Aproximadamente 47,4% das empresas situam-se na faixa considerada ideal (50%-75%), 28,9% estão abaixo de 50% e 23,7% apresentam concentrações superiores a 75%. Não foram identificados *outliers* estatísticos relevantes, segundo o método IQR, o que denota relativa homogeneidade na distribuição.

A presença de empresas tanto abaixo quanto acima do intervalo ótimo sugere que, embora a maioria da amostra esteja alinhada às melhores práticas defendidas por Mehran (1995) e Freitas *et al.* (2020), ainda existe espaço para aperfeiçoamento da estrutura de propriedade em parte das organizações, especialmente para mitigar riscos de dispersão excessiva ou de expropriação de minoritários (Hassen *et al.*, 2015; Gutterman, 2023).

Esses resultados, ao refletirem um padrão de governança maduro e próximo das recomendações da literatura, validam o *benchmark* adotado para a F9 e contribuem para a robustez metodológica do estudo.

Na Tabela 1 encontra-se o resumo dos *benchmark* e fórmulas para as variáveis consideradas para o QR_AA.

Tabela 1 - Resumo *Benchmark* das Variáveis do QR_AA

Variáveis	Benchmark	Fórmulas
F1: Proporção entre a remuneração variável e remuneração total	Ideal entre 40 a 60%	Intensidade 1= Se ficar entre 40% a 60% Valores diferentes de 40 a 60%, será o resultado obtido * peso investidor
F2: Alinhamento da remuneração e o retorno aos acionistas	< melhor	Intensidade 1 = $\leq 5\%$ Intensidade 0.5 = entre 5% e 10% Intensidade 0.25 = $>10\%$ Intensidade 0 = $\leq 0\%$
F3: Aderência da remuneração aos princípios de sustentabilidade	=1 melhor	Intensidade 1 = divulga ambos dados Intensidade 0.5 = divulga 1 meta Intensidade 0 = não divulga nada
F4: Institucionalização do Comitê de Remuneração e/ou Comitê de Pessoas	=1 melhor	Intensidade 1 = Institucionalizado comitê de remuneração na empresa Intensidade 0 = Não existe comitê
F5: Controle de regalias e privilégios concedidos para a alta administração	< melhor	Intensidade 1 = se $\leq 15\%$ Intensidade 0.75 = entre 15% e 20% Intensidade 0.50 = entre 20% e 25% Intensidade 0.25 = se $> 25\%$
F6: Plano de sucessão do CEO e Metas de longo prazo	=1 melhor	Intensidade 1 = divulga ambos elementos Intensidade 0.5 = divulga apenas 1 elemento Intensidade 0 = não divulga nada
F7: Estrutura de Conselheiros Independentes	Ideal $\geq 50\%$	Intensidade 1 = Se existir 50% ou mais conselheiro independente; Se for inferior 50%, multiplicação do resultado obtido * peso investidor
F8: Controle da relação entre o Seguro D&O e a Governança Corporativa	=1 melhor	Intensidade 1 = Presença do seguro D&O Intensidade 0 = Não existe o seguro
F9: Concentração Acionária	Ideal entre 50 a 75%	Intensidade 1 = entre 50% e 75% Intensidade 0.75 = entre 30% e 49,9%; e $>75\%$ Intensidade 0.50 = entre 20% e 29,9 Intensidade 0.25 = abaixo de 20%

Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

A definição dos *benchmarks* e critérios de mensuração das variáveis F1 a F9, resumidos na Tabela 1 fundamenta-se em ampla revisão da literatura e nas melhores práticas nacionais e internacionais de governança corporativa. O modelo adotado busca capturar, de maneira objetiva e comparável, dimensões centrais da remuneração da alta administração, alinhamento de interesses, sustentabilidade, estrutura de governança e controle interno. A operacionalização das variáveis, com intervalos, *dummies* e proporções fundamentadas nos principais autores da área, permite avaliar a qualidade das práticas observadas, bem como viabilizar análises comparativas e o monitoramento contínuo das políticas de remuneração da alta administração. Ademais, a metodologia de *benchmark* utilizada favorece o rigor analítico e a padronização dos resultados, tornando o QR_AA uma ferramenta para pesquisadores, reguladores, investidores e demais *stakeholders* interessados na promoção de práticas transparentes e alinhadas à geração de valor sustentável. Por

fim, ressalta-se que, embora os parâmetros adotados estejam embasados em evidências sólidas e recomendações reconhecidas, sua aplicação deve considerar as especificidades contextuais do ambiente institucional e setorial, permitindo ajustes em face de inovações regulatórias ou avanços futuros na literatura.

A metodologia de cálculo do Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (QR_{AA}) baseia-se na lógica de uma soma ponderada, em que cada componente do índice representa uma dimensão relevante para a avaliação das práticas de remuneração e governança corporativa das empresas analisadas. O modelo parte do pressuposto de que diferentes variáveis possuem níveis diferenciados de importância para os agentes de mercado, sendo fundamental atribuir pesos relativos (w_i) que reflitam a percepção e a experiência de investidores institucionais e profissionais do mercado de capitais.

Esse procedimento visa garantir que as dimensões mais determinantes para a qualidade da remuneração da alta administração tenham maior influência sobre o índice final, ao passo que variáveis consideradas menos centrais recebam participação proporcionalmente reduzida.

Formalmente, o cálculo do QR_{AA} para cada empresa é dado pela equação:

$$QR_{AA} = \sum_{i=1}^9 Si_i (F_i \times Benchmark_i) \times w_i \quad (1)$$

Em que:

- QR_{AA} corresponde ao índice consolidado para a empresa em análise;
- Si_i representa a função de avaliação e ajuste para cada variável, operando sobre a multiplicação entre o escore da empresa e o *benchmark* estabelecido. Tal função incorpora regras condicionais ou intensidades (limites e faixas de pontuação) detalhadas para cada variável, conforme explicitado e fundamentado no Quadro 11;
- F_i é o escore de intensidade atribuído à empresa para a *i-ésima* variável, calculado conforme o desempenho real da organização em relação àquela dimensão;
- $Benchmark_i$ corresponde ao parâmetro de referência definido para cada variável, representando o valor de excelência ou padrão de mercado para aquela dimensão;

- w_i representa o peso relativo atribuído à variável i , determinado a partir de consultas a investidores institucionais e profissionais do mercado de capitais, assegurando que a ponderação reflita a importância percebida pelo mercado para cada aspecto da remuneração da alta administração.

Este modelo matemático permite capturar a complexidade inerente à avaliação da qualidade da remuneração da alta administração, pois considera a intensidade do desempenho da empresa, ajusta-o de acordo com critérios objetivos e referenciais do setor e pondera cada dimensão conforme sua relevância estratégica.

A função de avaliação $Si_i(\cdot)$, aplicada a cada variável, opera segundo regras condicionais, garantindo sensibilidade e equidade no tratamento das diferentes práticas observadas. Para as variáveis, o cálculo do escore considera faixas percentuais ou limites de desempenho, de modo a refletir a intensidade e a qualidade do alinhamento da prática da empresa em relação ao parâmetro considerado ideal ou de mercado. Os pesos (w_i) atribuídos a cada variável resultam da consulta aos investidores institucionais e especialistas do mercado, assegurando que a ponderação das dimensões do índice seja aderente à relevância percebida pelo mercado.

O Quadro 11 exemplifica, de forma clara e objetiva, como a estrutura do *QR_AA* integra a intensidade do desempenho da empresa em cada variável, a aderência aos *benchmarks* de referência e à ponderação pela relevância atribuída pelos profissionais do mercado de capitais. Dessa forma, assegura-se que o índice seja sensível às especificidades das práticas de remuneração e governança corporativa, viabilizando análises comparativas e o *benchmarking* setorial entre diferentes organizações.

Cabe ressaltar que, em situações em que determinada variável não apresenta valor observado (ausência de dado), adota-se procedimento metodológico específico, como imputação de valor neutro, média setorial ou outro critério técnico previamente definido, de modo a não penalizar a empresa injustamente por lacunas de divulgação.

Esta abordagem garante que o *QR_AA* seja sensível à percepção do mercado sobre a relevância de cada dimensão da remuneração da alta administração, permitindo análise comparativa robusta, aderente à realidade das empresas listadas e alinhada às melhores práticas internacionais de avaliação em governança corporativa.

Quadro 11 - Componentes, exemplos e operacionalização Fórmula QR_{AA}

Símbolo Fórmula	Descrição	Exemplo prático (Empresa X, F1)	Fonte/Procedimento de Obtenção
F_i	Escore de intensidade da empresa na variável i (ex.: proporção, presença ou ausência, grau de aderência)	Para F1: Proporção remuneração variável / total = 45%	Dados do Formulário de Referência, relatório RI, regras do Quadro 10
$Benchmark_i$	Parâmetro de referência (<i>benchmark</i>) definido para a variável i	Para F1: <i>benchmark</i> considerado ótimo = faixa entre 40% e 60%	Definido com base em melhores práticas de mercado, consenso de especialistas
Si_i	Função de avaliação para a variável i , que ajusta o escore segundo faixas e condições específicas	Para F1: Se $40\% \leq F1 \leq 60\%$, então $Si\_1 = 1$; caso contrário, $Si\_1 = F1$	Regras condicionais explicitadas no Quadro 10
w_i	Peso relativo atribuído à variável i , conforme percepção de importância pelo mercado/investidor	Para F1: Peso atribuído pelo investidor = 0,1695	Definido por entrevista e validação com especialistas mercado de capitais
QR_{AA}	Índice final de Qualidade da Remuneração da Alta Administração	Para F1 = Si_1 ($F_1 \times benchmark_1$) $\times w_1 = 1 \times 0,1695 = 0,1695$	Soma ponderada das variáveis conforme fórmula do índice

Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

Essas fórmulas e intensidades foram escolhidas para garantir que o índice de remuneração da alta administração seja calculado de maneira fundamentada em práticas de governança corporativa. Os *benchmarks* propostos representam padrões ideais ou intervalos de melhores práticas de governança corporativa e remuneração da alta administração.

Cada variável e fator proposto no modelo de índice tem um padrão de desempenho associado e permite que as empresas e investidores avaliem a qualidade das práticas adotadas em relação às referências globais e nacionais da boa governança.

3.11 Modelagem Estatística: Aplicação Regressão Linear Múltipla

Com os pesos definidos pelos investidores e profissionais do mercado de capitais e com os dados coletados das empresas de capital aberto listadas nos níveis de governança corporativa da B3, foi conduzida uma análise de regressão múltipla para a construção do índice de remuneração da alta administração (QR_{AA}). Antes de aplicar a análise de regressão múltipla, outras técnicas, como a análise de

correlação ou modelos lineares simples, foram consideradas. Optou-se pela regressão múltipla devido à sua capacidade de analisar múltiplas variáveis simultaneamente.

De acordo com os autores Hair Jr. *et al.* (2009) e Basco *et al.* (2022), a regressão múltipla é especialmente útil em contextos onde múltiplos fatores contribuem simultaneamente para a explicação de um fenômeno, como neste estudo, que analisa a qualidade da remuneração da alta administração considerando variáveis associadas à governança corporativa. No presente estudo, a aplicação da regressão múltipla é justificada pela necessidade de compreender o impacto relativo das variáveis propostas (F1 a F9) sobre a qualidade da remuneração, medida pelo QR_AA. Essa abordagem possibilita mensurar as relações lineares entre as variáveis independentes e a variável dependente, possibilitando a identificação sobre quais dimensões possuem maior relevância na formação do índice (Basco *et al.*, 2022). Hair Jr. *et al.* (2009) destacam ainda que a regressão múltipla é adequada para estudos que envolvem dados multivariados, onde há um objetivo claro de quantificar as contribuições individuais de cada variável no modelo geral. Além disso, a técnica permite identificar possíveis colinearidades, fornecendo uma base analítica consistente para validar os pesos atribuídos às variáveis pelos investidores e para garantir que os resultados sejam robustos e replicáveis. Por fim, a regressão múltipla reforça a capacidade do estudo de oferecer uma contribuição teórica e prática relevante ao campo da governança corporativa. A forma geral da equação de regressão linear múltipla pode ser expressa pela seguinte equação:

$$Y = [\beta_0 + (\beta_1 X_1) + (\beta_2 X_2) + \dots (\beta_n X_n) + \epsilon] \quad (2)$$

Onde:

- Y representa a variável dependente;
- $X_1, X_2, \dots, X_n$ são as variáveis independentes (ou preditoras);
- β_0 é o intercepto (constante do modelo);
- $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n$ são os coeficientes de regressão, que medem o efeito individual de cada variável independente sobre a variável dependente, mantendo as demais constantes;
- ϵ é o termo de erro aleatório, que contempla a parcela da variabilidade de Y não explicada pelas variáveis do modelo.

No contexto deste estudo, a aplicação da regressão múltipla se justifica pela necessidade de compreender o impacto conjunto e relativo das nove dimensões que compõem o índice QR_{AA} . Com os pesos definidos pelos investidores e profissionais do mercado de capitais e com os dados coletados das empresas de capital aberto listadas nos NDGC da B3, a regressão múltipla oferece uma abordagem robusta para modelar a relação entre as variáveis independentes (F_1 a F_9) e a variável dependente QR_{AA} , controlando ainda os efeitos de características econômicas e financeiras das empresas.

Dessa forma, a fórmula da regressão linear múltipla aplicada ao presente estudo assume a seguinte equação específica:

$$QR_{AA} = [\beta_0 + (\beta_1 F_1) + (\beta_2 F_2) + (\beta_3 F_3) + (\beta_4 F_4) + (\beta_5 F_5) + (\beta_6 F_6) + (\beta_7 F_7) + (\beta_8 F_8) + (\beta_9 F_9) + (\beta_{10} RLV) + (\beta_{11} EV) + (\beta_{12} ROA) + (\beta_{13} Sharpe) + \epsilon] \quad (3)$$

Onde:

- QR_{AA} é a qualidade da remuneração da alta administração (variável dependente),
- $F_1, F_2...F_9$ representam os fatores explicativos (variáveis independentes),
- RLV : Receita Líquida Venda logaritmizada (variável de controle),
- EV : *Enterprise Value* logaritmizado (variável de controle),
- ROA : Retorno sobre Ativos (variável de controle)
- $Sharpe$: Índice de Sharpe (variável de controle)
- β_0 é o intercepto,
- $\beta_1, \beta_2, ..., \beta_9$ são os coeficientes estimados que refletem o impacto de cada variável sobre a qualidade da remuneração. Peso indicado pelos investidores para a variável
- ϵ é o termo de erro.

Na equação de regressão múltipla acima, o intercepto β_0 representa o valor da variável dependente, no caso, a qualidade da remuneração da alta administração (QR_{AA}), quando todas as variáveis independentes $F_1, F_2...F_9$ assumem valor igual a zero. Em termos práticos, o intercepto pode ser interpretado como a base da qualidade da remuneração em situações onde nenhum dos fatores explicativos está influenciando diretamente, sendo um ponto de partida para o modelo de previsão, e

captura o nível médio da variável dependente que não é explicado pelos fatores incluídos no modelo.

Os coeficientes $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_9$ estimados na regressão múltipla quantificam o efeito marginal de cada variável independente (F1 a F9) sobre o índice de qualidade da remuneração da alta administração (QR_AA), mantendo as demais constantes. Em termos econométricos, cada β_i pode ser interpretado como a variação esperada em QR_AA decorrente de um incremento unitário na respectiva variável explicativa F_i , condicionada à manutenção das demais variáveis em seus valores originais. Tais coeficientes refletem não apenas o impacto estatístico de cada fator, mas também incorporam, no contexto deste estudo, os pesos atribuídos pelos investidores institucionais na etapa qualitativa, atribuindo maior sensibilidade do modelo às dimensões consideradas mais relevantes pelo mercado. A magnitude e o sinal de cada β_i fornecem evidências empíricas sobre a direção e a intensidade do efeito de cada componente da estrutura de remuneração e governança. Coeficientes positivos indicam que o aumento do fator está associado a uma elevação da qualidade da remuneração, enquanto coeficientes negativos sugerem efeito inverso. Por fim, a significância estatística dos β_i , conforme delineado por Wooldridge (2020), permite identificar quais variáveis possuem contribuição robusta e diferenciada na explicação do QR_AA , fundamentando recomendações para aprimoramento das práticas de governança corporativa e remuneração da alta administração. O termo de erro ϵ captura as variações não explicadas pela relação entre as variáveis independentes e a dependente, refletindo a parte da variabilidade na qualidade da remuneração que não pode ser atribuída aos fatores incluídos na equação.

A variável dependente adotada neste estudo é o índice QR_AA , construído a partir de indicadores financeiros e não financeiros, os quais refletem equilíbrio, alinhamento entre as partes, transparência e eficácia das práticas de remuneração adotadas pelas empresas. As informações para o cálculo do QR_AA foram extraídas dos relatórios anuais e dos formulários de referência da CVM, referentes às empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, considerando o último período fiscal disponível, detalhado no Quadro 9 (p. 113). A Tabela 2 apresenta a descrição detalhada das variáveis utilizadas na análise empírica. Nela estão sistematizadas a variável dependente (QR_AA), as variáveis independentes (F1 a F9), que abrangem múltiplas dimensões das práticas de remuneração e governança, bem

como as variáveis de controle empregadas para isolar o efeito de porte, valor de mercado, eficiência operacional e risco. Cada variável é acompanhada de seu respectivo código e definição, proporcionando clareza metodológica e facilitando a compreensão do modelo adotado.

Tabela 2 - Variáveis Dependente, Independentes e de Controle utilizadas

Variável Dependente	Código	Descrição
Índice Qualidade de Remuneração Alta Administração	QR_AA	Índice composto, calculado a partir de indicadores de governança, transparência, alinhamento de incentivos e adoção de práticas recomendadas na remuneração da alta administração.
Variáveis Independentes	Código	Descrição
F1 - Proporção entre a remuneração variável e remuneração total	F1	Proporção entre a remuneração variável e o total da remuneração dos membros da alta administração, mensurando a presença de incentivos de desempenho.
F2 - Alinhamento da remuneração e o retorno aos acionistas	F2	Grau de alinhamento entre a remuneração dos membros da alta administração e o retorno gerado aos acionistas, capturando o foco em resultados financeiros.
F3 - Aderência da remuneração aos princípios de Sustentabilidade	F3	Presença de metas de sustentabilidade na política de remuneração, indicando integração de critérios ESG aos incentivos
F4 - Institucionalização do Comitê de Remuneração e/ou Comitê de Pessoas	F4	Adoção do Comitê de Remuneração e/ou Comitê de Pessoas formalmente instituído, promovendo governança na definição dos incentivos.
F5 - Controle de Regalias e Privilégios concedidos para Alta Administração	F5	Grau de controle e transparência sobre regalias e privilégios concedidos à alta administração, visando mitigar assimetrias e excessos.
F6 - Plano de Sucessão CEO e Metas Longo Prazo	F6	Divulgação e implementação de plano de sucessão do CEO e metas de longo prazo, favorecendo continuidade estratégica da gestão
F7 - Estrutura Conselheiros Independentes	F7	Proporção de conselheiros independentes no conselho de administração, associada à maior fiscalização e redução de conflitos de agência
F8 - Controle da relação do Seguro D&O	F8	Existência de seguro D&O como mecanismo de proteção à governança e aos administradores frente a riscos legais
F9 - Concentração Acionária	F9	Grau de concentração acionária, relacionado à influência de controladores sobre as práticas de remuneração e à dispersão de poder decisório
Variáveis de Controle	Código	Descrição
Receita Líquida de Vendas	Ln_RV	Logaritmo natural da Receita Líquida de Vendas, utilizado como proxy do porte da empresa, controlando o impacto do tamanho organizacional nas análises.
<i>Enterprise Value</i>	Ln_EV	Logaritmo natural do Valor econômico total da empresa (<i>Enterprise Value</i>), para controlar porte e estrutura de capital nas análises
ROA - Retorno sobre Ativo	ROA	Indicador de desempenho econômico-financeiro, calculado pela razão entre o lucro líquido e o total de ativos, controlando diferenças de eficiência operacional.
Índice de Sharpe	Ind_Sharpe	Medida de risco ajustado ao retorno, permitindo controlar o efeito das diferentes exposições ao risco na comparação do desempenho entre empresas.

Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

As variáveis de controle desempenham papel relevante na modelagem estatística, pois possibilitam isolar o efeito das variáveis independentes sobre a variável dependente, reduzindo possíveis vieses de omissão e fortalecendo a robustez dos achados empíricos (Wooldridge, 2020). No presente estudo, foram selecionadas as seguintes variáveis de controle: Receita Líquida de Vendas (Ln_RV), *Enterprise Value* (Ln_EV), Retorno sobre Ativos (ROA) e Índice de Sharpe (Ind_Sharpe).

A Receita Líquida de Vendas, operacionalizada pelo logaritmo natural (Ln_RV), é amplamente empregada como proxy do porte da empresa. Organizações de maior porte tendem a apresentar estruturas de governança mais complexas, maior transparência na divulgação de informações e políticas de remuneração mais detalhadas. Assim, controlar pelo porte permite distinguir se as práticas de remuneração observadas são atribuíveis às variáveis centrais do modelo ou apenas reflexo da escala e da estrutura organizacional (Wooldridge, 2020). A Receita Líquida de Vendas representa o valor efetivo das vendas realizadas, após as deduções obrigatórias e operacionais, sendo o principal indicador do faturamento efetivo de uma organização. A fórmula da Receita Líquida de Vendas é dada por:

$$\sum RLV = RBV - DED - IMP - DEV \quad (4)$$

Onde:

- RLV = Receita Líquida de Vendas; RVB = Receita Bruta de Vendas; DED = Deduções sobre Vendas (abatimentos, descontos incondicionais); IMP = Impostos sobre Vendas (ICMS, PIS, COFINS, ISS, entre outros); DEV = Devoluções de Vendas

Para adequar a variável ao modelo de regressão múltipla e ao tratamento estatístico, aplicou-se a transformação pelo logaritmo natural:

$$Ln\_RLV = \ln(RLV) \quad (5)$$

A operacionalização pelo logaritmo natural da *RLV* (Ln_RLV) é uma prática comum em estudos empíricos, pois atenua o efeito de *outliers*, normaliza a distribuição e permite interpretação dos coeficientes em termos proporcionais (Wooldridge, 2020; Hair Jr. et al., 2009).

A inclusão da variável de controle *Enterprise Value* (EV), constitui uma estratégia metodológica para aprimorar a robustez e a capacidade explicativa do modelo empírico proposto. O EV é amplamente reconhecido na literatura financeira como um dos indicadores abrangentes para avaliar o valor econômico total de uma

empresa, pois contempla o valor de mercado do patrimônio líquido (*market capitalization*), além de incorporar o valor da dívida líquida, ajustando, assim, a análise para o efeito do endividamento e da estrutura de capital (Damodaran, 2020). A transformação do EV em logaritmo natural, tem por objetivo reduzir distorções estatísticas e assegurar maior robustez e validade às análises de regressão do modelo proposto. A principal vantagem de utilizar o EV como variável de controle reside na sua capacidade de capturar, de maneira precisa, a dimensão econômica efetiva das empresas, independentemente do perfil de capitalização ou da composição da estrutura de capital. Isso é particularmente relevante em contextos como o mercado brasileiro, caracterizado por significativa heterogeneidade entre empresas quanto ao grau de alavancagem e à intensidade de ativos. Ao incluir o EV no modelo, é possível controlar os efeitos do porte e do valor econômico agregado, evitando que diferenças estruturais entre as empresas distorçam as estimativas do impacto das variáveis explicativas principais sobre a qualidade da remuneração da alta administração.

A fórmula do EV é dado por:

$$\sum EV = MC + D_{tot} + MI + P_{ref} - C \quad (6)$$

Onde:

- EV = *Enterprise Value* (Valor da Firma); MC = *Market Capitalization* (Capitalização de Mercado do Patrimônio Líquido); D_{tot} = *Total Debt* (Dívida Total, incluindo dívidas de curto e longo prazo); MI = *Minority Interest* (Participação de Minoritários); P_{ref} = *Preferred Equity* (PN Ações Preferenciais); C = *Cash and Equivalents* (Caixa e Equivalentes de Caixa)

A operacionalização para análise econométrica foi realizada por meio do logaritmo natural do *Enterprise Value*:

$$\ln_{EV} = \ln(RV) \quad (7)$$

A adoção desta transformação para o logaritmo natural para a variável de controle EV, assegura consistência com as melhores práticas da literatura empírica em finanças e governança corporativa, além de proporcionar maior robustez aos resultados obtidos pelo modelo (Wooldridge, 2020)

O Retorno sobre Ativos (ROA) é um indicador tradicional de desempenho econômico-financeiro, calculado como a razão entre o lucro líquido e o total de ativos. Este indicador reflete a eficiência na utilização dos recursos disponíveis para a

geração de resultados e permite ajustar a análise para diferenças de performance operacional entre as empresas (White *et al.*, 2003). Controlar pelo ROA é relevante para evitar que empresas com desempenho excepcional ou aquém do mercado influenciem desproporcionalmente o índice de qualidade da remuneração da alta administração. A fórmula do ROA é dada por:

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total Médio}} \quad (8)$$

Onde:

- Lucro Líquido (*Net Income*): Resultado final do exercício, após todas as despesas, impostos, juros e depreciações; Ativo Total Médio (*Average Total Assets*): Média aritmética dos ativos totais no início e no final do período.

Por fim, o Índice de Sharpe foi incluído como medida de risco ajustado ao retorno, considerando a volatilidade dos resultados financeiros. Empresas com maior exposição ao risco podem adotar estruturas de remuneração da alta administração diferenciadas para atrair e reter executivos qualificados. Ao incorporar o Índice de Sharpe, o modelo controla os efeitos advindos das diferentes percepções de risco-recompensa no desenho das políticas de incentivos, conferindo maior validade interna aos resultados. Esse índice, desenvolvido por William F. Sharpe (1966) busca medir o excesso de retorno por unidade de risco assumido.

A fórmula do Índice de Sharpe é dada por:

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad (9)$$

Onde:

- S = Índice de Sharpe; R_p = Retorno médio do portfólio ou ativo, observados em determinado período; R_f = Taxa livre de risco (representa o retorno de um investimento com risco próximo de zero, como títulos do governo de curto prazo (exemplo: títulos de governo)); σ_p = Desvio padrão dos retornos do portfólio ou ativo (mede a volatilidade do investimento. Quanto maior o desvio padrão, maior a incerteza nos retornos futuros).

Quanto maior for o Índice de Sharpe, melhor o retorno ajustado ao risco, considerando: se $[S > 1]$: O investimento apresenta um bom retorno ajustado ao risco; se $[S < 1]$: O investimento tem um retorno positivo, mas pode não ser eficiente em termos de risco; se $[S < 0]$: O investimento teve desempenho inferior à taxa livre de risco, indicando uma má escolha.

Essas variáveis de controle garantem maior robustez à análise, possibilitando que o modelo capture com maior precisão o impacto dos fatores explicativos de interesse, ao mesmo tempo que controla heterogeneidades estruturais, financeiras e de risco inerentes às empresas da amostra (Wooldridge, 2020).

3.12 Procedimentos para Testes de Hipóteses: Especificação e Critérios

A validação empírica das hipóteses formuladas, no presente estudo, exige a adoção de procedimentos metodológicos rigorosos, capazes de assegurar a robustez das inferências e a confiabilidade dos resultados obtidos. Conforme recomendado por Field (2024) e Hair Jr. *et al.* (2009), o processo de teste de hipóteses deve ser precedido pela verificação criteriosa dos pressupostos estatísticos, pela escolha adequada dos métodos analíticos e pela interpretação fundamentada dos achados.

Inicialmente, a análise das hipóteses será antecedida pela verificação dos pré-requisitos estatísticos essenciais à aplicação dos testes, tais como a normalidade das distribuições das variáveis dependentes e independentes, homogeneidade das variâncias, ausência de *outliers* e linearidade nas relações avaliadas. Para a avaliação da normalidade foram utilizados testes como Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk, além de inspeção visual por histogramas e gráficos de probabilidade normal (Q-Q *plot*), conforme orientações de Field (2024). A homogeneidade das variâncias será aferida pelo teste de Levene, e eventuais violações dos pressupostos levarão à adoção de procedimentos robustos ou testes não paramétricos, conforme a recomendação metodológica.

No contexto deste estudo, as hipóteses formuladas (H1, H2 e H3) serão avaliadas a partir de métodos estatísticos compatíveis com a natureza das variáveis e o delineamento amostral. Para testar empiricamente as hipóteses propostas, foram selecionados métodos estatísticos adequados às características de cada hipótese investigada. A análise de variância (ANOVA) foi utilizada para a hipótese H1, por permitir a comparação simultânea das médias dos índices *QR_AA* entre múltiplos segmentos de governança corporativa da B3, garantindo uma análise robusta e estatisticamente válida (Hair Jr. *et al.*, 2009; Field, 2024).

Já para as hipóteses H2 e H3, optou-se pelo teste t para amostras independentes, devido à necessidade de comparar claramente duas categorias

distintas: empresas com alta e baixa proporção de conselheiros independentes (H2) e empresas aderentes ou não às metas de sustentabilidade (H3). Esses métodos foram selecionados com base em sua adequação metodológica e capacidade de testar diferenças estatísticas significativas entre grupos distintos (Hair Jr. *et al.*, 2009; Field, 2024).

Cabe destacar que, além dos testes ANOVA e teste t para amostras independentes, há outros procedimentos estatísticos que poderiam ser empregados na avaliação das hipóteses desta tese, a depender da natureza das variáveis e do delineamento do estudo. Entre eles, destaca-se o teste não paramétrico de Kruskal-Wallis, alternativa recomendada para comparação de três ou mais grupos quando os pressupostos de normalidade ou homogeneidade das variâncias não são atendidos.

Para comparações entre dois grupos, o teste de Mann-Whitney seria uma alternativa ao teste t em situações de distribuição assimétrica ou de pequenas amostras. Métodos de regressão linear e análise de covariância (ANCOVA) também poderiam ser considerados para controlar efeitos de covariáveis e testar relações mais complexas entre as variáveis, especialmente em estudos com amostras maiores ou desenho longitudinal. Contudo, para este estudo, optou-se pelos testes paramétricos (ANOVA e teste t) devido à verificação prévia dos pressupostos estatísticos, à clareza na interpretação dos resultados e à sua reconhecida robustez para amostras do porte e estrutura aqui analisados.

Assim, a escolha metodológica privilegia a precisão das inferências e a comparabilidade dos resultados com a literatura de referência, mantendo o alinhamento com as melhores práticas em pesquisas quantitativas em Administração (Field, 2024; Hair Jr. *et al.*, 2009).

Hipótese H1 – Empresas listadas no Novo Mercado apresentam índices QR_AA mais elevados

Para o teste da hipótese H1, que propõe a existência de diferenças no índice QR_AA entre os segmentos de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), foi utilizada a análise de variância (ANOVA) de um fator.

Inicialmente, procedeu-se à codificação da variável categórica relativa ao segmento de listagem, assegurando a correta classificação das empresas conforme seu enquadramento na B3. O teste foi realizado no software IBM SPSS *Statistics* v.26,

acessando o menu Analisar > Comparar Médias > ANOVA de um fator, estabelecendo *QR_AA* como variável dependente e o segmento de governança como fator de agrupamento.

Previamente à execução da ANOVA, foram avaliadas as premissas estatísticas essenciais, em particular, a homogeneidade das variâncias, por meio do teste de Levene. Em caso de atendimento da premissa ($p > 0,05$), o teste ANOVA prossegue normalmente; se constatada violação, adota-se abordagem robusta ou alternativas não paramétricas, conforme orientam Field (2024).

Para identificar diferenças específicas entre os grupos, foram programados testes post hoc, em especial o teste de Tukey HSD, a fim de realizar comparações múltiplas com controle do erro do tipo I. As médias, desvios-padrão e intervalos de confiança das variáveis são devidamente apresentados para fundamentação das análises subsequentes.

Hipótese H2 – Empresas com maior proporção de conselheiros independentes apresentam *QR_AA* superiores

A avaliação da hipótese H2 foi conduzida por meio do teste t para amostras independentes, com o objetivo de comparar o índice *QR_AA* entre dois grupos de empresas: aquelas com baixa ($< 50\%$) e aquelas com alta ($\geq 50\%$) proporção de conselheiros independentes em seu Conselho de Administração. Para tanto, a variável F7 foi recodificada em variável dicotômica, considerando o ponto de corte de 50%, conforme práticas usuais para análise comparativa em estudos de governança corporativa.

O teste t foi operacionalizado no SPSS pelo menu Analisar > Comparar Médias > Teste t para Amostras Independentes, inserindo-se *QR_AA* como variável de teste e a variável dicotômica de conselheiros independentes como fator de agrupamento.

Foram verificadas as premissas de normalidade das médias e de homogeneidade das variâncias entre os grupos, por meio do teste de Levene, como etapa fundamental para a escolha do procedimento estatístico apropriado.

Toda a condução do teste seguiu as orientações de Field (2024) e Hair Jr. *et al.* (2009), visando garantir a robustez dos resultados.

Hipótese H3 – Empresas com maior aderência às metas de sustentabilidade apresentam *QR_AA* superiores

O teste da hipótese H3 também foi realizado por meio do teste t para amostras independentes, tendo como objetivo avaliar diferenças no índice *QR_AA* entre empresas que adotam políticas de remuneração atreladas a metas de sustentabilidade ($F3 > 0$) e aquelas que não apresentam tal aderência ($F3 = 0$). Para viabilizar a análise, a variável F3 foi recodificada em variável dicotômica, diferenciando os grupos de interesse de acordo com a divulgação formal de metas de sustentabilidade.

A operacionalização do teste seguiu as mesmas etapas metodológicas descritas para a hipótese H2, com aplicação do teste t no SPSS, inspeção das premissas estatísticas de normalidade e homogeneidade das variâncias e fundamentação nos autores de referência. Em todos os testes, foram previstas análises descritivas complementares e a apresentação dos parâmetros estatísticos relevantes, tais como médias, desvios-padrão e intervalos de confiança.

Ao longo de todo o processo de avaliação das hipóteses, buscou-se rigor na verificação dos pressupostos estatísticos, transparência na condução dos testes e fidelidade às melhores práticas em métodos quantitativos.

Os procedimentos adotados garantem que a sustentação ou rejeição das hipóteses será realizada em seção própria do estudo, com base em critérios técnicos e inferência estatística robusta. Em todas as análises serão reportados os principais indicadores estatísticos, incluindo valores de significância (*p-value*), coeficientes de efeito, intervalos de confiança e medidas de ajuste dos modelos. Serão, ainda, realizados testes complementares de robustez e análise de sensibilidade para verificar a estabilidade dos resultados obtidos, seguindo as melhores práticas recomendadas na literatura metodológica.

Esses procedimentos metodológicos visam garantir a coerência, transparência e replicabilidade das evidências empíricas geradas, permitindo a sustentação ou rejeição das hipóteses propostas, com base em critérios técnicos reconhecidos e fundamentados na literatura estatística e de métodos quantitativos em Administração.

3.13 Validação Empresas Seleccionadas e Cálculo do Índice QR_AA

Para validar o cálculo do índice QR_AA, foi conduzida uma abordagem sistemática junto algumas empresas seleccionadas, escolhidas por representarem diferentes níveis de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e por estarem listadas na B3. A seleção dessas empresas busca assegurar uma amostra representativa do mercado, permitindo uma análise abrangente sobre a aplicabilidade do índice em diversos contextos empresariais. A validação terá como objetivo principal verificar a aderência do índice QR_AA às práticas reais de remuneração e governança corporativa, garantindo sua robustez como métrica confiável para medir a qualidade da remuneração da alta administração.

De acordo com Eisenhardt e Graebner (2007), a seleção de um número entre 4 e 10 unidades de análise é considerada metodologicamente adequada para pesquisas que buscam tanto a profundidade analítica quanto a identificação de padrões robustos entre casos. Esses autores ressaltam que, em estudos de múltiplos casos, o foco deve ser menos na representatividade estatística e mais na capacidade de aprofundar a compreensão dos fenômenos investigados, permitindo comparações e a triangulação de dados. Exemplos internacionais e nacionais indicam que, em pesquisas de validação de instrumentos e índices organizacionais, amostras com 5 a 8 empresas oferecem equilíbrio entre diversidade de contextos e possibilidade de análise detalhada, sem perda da consistência ou saturação teórica (Eisenhardt; Graebner, 2007; Hair Jr *et al.*, 2009).

Adicionalmente, Yin (2018) ressalta que, em estudos de múltiplos casos, a escolha do número de unidades de análise não deve seguir uma fórmula fixa, mas sim o princípio do design de replicação, no qual cada caso contribui para confirmar (replicações literais) ou contrastar (replicações teóricas) os achados. O autor argumenta que a robustez das conclusões aumenta à medida que se acumulam repetições, recomendando explicitamente que, quando se busca maior credibilidade e confiabilidade dos resultados, seja adotado um número de cinco, seis ou mais casos.

No contexto desta pesquisa, o universo das empresas do NDGC – conforme detalhado no **Apêndice D** - Resultado QR_AA por Empresa - NDGC – viabilizou a identificação e seleção de 5 a 7 empresas que representam distintos segmentos de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e diferentes setores

econômicos. Esta amostra, além de factível operacionalmente, garante diversidade suficiente para validar o índice *QR_AA* frente a distintos arranjos institucionais e estratégias de remuneração da alta administração. Por exemplo, Hair Jr. *et al.* (2009) apontam que a realização de entrevistas em profundidade com um grupo reduzido de organizações permite captar nuances das práticas e colher feedbacks detalhados sobre instrumentos avaliativos, como índices compostos de múltiplas variáveis. Essa abordagem qualitativa favorece o refinamento do modelo, propiciando identificação de eventuais gaps, ajustes necessários e análise da aplicabilidade das métricas em cenários empresariais variados.

A decisão metodológica de entrevistar entre 5 e 7 empresas encontra respaldo na literatura internacional e nas melhores práticas em pesquisa organizacional, por assegurar equilíbrio entre variedade de experiências, detalhamento analítico e viabilidade prática do estudo. Assim, a decisão metodológica de entrevistar 7 empresas combina rigor analítico, diversidade empírica e viabilidade operacional, em consonância com as melhores práticas sugeridas por Yin (2018), Eisenhardt e Graebner (2007) e Hair Jr. *et al.* (2009), fortalecendo a legitimidade dos resultados e a aplicabilidade do índice no contexto brasileiro. A seguir, o passo a passo do processo de entrevistas com os representantes das 7 empresas selecionadas.

As etapas de validação incluíram, inicialmente, o contato com as empresas para apresentar o objetivo do estudo e o modelo proposto, seguido do agendamento das entrevistas. As reuniões foram estruturadas para permitir uma discussão sobre as práticas de remuneração e governança, garantindo que os representantes compreendam o índice *QR_AA* e contribuam com informações que possam aprimorar o modelo. Por fim, os dados coletados nas entrevistas foram analisados em conjunto com os resultados calculados, possibilitando ajustes no índice, caso necessário.

O primeiro passo envolveu a identificação e seleção das empresas, buscando contemplar diferentes segmentos econômicos e níveis de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), de forma a captar a diversidade de práticas presentes no universo da B3. A escolha foi fundamentada tanto na heterogeneidade institucional quanto na viabilidade operacional, garantindo uma amostra de empresas suficientemente diversa para sustentar análises comparativas, conforme recomendado na literatura de estudos de caso múltiplos. Após a definição da amostra, foi elaborado um convite formal, materializado em carta personalizada, encaminhada via Correios a partir de 1º

de julho de 2025, detalhando o objetivo do estudo, sua relevância para o aprimoramento das práticas de remuneração da alta administração e governança e solicitando a participação dos representantes em entrevista presencial ou remota.

O modelo dessa correspondência pode ser consultado no **Apêndice E** - Carta convite encaminhada para as Empresas. Na sequência, procedeu-se ao contato telefônico com os destinatários para confirmar o recebimento da correspondência, esclarecer possíveis dúvidas e reforçar a importância institucional da participação na pesquisa. Essa etapa foi fundamental para estabelecer um canal direto de comunicação, demonstrar o compromisso acadêmico com a confidencialidade e garantir o agendamento eficiente das entrevistas, adequando-o à disponibilidade dos interlocutores.

As entrevistas foram agendadas conforme conveniência dos participantes, oferecendo a possibilidade de a entrevista ocorrer presencialmente nas sedes das empresas, em ambientes neutros ou por videoconferência, preservando o conforto e a privacidade dos respondentes. Todas as entrevistas realizadas para a validação do índice *QR_AA* foram conduzidas, exclusivamente, por meio de videoconferência (*online*), utilizando a plataforma *Google Meet*, atendendo tanto à preferência dos participantes quanto à necessidade de flexibilidade operacional. Os representantes das empresas entrevistadas atuam, predominantemente, nos departamentos de Relações com Investidores (RI), os quais trazem perspectivas técnicas e institucionais alinhadas às práticas de governança corporativa e à dinâmica de comunicação com o mercado de capitais.

Ressalta-se que os profissionais de RI ocupam posição estratégica na intermediação entre a companhia, o mercado de capitais e os *stakeholders* institucionais, detendo amplo conhecimento sobre a divulgação, a conformidade regulatória e as práticas de governança corporativa, incluindo aspectos de remuneração da alta administração. O formato remoto permitiu agendar os encontros conforme a conveniência dos entrevistados, assegurando a participação de profissionais estratégicos, mesmo diante de agendas corporativas intensas. Além de facilitar a logística, a escolha pela videoconferência contribuiu para a confidencialidade e o conforto dos participantes, promovendo um ambiente propício para discussões detalhadas e transparentes sobre as variáveis e os critérios do índice *QR_AA*. As entrevistas tiveram duração média de 45 minutos e foram gravadas, com

autorização dos respondentes, garantindo a integridade e a fidelidade dos dados para posterior análise qualitativa. Foram reiteradas as garantias de confidencialidade e anonimato das informações e solicitado o consentimento formal, inclusive para gravação das entrevistas.

O roteiro semiestruturado, foi conduzido com flexibilidade, permitindo que os entrevistados aprofundassem suas opiniões sobre as variáveis do *QR_AA* e a aderência destas à realidade da empresa. As questões abordaram, de forma sistemática, a avaliação das variáveis (como proporção entre remuneração variável e total, alinhamento ao retorno do acionista, metas sustentabilidade, funcionamento de comitês, controle de regalias, plano de sucessão, estrutura do conselho, seguro D&O e concentração acionária), solicitando sugestões de melhorias e comentários críticos sobre cada dimensão. Essa etapa permitiu a coleta de dados qualitativos essenciais para identificar eventuais lacunas, nuances não capturadas nos dados secundários e aspectos contextuais relevantes à governança e à remuneração da alta administração.

Ao final de cada entrevista, abriu-se espaço para feedback geral sobre o *QR_AA*, discussão sobre sua aplicabilidade prática, utilidade para investidores, reguladores e gestão interna, bem como para sugestões para futuras aplicações do índice em diagnósticos de governança. Os encontros foram encerrados com agradecimentos formais e esclarecimento sobre os próximos passos do estudo. Todas as entrevistas foram gravadas, mediante consentimento, e posteriormente transcritas integralmente para análise qualitativa detalhada.

A triangulação entre os dados qualitativos obtidos nas entrevistas e os resultados quantitativos calculados para o *QR_AA* busca assegurar validade ao instrumento, permitindo o refinamento do modelo à luz das práticas e desafios reais das empresas brasileiras. A documentação do processo reforça a transparência, a reprodutibilidade e o rigor da etapa de validação, conferindo credibilidade aos achados da pesquisa.

4 RESULTADOS

Neste capítulo, são apresentados os resultados obtidos a partir das análises qualitativas e quantitativas realizadas, seguindo o delineamento metodológico detalhado anteriormente, organizados em etapas, refletindo a abordagem sequencial exploratória adotada neste estudo.

Inicialmente são apresentados os resultados qualitativos provenientes das entrevistas semiestruturadas realizadas com investidores institucionais e profissionais do mercado de capitais. Apresenta-se a avaliação dos pesos atribuídos pelos investidores institucionais e profissionais do mercado, que fundamentaram a ponderação das variáveis do índice *QR_AA*. Em seguida, realiza-se a análise da consistência, confiabilidade e validade das variáveis, por meio do cálculo do alfa de Cronbach e estatísticas descritivas, assegurando a robustez dos instrumentos de coleta e ponderação. Na sequência, a análise qualitativa das entrevistas conduzidas com investidores e profissionais do mercado de capitais é apresentada, detalhando as opiniões dos respondentes quanto à relevância e à pertinência dos fatores integrantes do *QR_AA*, bem como sugestões para aprimoramento do modelo. Posteriormente, os resultados quantitativos são discutidos a partir da coleta e tratamento dos dados secundários das empresas do NDGC da B3. São detalhadas a caracterização da amostra e as variáveis utilizadas, bem como o processo de estruturação, ponderação e organização da base de dados empíricos. Na sequência, apresenta-se a construção do Índice *QR_AA*, com descrição da metodologia de cálculo e aplicação dos pesos e *benchmarks* definidos.

A análise segue com a apresentação e interpretação dos resultados do índice *QR_AA*, considerando tanto o panorama agregado quanto a estratificação dos resultados por segmento de governança (NDGC), setor econômico e desempenho individual das empresas. Os achados são discutidos comparativamente entre NDGC e setores econômicos, identificando padrões, assimetrias e implicações práticas. Avançando na análise, são apresentados os resultados das regressões lineares múltiplas, evidenciando os principais fatores associados ao desempenho do *QR_AA* e as relações estatísticas observadas. Em seguida, procede-se à avaliação empírica das hipóteses de pesquisa, testando a sustentação ou rejeição de cada proposição teórica. Por fim, realiza-se a verificação cruzada dos resultados com os

representantes das empresas do NDGC, assegurando a aplicabilidade prática e relevância do índice proposto, além de promover a triangulação dos achados e o fortalecimento da validade das conclusões. Assim, este capítulo integra resultados qualitativos e quantitativos, permitindo a compreensão dos fatores que influenciam a qualidade da remuneração da alta administração e das práticas de governança corporativa no contexto brasileiro, à luz dos objetivos para o presente estudo.

4.1 Avaliação dos Pesos Atribuídos pelos Investidores

A atribuição dos pesos às variáveis que compõem o QR_AA foi realizada por meio de questionários estruturados aplicado a 37 investidores institucionais e profissionais especializados do mercado de capitais. Para assegurar a confidencialidade dos respondentes e garantir a rastreabilidade metodológica, cada um dos 37 investidores institucionais e profissionais especializados do mercado de capitais que participaram da pesquisa foi identificado por um código alfanumérico individual, variando de E1 a E37. A Tabela 3 sintetiza os resultados, evidenciando a distribuição percentual dos pesos conferidos individualmente por cada participante às nove variáveis avaliadas (F1 a F9), respeitando o limite máximo cumulativo de 100%.

A variável F1 (Proporção entre remuneração variável e total) obteve a maior média ponderada, atribuída pelos entrevistados, com valor médio de 16,95%. Esse resultado indica uma forte consideração dos investidores sobre a importância do equilíbrio entre remuneração fixa e variável, refletindo o interesse em incentivos alinhados ao desempenho dos membros da alta administração. Em segundo lugar, a variável F2 (Alinhamento entre remuneração da alta administração e retorno aos acionistas) apresentou peso médio de 14,81%, sugerindo uma valorização relevante da conexão entre práticas remuneratórias e geração de valor para os acionistas. A proximidade dessas duas variáveis (F1 e F2) sugere que os investidores reconhecem a relevância simultânea do incentivo direto ao desempenho individual e do alinhamento estratégico com os objetivos corporativos. A variável F5 (Controle de regalias e privilégios) destacou-se com média ponderada de 10,97%, demonstrando preocupação relevante quanto à transparência e rigor nas políticas de benefícios concedidos à alta administração. Este resultado corrobora com os princípios modernos de governança, que enfatizam práticas claras e justificadas. As variáveis

F7 (Estrutura de conselheiros independentes) e F9 (Concentração acionária) registraram pesos médios muito próximos, respectivamente 10,78% e 10,62%, indicando que os investidores percebem como fatores críticos tanto a independência e qualidade técnica do conselho, quanto o equilíbrio e dispersão acionária, aspectos que impactam diretamente o controle e governança.

Tabela 3 - Pesos variáveis QR_AA Atribuídos pelos Investidores

Pesos das Variáveis - Definidos pelos Investidores									
Participante	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9
E1	12	12	12	12	10	10	12	10	10
E2	10	25	5	10	10	10	10	5	15
E3	10	10	20	5	20	5	5	10	15
E4	10	10	2	2	2	18	18	8	30
E5	20	20	10	10	5	10	10	5	10
E6	30	15	10	10	5	5	15	5	5
E7	10	10	2	8	20	10	5	15	20
E8	20	20	5	5	15	10	10	5	10
E9	20	20	5	5	5	5	15	5	20
E10	15	20	5	15	5	10	15	5	10
E11	25	10	5	10	5	5	10	15	15
E12	30	10	15	10	5	10	5	10	5
E13	30	10	5	10	10	5	10	10	10
E14	25	25	5	10	2	10	10	5	8
E15	15	25	10	10	15	8	5	10	2
E16	25	25	12	8	5	10	5	5	5
E17	10	5	5	10	20	10	10	20	10
E18	10	10	10	10	12	15	15	8	10
E19	20	12	5	8	5	10	20	12	8
E20	10	20	5	10	10	10	10	15	10
E21	15	20	15	5	5	5	20	5	10
E22	15	20	5	10	10	10	10	10	10
E23	15	10	10	10	10	15	10	10	10
E24	15	15	15	10	5	10	12	8	10
E25	20	2	20	12	20	2	10	2	12
E26	10	20	10	10	10	10	10	10	10
E27	20	20	5	10	10	10	10	10	5
E28	20	5	5	20	10	8	2	10	20
E29	15	15	8	10	2	10	10	15	15
E30	10	10	5	5	30	10	10	10	10
E31	10	5	15	20	25	5	10	5	5
E32	20	20	8	10	20	2	10	2	8
E33	10	10	12	8	15	15	10	10	10
E34	15	12	8	10	20	5	10	10	10
E35	20	20	10	2	8	10	10	10	10
E36	20	15	10	10	10	5	20	5	5
E37	20	15	15	15	10	5	10	5	5
Média Pesos	16,95	14,81	8,89	9,59	10,97	8,73	10,78	8,65	10,62

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

As demais variáveis tiveram pesos médios próximos, com destaque para F4 (Institucionalização do comitê de remuneração e/ou pessoas, 9,60%) e F3 (Aderência às metas de sustentabilidade, 8,89%). Esses resultados demonstram interesse moderado dos investidores quanto à formalização institucional dos comitês e ao

alinhamento de práticas remuneratórias com objetivos sustentáveis. Por fim, variáveis como F6 (Alinhamento com plano de sucessão do CEO, 8,73%) e F8 (Presença de seguro D&O, 8,65%) receberam pesos relativamente menores, porém não insignificantes. Isso sugere que, embora consideradas importantes para a mitigação de riscos e continuidade estratégica, são vistas pelos investidores como complementares às variáveis centrais ligadas à remuneração e performance.

Os pesos médios indicados pelos investidores foram adotados para estabelecer a ponderação quantitativa de cada variável integrante *QR_AA*. Esse procedimento busca refletir com fidelidade as expectativas dos investidores institucionais e especialistas do mercado de capitais, assegurando que cada variável tenha representatividade adequada e proporcional em relação à sua importância percebida pelos participantes da pesquisa. A aplicação dos pesos médios permite que o índice capture de maneira precisa a relevância atribuída a aspectos específicos das práticas remuneratórias. Dessa forma, o *QR_AA* será calculado multiplicando-se cada variável pelos pesos médios correspondentes, demonstrados no Quadro 12, totalizando 100%, garantindo que o índice final reflita a importância relativa dos fatores avaliados pelos investidores.

Quadro 12 - Pesos definido pelos Investidores para *QR_AA*

	Variáveis <i>QR_AA</i>								
	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9
Média Pesos <i>QR_AA</i>	16,95	14,81	8,89	9,59	10,97	8,73	10,78	8,65	10,62

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Este método assegura coerência metodológica e rigor acadêmico, além de promover transparência, objetividade e aplicabilidade prática na avaliação da qualidade das políticas remuneratórias adotadas pelas empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, proporcionando uma base para análise comparativa e tomada de decisões estratégicas. Metodologicamente, a definição dos pesos apresentados no Quadro 12 assenta-se em procedimento de elicitação estruturada junto a especialistas, com controles de consistência (soma dos pesos = 100% por respondente), verificação de dispersões e inspeção de valores atípicos, seguido de agregação por média aritmética e reporte de estatísticas descritivas. Essa estratégia está em consonância com a literatura de indicadores compostos, que recomenda a derivação de ponderadores, a partir de preferências de especialistas, desde que acompanhada de testes de estabilidade e transparência do

processo de agregação, garantindo comparabilidade e reprodutibilidade (OECD/JRC, 2008). Em conjunto, esses procedimentos conferem coerência metodológica e rigor acadêmico ao modelo de ponderação, assegurando que os pesos consolidados no Quadro 12 sejam robustos e confiáveis para uso na pesquisa, tanto para o cálculo do *QR_AA* quanto para análises comparativas entre empresas e segmentos de governança, em linha com as expectativas de agentes do mercado de capitais brasileiro. Dessa forma, esses pesos definidos pelos investidores fundamentam o modelo de ponderação do índice *QR_AA*, garantindo representatividade, consistência e alinhamento com as expectativas de agentes do mercado de capitais brasileiro.

4.2 Avaliação da Consistência e Confiabilidade das Variáveis

Nesta seção são apresentados os resultados obtidos por meio da pesquisa realizada junto aos investidores institucionais e profissionais do mercado de capitais brasileiro. O objetivo central foi avaliar as variáveis selecionadas para compor o Índice *QR_AA*. Para tanto, os participantes foram convidados a preencherem uma avaliação estruturada em escala tipo Likert de cinco pontos, permitindo aferir precisamente o grau de importância atribuído aos diferentes elementos considerados na composição do índice proposto. Essa avaliação das variáveis e a estatística descritiva está demonstrada na Tabela 4.

Inicialmente, os investidores responderam perguntas específicas, projetadas para identificar, em sua opinião e análise, o quanto as variáveis selecionadas refletem efetivamente aspectos relevantes da governança corporativa e das práticas de remuneração da alta administração. O escopo dessas questões abrangeu nove variáveis essenciais: (F1) proporção entre remuneração variável e total; (F2) alinhamento da remuneração ao retorno aos acionistas; (F3) aderência às metas de sustentabilidade; (F4) adoção de comitês de remuneração ou pessoas; (F5) controle de regalias e privilégios; (F6) alinhamento com o plano de sucessão do CEO; (F7) estrutura de conselheiros independentes; (F8) presença do seguro D&O; e (F9) concentração acionária. Essas variáveis foram selecionadas previamente com base na literatura especializada sobre governança corporativa e remuneração da alta administração.

Tabela 4 - Estatística descritiva e Alfa Cronbach pesquisa com Investidores

Avaliação dos Investidores para as variáveis	Média	Variância (σ^2)	Desvio Padrão (σ)
F1: Proporção entre remuneração variável e total	4,11	0,75	0,86
F2: Alinhamento entre remuneração e retorno aos acionistas	3,84	1,43	1,20
F3: Aderência às metas de sustentabilidade	4,05	0,70	0,84
F4: Institucionalização do comitê de remuneração / pessoas	4,24	0,67	0,82
F5: Controle de Regalias e Privilégios	4,00	0,97	0,99
F6: Alinhamento com plano de sucessão do CEO	4,08	0,83	0,91
F7: Estrutura de conselheiros independentes	4,11	0,85	0,92
F8: Presença de seguro D&O	4,41	0,51	0,72
F9: Concentração acionária	3,78	0,98	0,99
Adequação das variáveis e pesos à governança corporativa	4,41	0,35	0,59
Abrangência das variáveis para captar opiniões dos Investidores	4,03	0,62	0,79
Estatísticas de confiabilidade	Resultado		
Alfa de Cronbach	0,71		
Alfa de Cronbach com base em itens padronizados	0,74		

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

A primeira análise realizada foi a avaliação detalhada das avaliações sobre as variáveis individuais. Os resultados obtidos demonstraram uma avaliação fortemente positiva quanto à relevância das variáveis selecionadas. A média global das variáveis variou entre o mínimo 3,78 e o máximo 4,41 em uma escala de 1 a 5, sugerindo que os investidores atribuem importância considerável às dimensões propostas para a composição do índice.

Os dados da Tabela 4 mostram que, de modo geral, as variáveis analisadas abrangem dimensões centrais da governança corporativa, como a proporção entre remuneração variável e total, o alinhamento entre remuneração e retorno aos acionistas, a aderência a metas de sustentabilidade, a existência formal de comitês de remuneração, o controle de regalias e privilégios, o alinhamento com planos de sucessão do CEO, a estrutura de conselheiros independentes, a presença de seguro D&O e a concentração acionária. A presença dessas variáveis indica uma preocupação abrangente com práticas que promovem transparência, alinhamento de interesses e sustentabilidade na gestão das empresas.

A distribuição das respostas evidencia que a maioria dos participantes atribuiu altos graus de relevância às variáveis, com médias próximas ao valor máximo da escala. Isso indica que, para os profissionais do mercado financeiro, todos os fatores selecionados são considerados relevantes para a avaliação da qualidade da remuneração da alta administração. Importa ressaltar que, durante o processo de

pesquisa, os investidores e profissionais do mercado de capitais tiveram acesso prévio às intensidades e aos *benchmarks* definidos para cada variável do índice *QR_AA*, de modo transparente e fundamentado. Tal exposição permitiu que os participantes avaliassem não apenas a pertinência das variáveis, mas também a adequação dos critérios e faixas de intensidade utilizados para mensuração, resultando em expressiva aceitação dos parâmetros propostos. A análise dos desvios e das variâncias associadas a cada variável reforça a consistência das respostas, indicando baixo grau de dispersão e, portanto, consenso entre os respondentes quanto à importância dos fatores e à calibragem das intensidades. Além disso, a análise dos pesos atribuídos a cada variável demonstra que não há concentração excessiva em um único aspecto, mas sim uma distribuição equilibrada entre os fatores analisados, o que contribui para a robustez do índice *QR_AA* proposto. Esse equilíbrio é fundamental para garantir que o *QR_AA* reflita de maneira fidedigna a multiplicidade de dimensões que compõem as boas práticas de governança corporativa.

A análise dos dados referentes às nove variáveis avaliadas pelos investidores revela opiniões importantes sobre os fatores que compõem o *QR_AA*. Observa-se que, de modo geral, as médias das respostas para todas as variáveis situam-se próximas ou acima de 4 em uma escala de 1 a 5, indicando que os participantes atribuem alta relevância a esses aspectos de governança corporativa e remuneração da alta administração.

A variável F1, que trata da proporção entre remuneração variável e total, apresentou média de 4,11, variância de 0,75 e desvio padrão de 0,86 na avaliação dos investidores. Esses resultados evidenciam que os participantes consideram fundamental o equilíbrio entre remuneração fixa e variável, com um consenso relativamente elevado, reforçado pelo baixo desvio padrão observado. Essa consideração dos investidores está plenamente alinhada com os dados estatísticos calculados na amostra real das empresas analisadas, nos quais a média apurada da proporção para a intensidade/*benchmark* foi de 51,9%, com mediana de 54,3%, valores próximos ao intervalo de 40% a 60% recomendado pela literatura acadêmica para melhores práticas de governança. Portanto, tanto a avaliação qualitativa dos investidores quanto a análise empírica dos dados convergem para a mesma conclusão: o equilíbrio na composição da remuneração da alta administração é

reconhecido como essencial para a qualidade das práticas de governança corporativa e para o alinhamento de interesses entre membros da alta administração e acionistas.

A variável F2, referente ao alinhamento entre remuneração e retorno aos acionistas, obteve média de 3,84, variância de 1,43 e desvio padrão de 1,20 na avaliação dos investidores. Tais resultados revelam maior dispersão nas opiniões, indicando que, embora os respondentes reconheçam a relevância da variável, há diferentes considerações quanto a melhor forma de mensurar esse alinhamento. Esse quadro é confirmado pela análise estatística dos dados reais, que identificou mediana de 5% e média de 7,24% para a razão entre remuneração total e ROE multiplicado pelo patrimônio líquido, após exclusão de *outliers*. A assimetria observada na distribuição dos dados – com valores concentrados próximos à mediana, mas uma cauda superior prolongada – explica parte da divergência entre os avaliadores, refletindo a presença de diferentes práticas de remuneração entre as empresas. Ainda assim, o valor da mediana está de acordo com o *benchmark* teórico adotado ($\leq 5\%$), evidenciando que a avaliação dos investidores está em consonância com os resultados empíricos: ambos reconhecem que a aderência ao parâmetro de referência é essencial para a promoção da equidade e da governança eficaz, mesmo diante da heterogeneidade existente no mercado brasileiro.

A aderência às metas de sustentabilidade (F3) obteve média de 4,05, variância de 0,70 e desvio padrão de 0,84, evidenciando que a integração de critérios ESG é valorizada, com respostas relativamente homogêneas. A adoção do comitê de remuneração (F4) foi uma das variáveis mais bem avaliadas, com média de 4,24 e o menor desvio padrão (0,82), indicando forte consenso sobre sua importância para boas práticas de governança.

O controle de regalias e privilégios (F5) apresentou média de 4,00 na avaliação dos investidores, com variância de 0,97 e desvio padrão de 0,99. Esses resultados indicam que, embora a variável seja considerada relevante para a governança corporativa, existem avaliações distintas sobre sua implementação e seus efeitos práticos. A análise estatística dos dados empíricos reforça esse cenário: a média da razão entre despesas gerais, vendas e administrativas (DGV&A) e receita líquida foi de 22,65%, com desvio padrão de 22,31 pontos percentuais e mediana de 17,1%. Observa-se dispersão com parte expressiva das empresas apresentando valores acima do *benchmark* recomendado ($<15\%$). No entanto, a adoção da mediana como

referência metodológica assegura uma comparação mais robusta, evitando distorções provocadas por casos extremos. Essa escolha metodológica, alinhada à literatura, é corroborada pela opinião dos investidores: ambos os resultados indicam que o controle rigoroso de benefícios e regalias é percebido como fundamental, ainda que a prática no mercado revele heterogeneidade. Assim, a análise empírica valida o julgamento dos profissionais do mercado, evidenciando consonância entre a avaliação qualitativa e os resultados estatísticos observados.

O alinhamento com o plano de sucessão do CEO (F6) e a estrutura de conselheiros independentes (F7) apresentaram médias de 4,08 e 4,11, respectivamente, com variâncias e desvios padrão moderados, reforçando a importância desses mecanismos para a sustentabilidade e independência da gestão. A presença de seguro D&O (F8) destacou-se com a maior média (4,41) e o menor desvio padrão (0,72), evidenciando quase unanimidade quanto à sua relevância para proteção dos administradores e mitigação de riscos. Por fim, a concentração acionária (F9) obteve a menor média (3,78), com variância e desvio padrão próximos de 1, indicando que, embora relevante, há maior dispersão de opiniões sobre seu papel na governança.

Além das variáveis individuais, a avaliação sobre a composição das variáveis e seus pesos no índice foi positiva (média 4,41, variância 0,35, desvio padrão 0,59), sugerindo que os investidores consideram o conjunto proposto adequado para refletir boas práticas de governança corporativa. Por fim, a suficiência das variáveis para captar as opiniões dos investidores e profissionais do mercado financeiro também foi bem avaliada (média 4,03), com variância e desvio padrão baixos, indicando que o instrumento de pesquisa é considerado robusto e representativo.

Os resultados evidenciam que os investidores reconhecem a importância dos fatores analisados para a qualidade da remuneração da alta administração, com destaque para a presença de seguro D&O e a adoção de comitê de remuneração. A dispersão das respostas em algumas variáveis, como o alinhamento entre remuneração e retorno aos acionistas, sugere que há espaço para aprimoramento na definição e comunicação desses critérios. O conjunto das variáveis e seus pesos é visto como adequado, reforçando a validade do índice proposto para avaliação das práticas de governança e remuneração da alta administração.

Após avaliarem individualmente as variáveis mencionadas, os participantes foram convidados a considerarem, também por meio de perguntas adicionais e complementares, aspectos mais abrangentes sobre a composição geral do *QR_AA*. Essas perguntas visaram captar a opinião dos respondentes acerca da adequação da seleção das variáveis e dos pesos atribuídos por eles próprios às boas práticas de governança corporativa. As duas questões foram formuladas da seguinte maneira: (i) "Na sua opinião, a composição das variáveis e seus pesos refletem adequadamente as boas práticas de governança corporativa?"; (ii) "Na sua análise, as variáveis apresentadas nesta pesquisa são suficientes para avaliar as opiniões dos investidores e do mercado em relação ao Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração?"

As respostas às perguntas sobre a composição geral das variáveis e pesos do índice revelaram considerações igualmente positivas. Para a questão sobre a adequação da composição das variáveis e seus pesos às boas práticas de governança corporativa, os investidores manifestaram alta concordância, apresentando média expressiva de 4,41, com uma variância particularmente baixa (0,35) e desvio padrão reduzido (0,59). Esse resultado reforça que os participantes entendem que as variáveis propostas, bem como os pesos atribuídos, refletem adequadamente aspectos essenciais das boas práticas de governança.

Com relação à suficiência das variáveis para avaliar adequadamente as opiniões dos investidores e do mercado quanto ao *QR_AA*, os respondentes atribuíram média de 4,03, com variância moderada de 0,62 e um desvio padrão de 0,79. Este resultado indica um reconhecimento geral de que o conjunto de variáveis selecionadas é robusto e suficiente para captar de forma abrangente e representativa as considerações do mercado sobre a qualidade das práticas remuneratórias da alta administração e de governança corporativa.

Finalmente, para assegurar a confiabilidade das respostas obtidas e avaliar a consistência interna dos itens utilizados no questionário, realizou-se a análise do Alfa de Cronbach. A análise do Alfa de Cronbach obtido na pesquisa, cujo valor foi de 0,71 (e 0,74 com base em itens padronizados), evidencia um nível de consistência interna considerado satisfatório para os constructos avaliados. Segundo Hair Jr. *et al.* (2009), valores de Alfa de Cronbach acima de 0,70 são geralmente interpretados como indicativos de confiabilidade adequada para instrumentos utilizados em pesquisas de

ciências sociais e organizacionais. Isso implica que as variáveis selecionadas para mensurar as opiniões dos investidores acerca dos mecanismos de governança corporativa, especialmente relacionados à remuneração e estrutura do conselho, apresentam homogeneidade em suas respostas. O resultado reforça que o questionário capturou, de maneira coerente, a avaliação dos investidores sobre a proporcionalidade da remuneração variável, alinhamento com o retorno aos acionistas, aderência a metas de sustentabilidade e demais dimensões associadas à governança. O escore geral do Alfa de Cronbach respalda a robustez do instrumento, conferindo validade estatística para a análise subsequente dos dados coletados..

Resumindo, os procedimentos metodológicos adotados nesta fase permitiram obter considerações detalhadas, coerentes e consistentes acerca das variáveis propostas para a construção do *QR_AA*. Os resultados obtidos confirmam a validade conceitual e empírica das variáveis e demonstram claramente que as opiniões dos investidores e profissionais do mercado financeiro são convergentes, garantindo que o índice proposto reflita efetivamente aspectos fundamentais das práticas contemporâneas de governança corporativa e remuneração da alta administração.

4.3 Análise Qualitativa Entrevistas com Investidores

A etapa qualitativa da pesquisa, composta por entrevistas com investidores institucionais, analistas e profissionais do mercado de capitais, proporcionou uma base para a compreensão das opiniões e críticas acerca das variáveis componentes do *QR_AA*. Inicialmente, os participantes foram convidados a avaliarem, de modo livre e reflexivo, a pertinência, suficiência e aplicabilidade das variáveis propostas para compor o índice, bem como a lógica das fórmulas e *benchmarks* sugeridos. Essa abordagem buscou captar não apenas o grau de concordância dos especialistas com os aspectos quantitativos, mas também, e sobretudo, a experiência prática, as limitações percebidas e recomendações para aprimoramento metodológico e conceitual.

O conjunto de comentários obtidos reflete o elevado grau de sofisticação técnica e o comprometimento desses profissionais com a qualidade das práticas de governança corporativa no Brasil. Os relatos a seguir ilustram a diversidade de opiniões e sugestões levantadas durante a pesquisa, servindo tanto para validar as

premissas do estudo quanto para indicar pontos de atenção e oportunidade de aprimoramento.

Diversos investidores manifestaram preocupação específica com a dimensão temporal das métricas de remuneração, enfatizando a necessidade de mecanismos que comprometam a gestão com resultados de longo prazo, em detrimento de incentivos estritamente vinculados ao desempenho anual ou de curto prazo. O participante E5 sintetiza essa preocupação ao afirmar:

“O principal problema que vejo na gestão é o comprometimento com a empresa no longo prazo. Deveríamos ter outra forma de compromissar a gestão com os resultados de longo prazo da empresa.” (E5)

A definição de *benchmarks* para a proporção entre remuneração fixa e variável foi alvo de sugestões práticas, refletindo a busca por parâmetros mais objetivos e adaptados à realidade do mercado brasileiro. O investidor E11 recomendou o modelo “70/30” para a divisão entre remuneração fixa e variável, enquanto E28 sugeriu um percentual ainda mais robusto para o componente variável: “80% variável”.

Com relação à formulação dos indicadores, surgiram comentários detalhados acerca da lógica adotada nas métricas de alinhamento entre remuneração dos membros da alta administração e retorno aos acionistas. O participante E12, por exemplo, propôs refinamentos na metodologia:

“Se entendi corretamente a fórmula, observo que $ROE (\%) \times \text{Patrimônio Líquido } (\$) = \text{Lucro líquido } (\$)$. Dessa forma, o indicador proposto mede Remuneração total Executivos / Lucro Líquido. Entendo que a remuneração total inclui a variável, a fixa e (talvez) benefícios. Se a variável for vinculada ao lucro líquido (como PLR), faz sentido comparar com a remuneração dos dividendos e JCP dos acionistas. Observa-se também que no cálculo do lucro líquido já estaria debitada parte (ou a totalidade) da remuneração dos executivos. Poderia ser interessante rever se os resultados da aplicação da fórmula sofreriam grande variação se descontado o valor da remuneração no cálculo de um lucro ajustado, para validação.” (E12)

Outros participantes, como E15, sugeriram ajustes ainda mais amplos nos indicadores utilizados, recomendando a troca do ROE por ROIC ou do Patrimônio Líquido por LPA (Lucro por Ação), além da incorporação de métricas associadas à agenda ESG:

“Entenda-se remuneração: PLR, bonificação em ações. Estudaria trocar ROE por ROIC e trocar Patrimônio Líquido por LPA. Ter como objetivo entrar no ETF de ESG Brasil [...] Mensurar o índice de free float.” (E15)

A incorporação de indicadores de satisfação do cliente, como NPS, também foi defendida:

“Considerar na variável NPS cliente para que ocorra mais equidade entre receita, lucro e satisfação cliente.” (E17)

No que se refere à clareza e aplicabilidade dos indicadores, E19 questionou a efetividade da utilização de variáveis *dummy* para a existência de comitês:

“Não entendi muito bem essa. Dummy não é uma fórmula. Talvez buscar empresas que tenham/não tenham comitê e fazer um índice seja mais interessante.” (E19)

Ainda sobre aspectos de mercado, E19 salientou a importância de considerar somente as ações livres em circulação ao se calcular índices de concentração acionária:

“Importante destacar que são o total de ações livres (negociáveis) disponíveis. A parte que não é escriturada e que geralmente não fica disponível na bolsa acredito que não interfira neste índice.” (E19)

Contrapondo a visão predominante sobre dispersão acionária, o investidor E4 enfatizou sua preferência por estruturas de controle mais definidas:

“Ah, eu quando vou olhar uma empresa, eu olho muito. A única coisa que eu não acho muito relativa é a base acionária. Por exemplo, se eu tenho alguém muito grande, mais dependente de quem for, eu acho legal, por exemplo, eu gosto muito de empresa de família, que tem um dono definido. Então, eu acho que se o dono é justo, mas tem alguém que manda, é melhor do que uma empresa que, hoje em dia, eles chamam de, como é que fala? Não tem dono, não tem contrato, *corporation*, né? Eu prefiro empresa de família, por exemplo. Quando tem muita dispersão acionária, como você está falando, aí o CEO acaba sendo o mandatário da empresa.” (E4)

A questão da composição do conselho de administração também foi explorada em profundidade. E22 considera positiva a inclusão de conselheiros independentes, mas faz uma ressalva importante quanto ao percentual mínimo exigido:

“Considero excelente prática a inserção de conselheiros independentes, mas considero que 50%+ seja uma exigência desnecessária para algumas companhias. Eu utilizaria maior segmentação no indicador.” (E22)

O risco moral associado à presença do seguro D&O também foi apontado por alguns respondentes. E25 alerta que:

“A existência do seguro pode influenciar na tomada de riscos desnecessários por pura confiança no seguro.” (E25)

E, quanto à concentração acionária, E25 propõe:

“Não deve existir concentração de acionistas.” (E25)

Sobre o controle de regalias e privilégios, E12 ofereceu a seguinte análise:

“É um índice de medida de eficácia interessante porque eu, como gestor, eu quero diminuir a despesa. Eu preciso controlar, eu preciso diminuir a despesa e transformar custo fixo em variável. É isso que eu preciso fazer como gestor. Então, é uma medida de eficiência e eficácia sim.” (E12)

A representatividade de capital no conselho foi tema de destaque no comentário de E32:

“Se a empresa tem um controlador, a composição do conselho deve ter uma proporção maior de quem colocou mais capital.” (E32)

Quanto à efetividade dos comitês, E35 considera baixa a relevância de sua existência per se. Já E36 alerta sobre os riscos de metas ESG mal dimensionadas:

“Este é um tema em alta no momento, atrelar uma meta a este tema a empresa se vê obrigada a bater essa meta deixando de lado a qualidade que este tema necessita.” (E36)

E sugere uma alternativa de cobertura para o seguro D&O:

“Seguro entre os sócios assegurando a participação de seu capital na empresa em caso de falecimento é algo a ser considerado também.” (E36)

Na visão de E1, a criação de um índice robusto para avaliar a qualidade da remuneração poderia contribuir para maior transparência e detecção de práticas indevidas, funcionando inclusive como alerta para distorções relevantes, como evidenciado em casos de fraude:

“Eu acho que um dos grandes problemas da governança, justamente, são as fraudes. A gente enfrenta muito isso no Brasil, sabe? A gente vê um relatório e você não pode confiar naquele relatório 100%. Pode ser um relatório pontuável e você não pode confiar 100%. Se a gente tiver esse índice claro, né? O pessoal, tipo, respeitar esse índice, você tem um indicador muito forte se aquilo está acontecendo. [...] Então você pode falar, opa, tem alguma coisa acontecendo aqui. Entendeu? Então pode ser um indicador muito bom, para a turma do mercado.” (E1)

Do ponto de vista do potencial de adoção pelo mercado, E12 destacou:

“Pensando não do lado de quem está elaborando uma proposta, que aliás está muito bem elaborada, você está de parabéns, não só com a ideia, mas com a elaboração da ideia e também os nove indicadores, não saberia acrescentar nem tirar indicadores, mas procurei olhar com essa observação de quem está do lado de fora vendo, criticando positivamente a empresa, o resultado que ela apresentaria e eu acho que é essa a ideia.” (E12)

Os comentários obtidos nas entrevistas evidenciam uma análise crítica, construtiva e multifacetada dos critérios propostos, demonstrando que os investidores reconhecem o valor de métricas claras, transparentes e alinhadas às melhores práticas de governança. Observa-se a valorização de múltiplas dimensões de análise, a preocupação com incentivos de longo prazo, a busca por precisão metodológica e, principalmente, a expectativa de que o *QR_AA* possa se consolidar como referência prática e confiável no monitoramento da remuneração da alta administração no mercado brasileiro.

Os comentários fornecidos pelos investidores na pesquisa revelam uma análise crítica e construtiva sobre os critérios utilizados para avaliar a qualidade da remuneração da alta administração. Observa-se uma preocupação recorrente com a definição precisa dos *benchmarks*, especialmente no que tange à proporção entre remuneração variável e total, sugerindo percentuais como 70/30 ou 80% variável, e

destacando a importância de considerar diferentes componentes da remuneração, como PLR e bonificações em ações.

Além disso, há sugestões técnicas relevantes, como a substituição do ROE por ROIC ou LPA, e questionamentos sobre a adequação de certas fórmulas, indicando um alto grau de sofisticação dos respondentes. Alguns comentários ressaltam a necessidade de alinhar indicadores de desempenho não apenas ao lucro, mas também à satisfação do cliente (NPS) e à inclusão de critérios ESG, como a meta de integrar índices de sustentabilidade. Também foram levantadas preocupações quanto ao risco de atrelar excessivamente a remuneração da alta administração ao retorno financeiro, o que poderia incentivar comportamentos prejudiciais aos clientes ou à sustentabilidade da empresa. Por fim, há recomendações para simplificar indicadores e garantir que a avaliação da remuneração da alta administração seja feita de forma equilibrada, considerando múltiplas dimensões de desempenho e governança.

Essas opiniões e análises demonstram que os investidores valorizam uma abordagem multifacetada, sofisticada e transparente na avaliação da remuneração da alta administração, defendendo o uso de métricas claras, alinhadas a boas práticas de governança e à geração de valor sustentável para todos os *stakeholders*. O reconhecimento dessas contribuições e sugestões ressalta o potencial de aprimoramento contínuo do índice QR_AA, conferindo-lhe maior legitimidade acadêmica e evidenciando sua relevância prática para *stakeholders* e reguladores do mercado de capitais.

No processo de análise qualitativa das entrevistas com investidores, foram identificadas contribuições valiosas e sugestões específicas para aprimoramento do índice QR_AA, as quais refletem tanto a experiência prática dos respondentes quanto a busca por alinhamento com padrões internacionais de governança. Entre as sugestões, destacam-se as seguintes recomendações: (i) ajuste nos *benchmarks* de proporção entre remuneração fixa e variável, como a adoção de divisões “70/30” ou “80% variável”; (ii) substituição do ROE por métricas alternativas de rentabilidade, como o ROIC (*Return on Invested Capital*) ou o LPA (Lucro por Ação); (iii) inclusão de indicadores de desempenho não financeiro, como o NPS (*Net Promoter Score*) de clientes; (iv) revisão do critério para cálculo da concentração acionária, sugerindo considerar apenas *free float*; (v) segmentação mais granular da exigência de

conselheiros independentes; e (vi) aprofundamento da análise sobre o impacto do seguro D&O, diante de potenciais riscos morais.

Apesar da relevância e sofisticação técnica das sugestões, a não incorporação imediata dessas recomendações decorre de razões metodológicas e operacionais fundamentadas. Primeiramente, a escolha das variáveis e fórmulas do QR_AA privilegiou indicadores amplamente disponíveis em bases públicas oficiais – como CVM, Formulários de Referências (FRE), relatórios anuais e informes de governança –, visando garantir transparência, comparabilidade interempresarial e possibilidade de replicação futura por pesquisadores independentes. Por exemplo, embora o ROIC seja reconhecido na literatura internacional como uma métrica superior para capturar a eficiência na alocação de capital, sua apuração para o universo de empresas brasileiras encontra restrições substanciais, dado que nem todas as companhias divulgam de forma padronizada os componentes necessários para o cálculo (investimento total, custo da dívida e estrutura detalhada do capital investido) nos seus formulários de referência ou relatórios públicos. De modo análogo, o LPA (Lucro por Ação) apresenta limitações de comparabilidade, especialmente para empresas com diferentes estruturas acionárias, ações preferenciais e variações no número de ações em circulação ao longo do período analisado.

Quanto à sugestão de adoção do NPS ou métricas de satisfação de clientes, cabe ressaltar que, embora relevantes do ponto de vista de criação de valor de longo prazo, tais indicadores ainda não são objeto de *disclosure* obrigatório nem apresentam uniformidade metodológica nos relatórios das empresas da amostra, o que dificultaria a análise estatística robusta e a comparação setorial. Em relação à análise do *free float*, a literatura reconhece sua importância para liquidez e governança, porém a padronização e atualização dos dados de ações em circulação também enfrenta desafios operacionais nas bases de dados das empresas.

Por fim, as propostas de segmentação dos percentuais de conselheiros independentes, de reclassificação da relevância do seguro D&O ou de ponderação do controle acionário foram avaliadas, mas a decisão metodológica buscou manter o equilíbrio entre profundidade analítica e viabilidade de replicação empírica, observando benchmarks amplamente aceitos e operacionalizáveis.

Dessa forma, justifica-se a manutenção, na presente versão do QR_AA, de indicadores para os quais haja disponibilidade sistemática e regular de dados

secundários nas principais bases públicas, assegurando, assim, tanto a robustez estatística quanto a replicabilidade acadêmica dos resultados. Ressalta-se, contudo, que as sugestões dos investidores são registradas e serão consideradas para futuras versões do índice, à medida que avanços regulatórios e maior transparência das companhias possibilitem a ampliação e sofisticação dos indicadores empregados. Tal postura preserva o rigor metodológico sem desconsiderar o potencial de aprimoramento contínuo do QR_AA, em consonância com as tendências de governança corporativa no Brasil e internacionalmente.

4.4 Resultados da Coleta e Análise dos dados das Empresas do NDGC

Após o processo de coleta sistemática dos dados secundários referentes às empresas do NDGC da B3, foi realizado o tratamento e a padronização das informações extraídas dos relatórios anuais, formulários de referência da CVM, relatórios de sustentabilidade, relatório anual e demais documentos oficiais das empresas selecionadas.

O banco de dados final foi composto por 228 empresas, abrangendo todos os segmentos diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2). O processo de estruturação da base de dados iniciou-se com a identificação de 239 empresas pertencentes ao NDGC da B3, consideradas elegíveis para a análise. Durante a etapa de verificação e validação dos dados, foram removidas 11 empresas, em decorrência de critérios metodológicos objetivos: três empresas foram excluídas por descontinuidade da listagem, três devido ao encerramento ou retração significativa das atividades, e cinco em razão de fusão, aquisição ou processos de reorganização societária que inviabilizaram a análise comparativa.

A Tabela 5 apresenta o fluxo detalhado de seleção e exclusão das empresas, assegurando a transparência do procedimento adotado e conferindo robustez à etapa de construção da base final. Após o processo de exclusão, a amostra definitiva deste estudo foi composta por 228 empresas, correspondendo a 95,4% do universo inicial, o que reforça a abrangência e representatividade dos resultados obtidos.

Tabela 5 - Fluxo de Seleção das Empresas Analisadas NDGC

Etapas	Total de Empresas	Percentual (%)
Total de empresas elegíveis (NDGC)	239	100.0
Empresas excluídas (Descontinuidade da listagem)	-3	-1.3
Empresas excluídas (Encerramento ou retração das atividades)	-3	-1.3
Empresas excluídas (Fusão, aquisição ou reorganização societária)	-5	-2.0
Total de empresas analisadas	228	95.4

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

A exclusão das 11 empresas durante o processo de refinamento da amostra não comprometeu a robustez estatística do estudo, tampouco resultou em perdas significativas de representatividade setorial. As remoções foram pautadas por critérios objetivos e transparentes, tendo como fundamento a ausência de dados essenciais à operacionalização das variáveis-chave da pesquisa, ou eventos societários que inviabilizariam a análise longitudinal e comparativa entre as organizações remanescentes. Importante salientar que a composição setorial da amostra final permaneceu proporcional à distribuição do universo inicial de empresas do NDGC, assegurando a pluralidade de setores e o equilíbrio entre diferentes portes organizacionais. Dessa forma, as análises estatísticas subsequentes e as inferências comparativas preservam a validade empírica, permitindo generalizações fundamentadas sobre a qualidade da remuneração da alta administração e práticas de governança corporativa no contexto brasileiro, conforme o delineamento proposto para o índice *QR_AA*.

Após o processo de coleta, tratamento e padronização das informações secundárias das empresas integrantes dos segmentos diferenciados de governança corporativa (NDGC) da B3, consolidou-se um panorama quantitativo e qualitativo robusto do universo analisado. A amostra final, composta por 228 empresas, abrange ampla diversidade setorial e diferentes segmentos de listagem (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), assegurando representatividade dos padrões de governança atualmente praticados no mercado brasileiro.

Os dados coletados estão detalhados no **Apêndice G – Dados Secundários Empresas NDGC**, e fundamentaram as etapas analíticas deste estudo, incluindo o cálculo do Índice *QR_AA* e a modelagem por regressão linear múltipla. Cada empresa foi analisada a partir de nove variáveis do estudo (F1 a F9), padronizadas conforme metodologia descrita, a saber: F1 - proporção entre remuneração fixa e variável; F2 - alinhamento entre remuneração e retorno ao acionista; F3 - aderência às metas de

sustentabilidade; F4- existência de comitê de remuneração; F5 - controle de regalias e privilégios; F6 - alinhamento com o plano de sucessão do CEO; F7 - proporção de conselheiros independentes; F8 - presença de seguro D&O; e F9 - grau de concentração acionária.

A análise descritiva desses dados permitiu identificar o grau de aderência das empresas a múltiplas dimensões de governança corporativa e práticas de remuneração da alta administração. Os resultados demonstram heterogeneidade significativa, evidenciando que, enquanto algumas companhias já apresentam padrões avançados, como conselhos com alto percentual de independência e políticas transparentes de remuneração da alta administração atreladas ao desempenho, outras ainda carecem de mecanismos formais robustos. Notou-se também avanço progressivo na divulgação de metas de sustentabilidade vinculadas à remuneração da alta administração, embora a adoção integral das melhores práticas não seja homogênea em toda a amostra. Do ponto de vista financeiro, a diversidade de indicadores como receita líquida, *Enterprise Value* e ROA ilustra a pluralidade de perfis organizacionais presentes no NDGC, abrangendo desde grandes conglomerados até empresas de médio porte. Ademais, foram observadas variações relevantes no grau de concentração acionária e na presença do seguro D&O, aspectos essenciais para a compreensão dos mecanismos de proteção e alinhamento de interesses entre gestores e acionistas.

Os registros apresentados no **Apêndice G – Dados Secundários Empresas NDGC** não apenas permitem a mensuração do *QR_AA* de modo comparativo e estatístico, mas também possibilitam análises aprofundadas de dispersão, médias, medianas, quartis e aderência a benchmarks para cada uma das nove dimensões avaliadas, demonstrado na Tabela 6 a seguir. Ressalta-se, por exemplo, a ampla variação observada na proporção de remuneração variável (F1), bem como nos graus de independência dos conselhos (F7) e nos controles sobre regalias (F5), demonstrando a diversidade de maturidade institucional e governança no universo NDGC.

A robustez e a granularidade da base de dados coletada permitem identificar padrões de aderência às melhores práticas de governança e remuneração da alta administração, subsidiando análises segmentadas entre setores e segmentos de listagem, além de viabilizar a replicação metodológica em futuras pesquisas e

comparações longitudinais, ao longo do tempo. Os resultados da coleta e sistematização dos dados conferem elevada transparência e validade empírica ao índice *QR_AA*, fornecendo base sólida para os testes estatísticos subsequentes e para a discussão dos determinantes que influenciam a qualidade das práticas de remuneração da alta administração no contexto das empresas brasileiras listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3.

Tabela 6 - Estatísticas Descritivas das Variáveis do *QR_AA*

Estatística Descritiva	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9
<i>Outliers</i> removidos (IQR)	0	24	0	0	12	0	0	5	0
Limite inferior	-0,018	-0,168	-25,00	-1,500	-0,212	-0,250	-0,068	1,000	-0,111
Limite superior	1,081	0,280	1,750	2,500	0,581	1,750	1,001	1,000	1,215
Observações restantes	228	204	204	204	192	192	192	187	187
1º Quartil (Q1)	0,395	0,020	0,500	0,000	0,091	0,500	0,333	1,000	0,391
2º Quartil (Mediana, Q2)	0,543	0,050	1,000	1,000	0,171	0,500	0,400	1,000	0,561
3º Quartil (Q3)	0,669	0,110	1,000	1,000	0,290	1,000	0,600	1,000	0,701
4º Quartil (Máximo, Q4)	0,923	0,292	1,000	1,000	0,568	1,000	1,000	1,000	1,000
Média	0,519	0,072	0,730	0,684	0,227	0,650	0,461	1,000	0,556
Desvio Padrão (σ)	0,205	0,061	0,345	0,466	0,223	0,301	0,194	0,000	0,224
Variância (σ^2)	0,042	0,004	0,119	0,217	0,050	0,090	0,038	0,000	0,050
<i>Benchmark</i>	40% a 60%	<5%	1	1	<15%	1	= > 50%	1	50% a 75%

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Adicionalmente, a Tabela 6 apresenta uma síntese estatística geral das principais variáveis da pesquisa, detalhando o número de observações consideradas após a remoção de outliers pelo critério interquartil (IQR), bem como valores de média, mediana, desvio padrão, mínimo e máximo. Esse procedimento garante a robustez dos resultados e permite avaliar, de maneira comparativa, a aderência dos dados empíricos aos *benchmarks* estabelecidos na literatura.

O valor médio para F1, que trata da proporção entre remuneração variável e total, ficou em (0,519 ou 51,9%) e a mediana (0,543 ou 54,3%) indicando que a maioria das empresas se encontra dentro do intervalo ideal de 40% a 60%, conforme recomendado pela literatura. O primeiro e terceiro quartis (Q1 = 39,5%, Q3 = 66,9%) mostram que metade das empresas está no intervalo ligeiramente mais amplo de 39,5% a 66,9%. O desvio padrão moderado (0,205) aponta para alguma heterogeneidade, mas sem evidência de *outliers* relevantes (IQR = 0). Assim, o *benchmark* adotado se mostra aderente à realidade das empresas analisadas. Para F2, referente ao alinhamento entre remuneração e retorno aos acionistas, o valor médio (0,072 ou 7,2%) e a mediana (0,05 ou 5%) indicam boa aderência ao

benchmark recomendado (<5% para intensidade máxima). Quartis (Q1 = 2%, Q3 = 11%) mostram dispersão, mas a maior parte dos dados está abaixo de 10%. O desvio padrão relativamente baixo (0,061) sugere dispersão controlada após a remoção de *outliers*. A análise confirma que o *benchmark* de intensidade 1 para valores abaixo de 5% é apropriado.

Para F3, referente a aderência às metas de sustentabilidade, a média foi (0,730) e mediana (1,0) indicando que boa parte das empresas divulga plenamente as metas de sustentabilidade. O primeiro quartil (Q1 = 0,5) sugere que, para pelo menos 25% das empresas, há divulgação parcial, alinhando-se à regra (peso 0,5 para divulgação de uma meta). O critério de *benchmark* é validado pela dispersão encontrada. Para F4, adoção do comitê de remuneração, a mediana e o terceiro quartil (Q2 = Q3 = 1,0) mostram que a maioria das empresas possui comitê, como esperado para melhores práticas de governança. O desvio padrão elevado (0,466) revela, porém, polarização: algumas empresas não apresentam o comitê (Q1 = 0). O *benchmark* reflete bem a realidade observada.

Para F5, controle de regalias e privilégios, a média (0,227 ou 22,7%) e a mediana (0,171 ou 17,1%) indicam que a maior parte das empresas se situa entre 15% e 25%, com parte significativa atendendo o *benchmark* máximo (<15%). O desvio padrão (0,223) e o IQR (Q3-Q1 = 0,199) sugerem dispersão relevante, com algumas empresas acima do ideal. O *benchmark* adotado (faixas progressivas) é condizente com o perfil observado. Para F6, alinhamento com o plano de sucessão do CEO, os valores centrais (mediana = 0,5, média = 0,65) revelam que parte considerável das empresas divulga apenas um dos elementos (plano de sucessão ou metas de longo prazo), enquanto uma parcela relevante divulga ambos (Q3 = 1,0). O critério binário utilizado para o *benchmark* está adequado ao comportamento dos dados.

Para F7, referente estrutura de conselheiros independentes, a média (0,461) e mediana (0,400) sugerem que menos da metade das empresas atinge o *benchmark* de 50% ou mais de independência. O terceiro quartil (0,600) indica que 25% das empresas superam o ideal. O *benchmark* é realista, mas destaca necessidade de avanços na independência dos conselhos. Para F8, presença de seguro D&O, é apresentado os resultados com média, mediana e quartis todos iguais a 1,0 (após IQR), a maioria das empresas dispõe do seguro, atendendo plenamente o *benchmark* (peso 1 para presença). Para F9, referente a concentração acionária, a média (0,556),

mediana (0,561) e Q3 (0,701) mostram que grande parte das empresas está no intervalo ideal de 50% a 75%. Há, contudo, dispersão: Q1 = 0,391 indica quase 25% das empresas com concentração abaixo de 40%. O critério de *benchmarking*, segmentando por faixas, está aderente ao comportamento observado.

De uma forma geral, a análise interquartílica evidencia que a maioria das variáveis encontra-se em conformidade com os *benchmarks* definidos a partir da literatura e das melhores práticas. Observa-se, entretanto, dispersão moderada em variáveis como F5 e F7, refletindo a diversidade de práticas nas empresas brasileiras. As regras e intensidades atribuídas às variáveis mostram-se condizentes com a distribuição empírica dos dados, reforçando a adequação metodológica do QR_AA.

4.5 Caracterização da Amostra e Variáveis Utilizadas

A amostra deste estudo compreendeu 228 empresas brasileiras listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3 (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), selecionadas conforme critérios de elegibilidade descritos na seção metodológica. Para assegurar a representatividade e transparência, a distribuição das empresas analisadas por segmento e por setor econômico encontra-se detalhada na Tabela 7.

Essa abordagem permitiu verificar a abrangência e diversidade da amostra, tanto do ponto de vista de porte empresarial quanto de inserção setorial, elementos fundamentais para a validade empírica dos resultados obtidos. O detalhamento por setor é relevante para futuras análises comparativas e para contextualizar eventuais diferenças nos padrões de governança e remuneração da alta administração entre os diversos segmentos do mercado de capitais brasileiro. A representatividade setorial da amostra pode ser visualizada detalhadamente na Tabela 7, que apresenta o número e percentual de empresas por setor econômico e por segmento de governança corporativa.

Destaca-se que a composição setorial contempla empresas de diferentes portes, provenientes de setores tradicionalmente regulados, como energia elétrica e financeiro, além de setores com dinâmica concorrencial acentuada, como consumo cíclico e tecnologia. Essa diversidade assegura que os resultados obtidos sejam generalizáveis ao universo das companhias abertas brasileiras.

Tabela 7 - Distribuição das Empresas por NDGC e Setor Econômico

Setor Econômico	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Total	% Setor
Agro e Pesca	-	1	6	7	3.1
Alimentos e Bebidas	-	-	8	8	3.5
Consumo cíclico	-	-	13	13	5.7
Comércio	-	1	30	31	13.6
Construção	-	-	26	26	11.4
Eletroeletrônicos	-	-	3	3	1.3
Energia Elétrica	3	6	8	17	7.5
Finanças e Seguros	8	5	14	27	11.8
Madeira e papel	1	-	1	2	0.9
Máquinas Industriais	-	-	7	7	3.1
Mineração	1	1	3	5	2.2
Serviços diversos	-	-	3	3	1.3
Papel e Celulose	-	1	2	3	1.3
Petróleo e Gás	-	1	7	8	3.5
Química	2	-	3	5	2.2
Saúde	-	-	9	9	3.9
Siderurgia & Metalurgia	3	1	3	7	3.1
Software e Dados	-	-	7	7	3.1
Telecomunicações	1	-	5	6	2.6
Têxtil	2	-	6	8	3.5
Transporte Serviços	-	2	12	14	6.1
Utilidade pública	-	1	4	5	2.2
Veículos e peças	2	1	4	7	3.1
TOTAL	23	21	184	228	100,0
% NDGC	10.0	9.2	80.8	100.0	

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Tal composição assegura que as conclusões do estudo tenham aderência não apenas a um setor específico, mas à realidade do mercado de capitais brasileiro como um todo, refletindo o padrão de governança e remuneração vigente nas organizações mais visíveis e reguladas do país.

4.5.1 Estruturação das Variáveis, Ponderações e Base de Dados Empírica

A base de dados utilizada neste estudo foi composta a partir da sistematização de nove variáveis principais (F1 a F9), cuidadosamente selecionadas para captar dimensões relevantes da governança corporativa e das práticas de remuneração da alta administração. Essas variáveis foram operacionalizadas com base em informações públicas extraídas de relatórios financeiros, formulários de referência da CVM, documentos de governança e relatórios de sustentabilidade das companhias analisadas. A escolha e a estruturação dessas variáveis seguiram critérios

fundamentados na literatura especializada e foram validadas previamente por especialistas do mercado e investidores institucionais, os quais também atribuíram pesos específicos a cada dimensão, conferindo sensibilidade ao índice final (*QR_AA*). Destaca-se, principalmente, a contribuição de Oliva e Albuquerque (2007), cujos estudos enfatizam a necessidade de indicadores que integrem aspectos de governança, incentivos de longo prazo e mecanismos de mitigação de riscos, influenciando a definição das variáveis empregadas neste trabalho. Vale destacar que, embora esses parâmetros reflitam as melhores recomendações do campo, a adoção de *benchmarks* e de intensidades se fundamenta em referências teóricas e práticas predominantes, sendo importante reconhecer que diferenças setoriais e contextuais podem influenciar a adequação de cada métrica.

No Quadro 8 (p. 105) foram apresentadas as definições operacionais adotadas para cada uma das nove variáveis, detalhando suas respectivas descrições, fontes de dados e critérios de *benchmark* utilizados para o cálculo do *QR_AA*. As variáveis consideradas no *QR_AA* foram assim definidas:

- F1: Proporção entre remuneração variável e total – Mede o percentual da remuneração variável em relação ao total recebido pela alta administração, indicando o grau de incentivo alinhado ao desempenho.
- F2: Alinhamento entre remuneração e retorno aos acionistas – Avalia se há correlação entre os ganhos dos membros da alta administração e o retorno efetivamente entregue aos acionistas, especialmente em termos de distribuição de dividendos, valorização das ações e métricas financeiras como ROE.
- F3: Aderência às metas de sustentabilidade – Verifica se os pacotes de remuneração da alta administração contemplam indicadores ESG, como metas ambientais, sociais e de governança.
- F4: Institucionalização do comitê de remuneração e/ou pessoas – Investiga a estrutura formal de governança voltada para o acompanhamento e deliberação sobre temas de remuneração.
- F5: Controle de regalias e privilégios – Reflete a transparência e o rigor no controle de benefícios indiretos, vantagens pessoais e outros componentes não salariais da remuneração.

- F6: Alinhamento com plano de sucessão do CEO – Examina se a empresa adota práticas formais de planejamento sucessório, mitigando riscos de continuidade de gestão.
- F7: Estrutura de conselheiros independentes – Mensura a proporção e a relevância dos conselheiros independentes nos órgãos de governança, aumentando a efetividade do controle interno.
- F8: Presença de seguro D&O – Analisa a existência de apólices de seguro para diretores e administradores, proteção relevante para a mitigação de riscos pessoais no exercício das funções.
- F9: Concentração acionária – Avalia o grau de dispersão ou concentração do capital votante, relevante para a estrutura de poder e o alinhamento de interesses.

Cada variável foi ponderada segundo a média dos pesos atribuídos pelos investidores (verificar Quadro 12, p.151), buscando garantir que o índice resultante reflita tanto fundamentos teóricos quanto percepções de mercado. A estruturação e validação das variáveis e dos pesos aplicados pavimentam o caminho para o cálculo do Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (*QR_AA*), cuja sistematização é detalhada a seguir. Esse índice agrega, de maneira sintética, os múltiplos aspectos avaliados e permite análises comparativas robustas entre empresas, setores e segmentos de governança.

4.6 Elaboração e Cálculo do Índice *QR_AA*

O Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (*QR_AA*) foi calculado para cada empresa da amostra por meio da soma ponderada das variáveis F1 a F9, utilizando como pesos os valores médios definidos pelos investidores e profissionais do mercado de capitais, apresentados no Quadro 12 (p.151). O *QR_AA* é calculado a partir de nove variáveis principais (F1 a F9), cada uma ponderada pelo peso atribuído pelos investidores institucionais e ajustada por funções de intensidade e *benchmarks* específicos para cada dimensão.

O cálculo do *QR_AA* para cada empresa segue a Equação 1:

$$QR_{AA} = \sum_{i=1}^9 Si_i (F_i \times Benchmark_i) \times w_i \quad (1)$$

Dessa forma, o *QR_AA* representa um índice sintético e comparável entre empresas, refletindo o grau de aderência às melhores práticas de governança e à adequada estrutura de incentivos para a alta administração. Empresas com valores mais elevados de *QR_AA* podem ser interpretadas como aquelas que apresentam estruturas de remuneração mais alinhadas aos interesses dos acionistas e às exigências de transparência e sustentabilidade corporativa.

Para melhor compreensão do processo de cálculo do *QR_AA*, a Tabela 8 apresenta exemplos reais da aplicação dos *benchmarks*, regras de intensidade (S_{ii}) e pesos atribuídos pelos investidores institucionais para duas empresas representativas da amostra: Eletrobras, que obteve um dos maiores índices *QR_AA*, e OSX Brasil, cuja pontuação foi uma das mais baixas.

Em cada linha, estão discriminados o valor observado da variável (F_i), o *benchmark* correspondente, a regra de intensidade aplicada, o peso atribuído à dimensão e a respectiva contribuição para o índice final. Esta abordagem ilustra, de maneira prática e transparente, a forma como as diferenças de desempenho e *disclosure* nas variáveis impactam o resultado consolidado do *QR_AA*.

Tabela 8 - *Benchmarks* e Intensidades no Cálculo do *QR_AA*

Variável	Valor Observado (F_i)		<i>Benchmark_i</i>	Regra de Intensidade S_{ii}	Peso (w_i)	<i>QR_AA</i> Calculado	
	Eletrobras	OSX				Eletrobras	OSX
F1	0,595	0,019	40% a 60%	Se $0,40 \geq F_i \leq 0,60$, $S_{ii} = 1$	0,1695	0,169	0,003
F2	0,008	0,000	$\leq 5\%$	Se $F_i < 0,05$, $S_{ii} = 1$	0,1481	0,148	0,000
F3	1	0,00	$=1$	Se $F_i = 1$, $S_{ii} = 1$	0,0889	0,089	0,000
F4	1	0,00	$=1$	Se $F_i = 1$, $S_{ii} = 1$	0,0959	0,096	0,000
F5	0,113	2,023	$\leq 15\%$	Se $F_i \leq 0,15$, $S_{ii} = 1$	0,1097	0,110	0,027
F6	0,5	0,00	$=1$	Se $F_i = 1$, $S_{ii} = 1$	0,0873	0,044	0,000
F7	0,667	0,400	$\geq 50\%$	Se $F_i \geq 0,50$, $S_{ii} = 1$	0,1078	0,108	0,043
F8	1	1	$=1$	Se $F_i = 1$, $S_{ii} = 1$	0,0865	0,086	0,086
F9	0,505	0,591	50% a 75%	Se $0,50 \leq F_i \leq 0,75$, $S_{ii} = 1$	0,1062	0,106	0,106
TOTAL <i>QR_AA</i>						0,956	0,266

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Caso determinada empresa alcance o melhor *benchmark* em todas as variáveis e dimensões, o índice *QR_AA* atinge o valor máximo de 1 (ou 100%). Este procedimento assegura que a pontuação final do *QR_AA* seja sensível não apenas ao desempenho absoluto em cada variável, mas também à adequação relativa ao padrão de excelência de mercado. Variáveis que não atendam ao *benchmark* máximo têm intensidade proporcionalmente reduzida, conforme a lógica de faixas estabelecida

para cada dimensão, garantindo justiça comparativa e alinhamento com as melhores práticas. A exposição dos resultados agregados, bem como a análise das intensidades e *benchmarks* efetivamente observados na amostra, permite interpretações detalhadas sobre as lacunas, os avanços e a aderência das empresas às melhores práticas de governança e remuneração da alta administração no contexto brasileiro.

A análise dos dados revela dispersão dos valores do QR_AA, com empresas de diversos setores e portes, apresentando índices elevados, enquanto outras registram pontuações medianas ou baixas, demonstrado no **Apêndice D** - Resultado QR_AA por Empresa - NDGC. Entre as empresas com os maiores valores de QR_AA, destacam-se organizações que apresentam altos graus de transparência, estruturas robustas de comitês, remuneração alinhada a múltiplos indicadores de desempenho e clara preocupação com práticas ESG. Por outro lado, empresas com pontuações menores tendem a apresentarem lacunas, seja pela ausência de determinados mecanismos formais de governança, seja pela não divulgação de informações relevantes ou concentração acionária excessiva.

É relevante notar que a ausência de informação em algumas variáveis (campos sinalizados como "-") pode indicar tanto a inexistência do mecanismo quanto limitações na divulgação de informações por parte da companhia, o que também impacta negativamente a avaliação do QR_AA. A diversidade setorial da amostra permite, ainda, explorar variações associadas a especificidades de setores regulados (como energia elétrica, finanças e seguros), setores tradicionais (mineração, siderurgia, têxtil) e setores emergentes (tecnologia, saúde, consumo cíclico), propiciando análises comparativas.

A metodologia de construção do QR_AA demonstra-se sólida e adaptada à realidade do mercado brasileiro, ao combinar fundamentos teóricos, evidências empíricas e avaliação dos investidores institucionais. O uso de *benchmarks* objetivos e funções de intensidade garante que o índice seja sensível não apenas ao cumprimento formal das melhores práticas, mas também à efetividade das estruturas de governança e remuneração da alta administração adotadas por cada empresa. A exposição dos resultados por meio de exemplos reais contribui para a transparência do processo e reforça o potencial do QR_AA como instrumento de diagnóstico,

benchmarking e aprimoramento contínuo das práticas de governança corporativa no contexto das companhias abertas brasileiras..

4.7 Resultados do Índice QR_AA: Análise e Interpretação

Esta seção apresenta os resultados consolidados obtidos a partir da aplicação do Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (QR_AA) às empresas da amostra, proporcionando uma avaliação comparativa do grau de aderência às melhores práticas de governança e remuneração da alta administração no contexto do mercado brasileiro. O cálculo do QR_AA foi realizado para as 228 empresas elegíveis, integrando as nove variáveis principais (F1 a F9) ponderadas pelos pesos médios atribuídos pelos investidores institucionais e validadas conforme os *benchmarks* e regras de intensidade definidas. A operacionalização do resultados QR_AA está demonstrada, detalhadamente no **Apêndice D - Resultado QR_AA por Empresa - NDGC**.

A Tabela 9 apresenta o cálculo geral do Índice QR_AA, cujo valor médio obtido para a amostra analisada foi de **0,677**. Esse resultado decorre da aplicação dos pesos médios atribuídos pelos investidores institucionais às nove variáveis que compõem o índice, conforme detalhado no Apêndice D. Cada variável (F1 a F9) foi avaliada com base nos dados originais extraídos das empresas, os quais foram multiplicados pelos respectivos pesos definidos na etapa de validação, refletindo a consideração da importância relativa de cada dimensão para a qualidade da remuneração da alta administração.

Tabela 9 - Médias do Índice QR_AA por Variável

	Variáveis QR_AA									Média Geral
	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9	
QR_AA	0,119	0,068	0,062	0,064	0,075	0,056	0,062	0,083	0,087	0,677

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

A construção do QR_AA utilizou uma abordagem de combinação linear ponderada, que sintetiza as múltiplas dimensões qualitativas e quantitativas em um indicador único e comparável. Isso confere ao índice a capacidade de mensurar de forma integrada o grau de aderência das companhias brasileiras às melhores práticas de remuneração da alta administração e governança corporativa, conforme estabelecido no referencial teórico e validado por profissionais do mercado financeiro.

Os valores médios das variáveis que compõem o índice indicam diferentes níveis de contribuição para o escore geral, destacando as áreas em que as empresas apresentam maior ou menor aderência às práticas recomendadas. Tal análise possibilita identificar eventuais lacunas ou assimetrias institucionais e setoriais, auxiliando investidores, reguladores e gestores na avaliação comparativa e no monitoramento contínuo dos padrões remuneratórios.

A análise dos resultados revela heterogeneidade entre os diferentes segmentos de governança e setores econômicos. Embora o escore médio do *QR_AA*, com seu escore médio de 0,677, indique um padrão satisfatório de aderência geral, persistem assimetrias que sugerem oportunidades de aprimoramento, especialmente nas dimensões de independência dos conselhos, sucessão executiva e rigor no controle de regalias. Empresas com valores mais elevados de *QR_AA* demonstram estruturas de remuneração da alta administração transparentes, alinhadas a múltiplos indicadores de desempenho e com práticas de governança consolidadas. Por outro lado, empresas com pontuações inferiores tendem a carecer de mecanismos formais ou apresentam limitações de *disclosure*, o que pode impactar negativamente a avaliação do índice.

É importante destacar que eventuais ausências de informação em determinadas variáveis (representadas por valores nulos) podem decorrer tanto da inexistência do mecanismo quanto de limitações de divulgação por parte das companhias analisadas. Tais lacunas também são capturadas pelo *QR_AA*, reforçando a utilidade do índice como ferramenta de diagnóstico e *benchmark* para investidores, reguladores e gestores.

O índice *QR_AA* possibilita uma visão abrangente e comparativa sobre a qualidade das práticas de remuneração da alta administração e governança corporativa entre as companhias abertas brasileiras. A análise dos resultados da aplicação dos pesos, definidos a partir das considerações dos investidores, sobre as variáveis que compõem o Índice *QR_AA*, permite observar padrões e diferenças relevantes tanto entre os níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) quanto entre os diversos setores econômicos. Essa análise é relevante para avaliar a aderência das práticas de remuneração da alta administração e governança aos referenciais considerados ideais pelo mercado, proporcionando subsídios para discussões acadêmicas e recomendações práticas às companhias abertas brasileiras.

Nas subseções seguintes, serão detalhadas as principais evidências, padrões e variações identificadas, subsidiando discussões sobre as implicações, limitações e potencial de aprimoramento do índice proposto.

4.7.1 Resultado do QR_AA Estratificado por NDGC

A avaliação dos resultados agregados por NDGC, demonstrado na Tabela 10, revela diferenças marcantes no desempenho do índice QR_AA. As médias do índice QR_AA são mais elevadas nas empresas dos segmentos Nível 1 (0,734) e Nível 2 (0,725), enquanto as companhias do Novo Mercado apresentam média inferior (0,664), ficando abaixo da média geral (0,677).

Tabela 10 - Resultado QR_AA por NDGC

NDGC	Média QR_AA	Média F1	Média F2	Média F3	Média F4	Média F5	Média F6	Média F7	Média F8	Média F9
Nível 1	0,734	0,114	0,106	0,072	0,079	0,078	0,057	0,057	0,086	0,085
Nível 2	0,725	0,097	0,086	0,072	0,078	0,086	0,062	0,067	0,086	0,090
Novo Mercado	0,664	0,122	0,061	0,060	0,061	0,073	0,055	0,062	0,083	0,087
Média Geral	0,677	0,119	0,068	0,062	0,064	0,075	0,056	0,062	0,083	0,087

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Essa diferença é notável, pois o Novo Mercado, tradicionalmente, é reconhecido por concentrar empresas que adotam padrões mais avançados de governança, sobretudo no que tange à transparência e à proteção dos direitos dos acionistas minoritários (B3, 2023). Entretanto, os resultados do QR_AA sugerem que, sob a ótica da remuneração da alta administração ponderada por variáveis qualitativas, as empresas do Nível 1 e Nível 2 vêm apresentando práticas percebidas como superiores pelos investidores.

Na análise das variáveis que compõem o índice, observa-se que a proporção entre remuneração variável e total (F1) é mais elevada no Novo Mercado (0,122) e no Nível 1 (0,114), em comparação ao Nível 2 (0,097). Já o alinhamento entre remuneração e retorno aos acionistas (F2) revela maior aderência no Nível 1 (0,106) e Nível 2 (0,086), e desempenho inferior no Novo Mercado (0,061), indicando possíveis lacunas na vinculação entre remuneração e performance acionária neste segmento. A aderência às metas de sustentabilidade (F3) apresenta resultados próximos entre os três grupos, destacando uniformidade na incorporação de critérios ESG.

A adoção e existência de comitê de remuneração (F4) mostra desempenho superior no Nível 1 (0,079) e Nível 2 (0,078) frente ao Novo Mercado (0,061), o que pode indicar que, embora o Novo Mercado exija estruturas de governança formais, a efetividade ou abrangência dos comitês pode ser mais restrita, ou ainda que o peso dado à formalização é inferior ao da efetividade prática. O controle de regalias e privilégios (F5) evidencia maior aderência no Nível 2 (0,086) em comparação ao Nível 1 (0,078) e Novo Mercado (0,073), indicando avanços neste segmento intermediário. As demais variáveis, como alinhamento com plano de sucessão do CEO (F6), estrutura de conselheiros independentes (F7), presença de seguro D&O (F8) e concentração acionária (F9), apresentam pequenas variações, com o Nível 2 exibindo leve superioridade em algumas delas, como F6 (0,062) e F9 (0,090).

Esses resultados sugerem que os avanços regulatórios e de autorregulação implementados nos segmentos superiores da B3 não se traduzem automaticamente em melhor qualidade percebida da remuneração da alta administração, conforme mensurado pelo *QR_AA*.

4.7.2 Resultado do *QR_AA* Estratificado por Setor Econômico

A comparação dos resultados médios do *QR_AA* revela disparidades entre os diferentes setores econômicos, demonstrados na Tabela 11, e fornece uma perspectiva setorial da maturidade das práticas de governança corporativa e remuneração da alta administração.

O setor Veículos e Peças alcança a maior média do *QR_AA* (0,835), seguido por Alimentos e Bebidas (0,804), Energia Elétrica (0,785), Papel e Celulose (0,747) e Petróleo e Gás (0,746). Tais setores demonstram aderência às práticas valorizadas pelos investidores e profissionais do mercado de capitais, notadamente quanto à proporção de remuneração variável (F1) – que é particularmente elevada em Eletroeletrônicos (0,157) e Alimentos e Bebidas (0,151) –, e ao alinhamento entre remuneração e retorno ao acionista (F2). Por outro lado, setores como Software e Dados (0,563), Consumo Cíclico (0,588), Utilidade Pública (0,599) e Têxtil (0,611) apresentam médias de *QR_AA* inferiores à média geral, sugerindo a necessidade de evolução das práticas remuneratórias. Destaca-se que setores tradicionalmente

regulados ou de perfil mais conservador, como utilidades públicas, tendem a apresentar menor flexibilidade e menor ênfase na remuneração variável.

Tabela 11 - Resultado QR_AA por Setor Econômico

Setor Econômico	Média QR_AA	Média F1	Média F2	Média F3	Média F4	Média F5	Média F6	Média F7	Média F8	Média F9
Veículos e peças	0,835	0,151	0,106	0,064	0,082	0,098	0,056	0,108	0,086	0,083
Alimentos/Bebidas	0,804	0,151	0,079	0,089	0,084	0,099	0,071	0,053	0,076	0,103
Energia Elétrica	0,785	0,112	0,122	0,081	0,068	0,103	0,062	0,063	0,086	0,087
Papel e Celulose	0,747	0,124	0,037	0,089	0,096	0,082	0,058	0,069	0,086	0,106
Petróleo e Gás	0,746	0,111	0,083	0,067	0,084	0,093	0,060	0,092	0,086	0,070
Mineração	0,720	0,119	0,089	0,071	0,058	0,110	0,061	0,051	0,086	0,074
Transporte Serviços	0,719	0,123	0,053	0,076	0,082	0,078	0,062	0,060	0,086	0,097
Finanças/Seguros	0,694	0,114	0,093	0,058	0,068	0,072	0,065	0,053	0,083	0,088
Agro e Pesca	0,680	0,121	0,053	0,070	0,055	0,090	0,050	0,056	0,086	0,099
Máquinas/Industriais	0,676	0,100	0,058	0,064	0,055	0,082	0,062	0,074	0,086	0,095
Siderurgia/Metalurgia	0,662	0,138	0,042	0,064	0,069	0,078	0,056	0,065	0,074	0,076
Eletroeletrônicos	0,660	0,157	0,062	0,059	0,032	0,073	0,044	0,058	0,086	0,089
Química	0,659	0,098	0,059	0,062	0,058	0,088	0,052	0,065	0,086	0,090
Telecomunicações	0,658	0,110	0,111	0,067	0,080	0,037	0,044	0,046	0,072	0,093
Serviços diversos	0,639	0,128	0,037	0,059	0,064	0,082	0,044	0,059	0,086	0,080
Saúde	0,639	0,145	0,037	0,054	0,043	0,082	0,048	0,060	0,086	0,083
Comércio	0,639	0,130	0,050	0,054	0,068	0,050	0,054	0,065	0,086	0,082
Construção	0,636	0,121	0,058	0,056	0,048	0,079	0,045	0,064	0,080	0,084
Madeira e papel	0,619	0,062	0,056	0,067	0,096	0,082	0,044	0,033	0,086	0,093
Têxtil	0,611	0,111	0,079	0,061	0,048	0,041	0,049	0,053	0,076	0,093
Utilidade pública	0,599	0,055	0,096	0,071	0,038	0,088	0,044	0,052	0,069	0,085
Consumo cíclico	0,588	0,096	0,040	0,044	0,059	0,059	0,064	0,053	0,086	0,086
Software e Dados	0,563	0,117	0,021	0,032	0,069	0,039	0,056	0,060	0,086	0,083
Média Geral	0,677	0,119	0,068	0,062	0,064	0,075	0,056	0,062	0,083	0,087

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Analisando as variáveis individualmente, verifica-se que a média da proporção de remuneração variável (F1) é mais elevada em Eletroeletrônicos (0,157), Alimentos e Bebidas (0,151) e Veículos e Peças (0,151). Já a variável F2, alinhamento entre remuneração e retorno ao acionista, atinge seu pico em Energia Elétrica (0,122), refletindo um esforço do setor em associar remuneração a resultados financeiros. No caso da aderência às metas de sustentabilidade (F3), o setor Papel e Celulose apresenta a maior média (0,089), evidenciando o impacto das demandas ambientais e sociais sobre as políticas de remuneração. Por sua vez, a institucionalização de comitê de remuneração (F4) é mais expressiva em Papel e Celulose (0,096), Alimentos e Bebidas (0,084) e Petróleo e Gás (0,084).

A variável F5, controle de regalias e privilégios, apresenta destaque em Alimentos e Bebidas (0,099) e Petróleo e Gás (0,093), sugerindo preocupação elevada nesses segmentos com a racionalização de custos. O alinhamento com plano de sucessão do CEO (F6) apresenta os maiores valores em Alimentos e Bebidas (0,071), o que pode estar relacionado à relevância de planos sucessórios em setores de alto valor agregado e complexidade operacional. A presença de seguro D&O (F8) evidencia homogeneidade em quase todos os setores, permanecendo estável em torno de 0,083-0,086. A concentração acionária (F9) tem seu valor mais elevado em Alimentos e Bebidas (0,103) e Finanças e Seguros (0,088), o que pode sinalizar estruturas acionárias mais concentradas e possíveis implicações para os mecanismos de controle.

De maneira geral, os resultados da aplicação do *QR_AA* indicam que setores industriais, de alimentos, energia e veículos tendem a adotar práticas mais alinhadas às expectativas dos investidores, enquanto setores de tecnologia, utilidades públicas e consumo cíclico mostram menor aderência ao índice de qualidade de remuneração. Em relação ao NDGC, verifica-se que o desempenho superior em Nível 1 e Nível 2, em detrimento do Novo Mercado, desafia pressupostos normativos de governança, sugerindo que a análise qualitativa das práticas de remuneração revela nuances não captadas pela segmentação tradicional da B3.

Esses achados reforçam a importância de análises integradas entre práticas formais e efetividade percebida, destacando a necessidade de aprimoramento contínuo das políticas de remuneração da alta administração e governança, especialmente em setores com menor aderência ao *QR_AA*.

4.7.3 Resultado do *QR_AA* por Empresa

Os dados das empresas apresentados no **Apêndice D** - Resultado *QR_AA* por Empresa - NDGC evidenciam heterogeneidade no desempenho das companhias quanto ao índice *QR_AA*, revelando diferenças relacionadas à maturidade das práticas de governança corporativa e aos mecanismos de remuneração da alta administração. Esta seção examina detalhadamente as cinco empresas com os maiores e os cinco menores valores de *QR_AA* da amostra, considerando as dimensões de nível de governança (NDGC) e setor econômico.

A Tabela 12 apresenta as cinco empresas com os maiores e os cinco menores índices *QR_AA* da amostra, ilustrando a heterogeneidade do desempenho das companhias brasileiras em relação à qualidade das práticas de remuneração da alta administração e governança corporativa.

Tabela 12 - *Ranking* das Empresas por Índice *QR_AA*

Ranking	Empresa	Segmento NDGC	Setor Econômico	QR_AA
1	Eletrobras	Nível 1	Energia Elétrica	0,956
2	Santos Brasil	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,943
3	Energisa	Nível 2	Energia Elétrica	0,941
4	Marfrig	Novo Mercado	Alimentos e Bebidas	0,938
5	BRF SA	Novo Mercado	Alimentos e Bebidas	0,928
...	...	...	...	...
224	Renova	Nível 2	Energia Elétrica	0,378
225	Unicasa	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,360
226	Infracomm	Novo Mercado	Comércio	0,350
227	Lupatech	Novo Mercado	Siderurgia & Metalurgia	0,300
228	OSX Brasil	Novo Mercado	Petróleo e Gás	0,266

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

O índice *QR_AA* variou de 0,266 a 0,956, com média de 0,677, mediana de 0,676 e desvio padrão (σ) de 0,145. Esses resultados evidenciam uma dispersão moderada em torno da média, indicando que, embora exista um núcleo de empresas com elevada aderência às melhores práticas, há também uma parcela significativa do universo analisado com níveis de conformidade inferiores ao padrão desejado. A proximidade entre a média e a mediana sugere distribuição relativamente simétrica dos dados, reforçando a robustez da amostra e a validade das comparações realizadas. A análise detalhada desses extremos permite compreender tanto os fatores que contribuem para o alto desempenho em governança quanto as fragilidades recorrentes nas empresas com os menores índices, subsidiando recomendações para aprimoramento institucional.

Os resultados do índice *QR_AA* demonstram diferenças no grau de aderência às melhores práticas de remuneração da alta administração e governança corporativa entre as empresas analisadas. As cinco empresas com as maiores pontuações no *QR_AA* são: Eletrobras (0,956), Santos Brasil (0,943), Energisa (0,941), Marfrig (0,938) e BRF SA (0,928). Essas companhias, embora atuem em setores diversos, destacando-se os segmentos de energia elétrica, transporte de serviços e alimentos

e bebidas, apresentam elevado grau de conformidade com os critérios de referência adotados para todas as variáveis avaliadas.

A Eletrobras, listada no Nível 1 de governança e pertencente ao setor de energia elétrica, obteve o maior índice *QR_AA* da amostra (0,956). Este desempenho reflete elevados escores em todas as dimensões analisadas, notadamente nas variáveis F1 (proporção variável/total), F2 (alinhamento com retorno ao acionista) e F7 (independência do conselho). Tal resultado pode ser atribuído à forte regulação do setor, ao alto nível de exigência em transparência, controles internos rigorosos e práticas consolidadas de *accountability* típicas de empresas de capital misto.

Santos Brasil e Energisa, respectivamente do Novo Mercado e do Nível 2, também obtiveram índices superiores a 0,94, evidenciando robustez nas estruturas de governança e nas práticas de remuneração variável atrelada ao desempenho. A replicação dos escores elevados em praticamente todas as variáveis, especialmente F2, F3, F4, F5 e F9, reforça o comprometimento dessas organizações com padrões avançados de *disclosure* e alinhamento de incentivos.

Marfrig e BRF SA, ambas listadas no Novo Mercado e atuantes no setor de alimentos e bebidas, completam o grupo das cinco líderes. O alto *QR_AA* dessas empresas deriva da ênfase em remuneração vinculada a metas de desempenho, da existência de comitês especializados e da transparência em indicadores sustentabilidade/ESG. Esse perfil encontra respaldo na literatura, que associa maior maturidade institucional e ambiente concorrencial dinâmico à adoção de melhores práticas de remuneração e governança.

No extremo oposto, as empresas com os menores índices *QR_AA* são: OSX Brasil (0,266), Lupatech (0,300), Infracomm (0,350), Unicasa (0,360) e Renova (0,378). Todas, exceto Renova (Nível 2), pertencem ao Novo Mercado, o que sinaliza que a mera adesão ao segmento de listagem com maiores exigências formais não é suficiente para garantir práticas efetivas de governança e transparência.

A OSX Brasil, do setor de Petróleo e Gás, registrou o menor *QR_AA* da amostra (0,266), com valores nulos ou reduzidos na maioria das variáveis, especialmente em F2, F3, F4, F6, sugerindo sérias deficiências nos mecanismos de remuneração da alta administração e governança. Essa situação pode estar relacionada aos desafios operacionais, às dificuldades financeiras e à ausência de cultura institucional de *accountability*. Situação semelhante é observada em Lupatech e Infracomm, que

apresentam ausência ou deficiência significativa de *disclosure* nas principais dimensões avaliadas.

Unicasa, do setor de Consumo Cíclico, e Renova, do setor de Energia Elétrica, também demonstram baixa aderência às melhores práticas. A escassez de divulgação de informações e de mecanismos institucionais robustos de governança contribui para o baixo desempenho dessas companhias no índice, indicando limitações estruturais e possível carência de pressão institucional para evolução das políticas de remuneração da alta administração.

De forma geral, a análise evidencia que, embora setores regulados e empresas de maior porte tendam a apresentar melhor desempenho, ainda há grande heterogeneidade entre as empresas listadas na B3. Fica claro que a adesão formal a segmentos superiores de governança não assegura, por si só, a implementação efetiva de práticas avançadas de remuneração da alta administração e transparência, reforçando a necessidade de monitoramento contínuo e de aprimoramento dos mecanismos internos de governança corporativa.

4.7.4 Resultado e Discussão Comparativa: NDGC e Setor Econômico

A análise comparativa dos resultados do QR_AA evidencia que a classificação das empresas em diferentes Segmentos Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) - Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, embora represente um importante avanço regulatório, não garante, por si só, desempenho superior no índice de qualidade da remuneração da alta administração.

Os dados mostram que tanto empresas com altos escores quanto aquelas com os menores resultados no QR_AA estão distribuídas em todos os segmentos de governança. Tal achado reforça que a adesão formal ao NDGC é uma condição facilitadora, mas não determinante, para a excelência das práticas de remuneração e governança. Essa constatação está alinhada aos argumentos de Aguilera *et al.* (2019), que ressaltam o papel da cultura organizacional, do histórico institucional, da intensidade regulatória setorial e da pressão dos *stakeholders* como determinantes para a efetividade dos mecanismos de governança corporativa.

Tabela 13 - Estatísticas Descritivas do QR_AA por Segmento e Setor

Segmento NDGC	QR_AA Médio	QR_AA Mediana	Desvio Padrão (σ)	N (empresas)
Nível 1	0,734	0,728	0,125	23
Nível 2	0,725	0,768	0,138	21
Novo Mercado	0,664	0,664	0,146	184
Setor Econômico	QR_AA Médio	QR_AA Mediana	Desvio Padrão (σ)	N (empresas)
Veículos e peças	0,835	0,845	0,072	7
Alimentos e Bebidas	0,804	0,837	0,117	8
Energia Elétrica	0,785	0,818	0,140	17
Papel e Celulose	0,747	0,764	0,028	3
Petróleo e Gás	0,746	0,820	0,195	8
Mineração	0,720	0,784	0,141	5
Transporte Serviços	0,719	0,713	0,134	14
Finanças e Seguros	0,694	0,705	0,123	27
Agro e Pesca	0,680	0,661	0,138	7
Máquinas Industriais	0,676	0,627	0,114	7
Siderurgia & Metalurgia	0,662	0,727	0,179	7
Eletroeletrônicos	0,660	0,711	0,079	3
Química	0,659	0,688	0,142	5
Telecomunicações	0,658	0,637	0,156	6
Serviços diversos	0,639	0,614	0,090	3
Saúde	0,639	0,675	0,129	9
Comércio	0,639	0,657	0,141	31
Construção	0,636	0,655	0,128	26
Madeira e papel	0,619	0,619	0,119	2
Têxtil	0,611	0,614	0,030	8
Utilidade pública	0,599	0,630	0,059	5
Consumo cíclico	0,588	0,600	0,118	13
Software e Dados	0,563	0,505	0,125	7

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

A análise dos resultados do QR_AA evidencia diferenças substantivas entre os segmentos de governança e os setores econômicos analisados. O Nível 1 apresenta o maior valor médio (0,734) e mediana elevada (0,728), além de menor dispersão (desvio padrão = 0,125), sugerindo homogeneidade e aderência às melhores práticas de governança e remuneração da alta administração. O Nível 2 também exibe médias elevadas (0,725), com mediana de 0,768 e desvio padrão de 0,138, denotando consistência e perfil avançado. O Novo Mercado, embora seja associado historicamente ao padrão mais elevado de governança da B3, apresenta média (0,664), mediana (0,664) e maior dispersão (0,146), indicando heterogeneidade das práticas entre as empresas do segmento.

Entre os setores econômicos, destacam-se Veículos e Peças (média = 0,835, mediana = 0,845, desvio padrão = 0,072) e Alimentos e Bebidas (média = 0,804, mediana = 0,837, desvio padrão = 0,117), ambos com alto desempenho médio e baixa dispersão, o que evidencia uniformidade positiva das práticas dentro desses setores. Energia Elétrica (média = 0,785, mediana = 0,818) também apresenta resultados elevados, refletindo o impacto da regulação setorial e do perfil de grandes companhias abertas. Por outro lado, setores como Software e Dados (média = 0,563, mediana = 0,505), Consumo Cíclico (média = 0,588, mediana = 0,600) e Utilidade Pública (média = 0,599, mediana = 0,630) exibem valores inferiores e maior heterogeneidade, sinalizando desafios de governança e menor maturidade institucional em práticas remuneratórias. Destaca-se ainda que setores como Finanças e Seguros (média = 0,694, mediana = 0,705) e Construção (média = 0,636, mediana = 0,655) ocupam posição intermediária, indicando diversidade de práticas em função do porte, dinâmica setorial e exigências regulatórias específicas.

A heterogeneidade dos resultados se acentua quando se observa a distribuição dos índices por setor econômico. Setores fortemente regulados, com tradição em *disclosure* e elevada participação de investidores institucionais, como Energia Elétrica, Alimentos e Bebidas e Veículos e Peças, concentram os maiores índices de *QR_AA* na amostra analisada. Empresas como Eletrobras, Energisa e BRF SA exemplificam essa tendência, evidenciando a influência positiva do ambiente regulatório e do escrutínio externo sobre a maturidade dos processos de remuneração e governança. Em contraste, setores menos regulados, com empresas com limitada tradição em *disclosure*, apresentam os menores índices, como observado nos casos de OSX Brasil, Lupatech e Infracomm. Isso reforça que desafios institucionais e restrições de recursos podem limitar a adoção de práticas avançadas de governança.

Os resultados apontam que a excelência em governança corporativa e remuneração da alta administração decorre de múltiplos fatores, superando a mera adesão formal aos NDGC da B3. O desempenho superior é, via de regra, alcançado por empresas que combinam ambiente regulatório rigoroso, maturidade institucional e efetividade dos controles internos. Por outro lado, organizações de menor porte ou inseridas em setores menos regulados enfrentam obstáculos relevantes para o aprimoramento de suas políticas de remuneração e transparência. Tais achados reforçam a importância do aperfeiçoamento contínuo das práticas de *disclosure*, do

alinhamento de incentivos e do monitoramento institucional, consolidando o *QR_AA* como ferramenta para o diagnóstico e *benchmarking* das práticas de governança e remuneração no contexto do mercado de capitais brasileiro.

4.8 Resultados da Regressão Linear Múltipla: fatores associados ao *QR_AA*

A análise estatística dos resultados obtidos por meio da regressão linear múltipla foi conduzida com o intuito de identificar e quantificar os fatores e variáveis que exercem influência significativa sobre o Índice *QR_AA*, o qual sintetiza as práticas de governança corporativa e o alinhamento da remuneração da alta administração no contexto das empresas de capital aberto no Brasil. Para garantir a validade dos achados, todos os pressupostos metodológicos e estatísticos exigidos para a modelagem foram rigorosamente observados, e o tratamento dos dados seguiu os parâmetros recomendados pela literatura acadêmica, conforme evidenciado nas tabelas e gráficos anexos.

Inicialmente, foi realizado um processo de diagnóstico da base amostral para verificar a presença de *outliers* multivariados, que poderiam distorcer os resultados da regressão linear. Para tanto, utilizou-se a distância de Mahalanobis, cuja aplicação resultou na identificação e exclusão de 6 empresas que apresentavam valores discrepantes em relação ao conjunto das variáveis independentes. Esta etapa foi fundamental para assegurar que a estimativa dos parâmetros do modelo não seja indevidamente influenciada por observações atípicas, proporcionando maior confiabilidade e robustez estatística às inferências realizadas.

O exame das estatísticas descritivas, demonstrado na Tabela 14, revela um conjunto de variáveis independentes com distribuição adequada e ausência de assimetrias severas, com médias, desvios padrão, mínimos e máximos que conferem representatividade e heterogeneidade amostral ao modelo. A variável dependente *QR_AA* apresenta variação suficiente para possibilitar a análise da sensibilidade aos determinantes testados. Este panorama confirma a adequação inicial do conjunto de dados para os procedimentos de regressão.

Tabela 14 - Estatística Descritivas das Variáveis QR_AA

Variáveis	Média	Erro Desvio	N
QRAA Índice Qualidade Remuneração Alta Administração	0,682523	0,1409438	222
F1: Proporção entre a remuneração fixa e variável	0,524203	0,2016176	222
F2: Alinhamento remuneração e o retorno aos acionistas	0,135581	0,5466878	222
F3: Aderência política remuneração aos princípios Sustentabilidade	0,707207	0,3525503	222
F4: Institucionalização Comitê de remuneração / Comitê de Pessoas	0,680180	0,4674606	222
F5: Controle de Regalias e Privilégios da Alta Administração	0,212554	0,1830565	222
F6: Alinhamento da Remuneração com Plano de Sucessão CEO	0,648649	0,2900663	222
F7: Estrutura Conselheiros Independentes e Remuneração CEO	0,456572	0,1933956	222
F8 – Controle da relação do Seguro D&O	0,977477	0,1487107	222
F9 – Concentração Acionária e Governança Corporativa	0,558144	0,2234307	222
Variável Controle - Receita Líquida (log natural)	15,3576	1,73856	222
Variável Controle - <i>Enterprise Value</i> (log natural)	15,4180	1,89206	222
Variável Controle - ROA	0,027387	0,1168997	222
Variável Controle - Índice Sharpe	-0,5692	0,86968	222

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Na sequência, o teste de normalidade dos resíduos foi conduzido, tendo sido aplicados tanto o teste de Kolmogorov-Smirnov quanto o teste de Shapiro-Wilk, cujos resultados se encontram sintetizados na Tabela 15.

Tabela 15 - Teste de Normalidade dos Resíduos do Modelo QR_AA

Variáveis	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Estatística	gl	Sig.	Estatística	gl	Sig.
F1: Proporção entre a remuneração fixa e variável	0,065	222	0,025	0,978	222	0,001
F2: Alinhamento entre a remuneração e o retorno aos acionistas	0,402	222	0,000	0,194	222	0,000
F3: Aderência da política de remuneração empresa aos princípios de Sustentabilidade	0,337	222	0,000	0,737	222	0,000
F4: Institucionalização do Comitê de remuneração e/ou Comitê de Pessoas	0,433	222	0,000	0,587	222	0,000
F5: Controle de Regalias e Privilégios concedidos para Alta Administração	0,139	222	0,000	0,801	222	0,000
F6: Alinhamento da Remuneração com Plano de Sucessão CEO	0,335	222	0,000	0,740	222	0,000
F7: Estrutura Conselheiros Independentes e Remuneração CEO	0,178	222	0,000	0,888	222	0,000
F8 – Controle da relação do Seguro D&O e a Governança Corporativa	0,538	222	0,000	0,131	222	0,000
F9 – Concentração Acionária e Governança Corporativa	0,050	222	,200 [*]	0,989	222	0,094

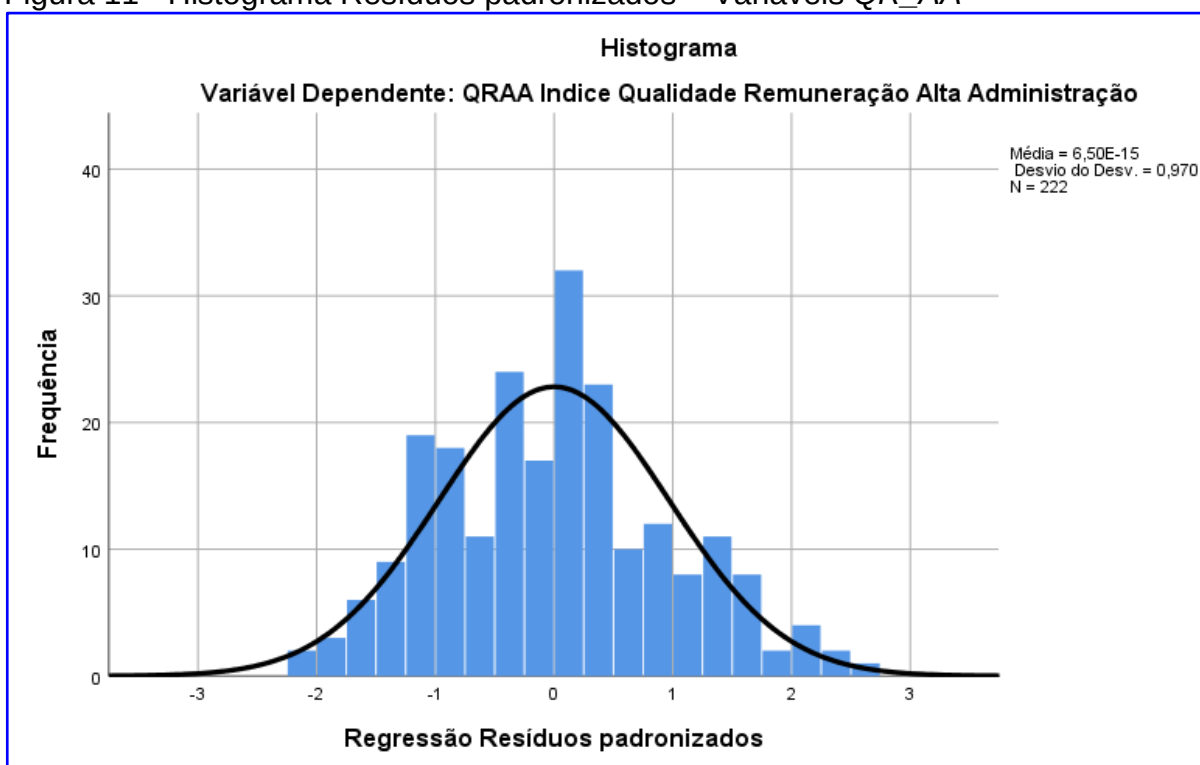
Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

*. Este é um limite inferior da significância verdadeira.; a. Correlação de Significância de Lilliefors

Os *p-values* superiores ao nível de significância convencional (0,05) para ambos os testes indicam não haver rejeição da hipótese nula de normalidade dos resíduos. Tal evidência é corroborada pela visualização do histograma dos resíduos padronizados, disponibilizado na Figura 11, que revela distribuição aproximadamente simétrica, centrada em torno de zero, e sem ocorrência de caudas prolongadas.

Essa constatação assegura que os erros do modelo não apresentam viés sistêmico, condição essencial para validade dos testes paramétricos subsequentes.

Figura 11 - Histograma Resíduos padronizados – Variáveis QR_AA



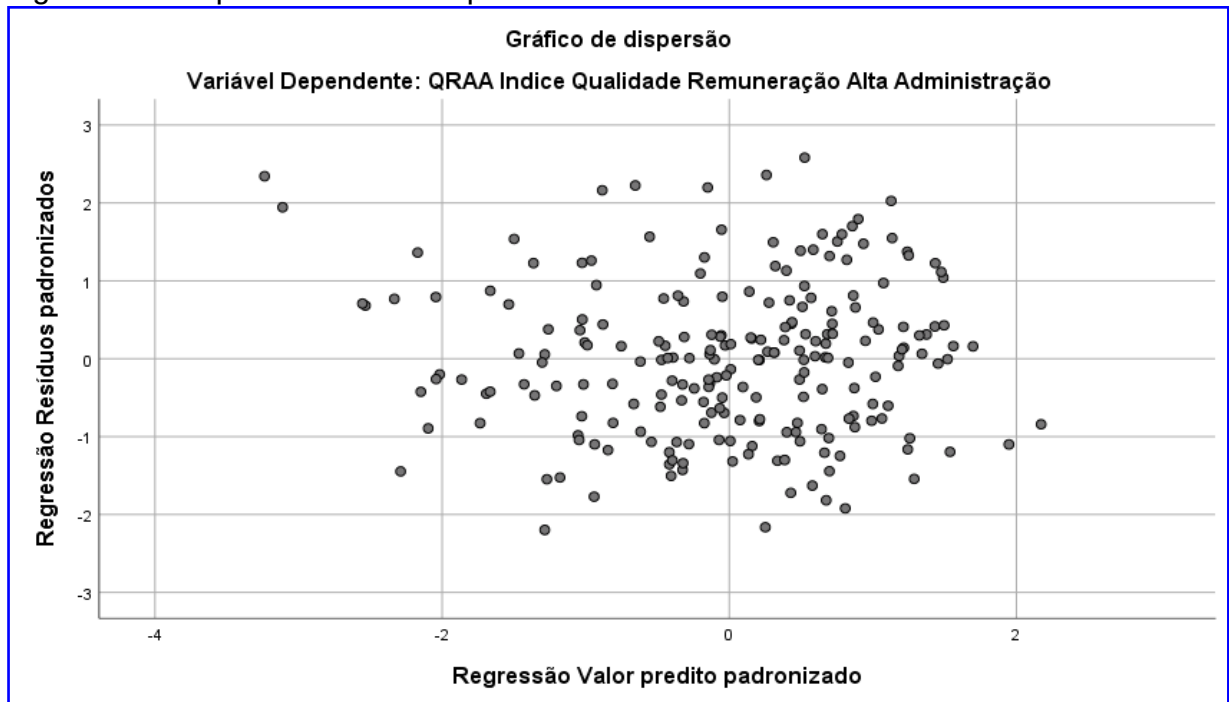
Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Ainda na verificação dos pressupostos, destaca-se a análise da homocedasticidade.

O gráfico de dispersão dos resíduos padronizados em relação aos valores previstos, demonstrado na Figura 12, evidencia ausência de padrões ou concentração dos resíduos ao longo do espectro dos valores estimados.

Não se observa a formação de funil ou qualquer indício de heterocedasticidade, confirmando a constância da variância dos resíduos ao longo das observações e, consequentemente, a precisão das estimativas dos erros padrão dos coeficientes.

Figura 12 - Dispersão Resíduos padronizados



Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

A ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes foi aferida mediante o cálculo dos índices de inflação da variância (*Variance Inflation Factor* – VIF), cujos resultados constam na Tabela 16.

Tabela 16 - Diagnóstico de Multicolinearidade (VIF) - QR_AA

Mod.	Autovalor	Índice de condição	Proporções de variância									
			Constante	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9
1	10,018	1,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2	1,113	3,000	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
3	0,945	3,257	0,00	0,00	0,89	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4	0,657	3,906	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
5	0,375	5,168	0,00	0,00	0,02	0,04	0,12	0,37	0,01	0,00	0,00	0,01
6	0,286	5,919	0,00	0,01	0,00	0,00	0,35	0,22	0,01	0,00	0,00	0,06
7	0,193	7,211	0,00	0,07	0,01	0,00	0,02	0,00	0,02	0,32	0,00	0,19
8	0,130	8,781	0,00	0,04	0,00	0,01	0,24	0,01	0,59	0,07	0,00	0,11
9	0,117	9,245	0,00	0,15	0,00	0,41	0,02	0,13	0,24	0,11	0,00	0,01
10	0,093	10,403	0,00	0,55	0,01	0,37	0,15	0,04	0,01	0,18	0,00	0,00
11	0,051	14,052	0,01	0,17	0,00	0,00	0,00	0,03	0,10	0,30	0,10	0,56
12	0,017	24,546	0,01	0,01	0,00	0,04	0,05	0,00	0,02	0,00	0,76	0,03
13	0,004	47,790	0,94	0,00	0,01	0,09	0,01	0,12	0,00	0,01	0,14	0,01
14	0,002	72,276	0,04	0,00	0,00	0,02	0,03	0,03	0,00	0,01	0,00	0,00

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Todos os VIFs reportados permanecem bem abaixo do limiar de referência internacionalmente aceito de 5, conforme recomendações de Hair Jr. *et al.* (2009).

Este diagnóstico assegura que não há redundância excessiva entre as variáveis explicativas, permitindo que os coeficientes estimados sejam interpretados como efeitos marginais independentes sobre a variável dependente *QR_AA*.

Os resultados das análises de correlação de Pearson, apresentados na Tabela 17, revelam associações positivas e estatisticamente significativas entre as principais variáveis explicativas e o índice *QR_AA*, especialmente entre fatores relacionados à estrutura de remuneração, alinhamento de incentivos, existência de comitês especializados e presença de instrumentos de proteção institucional, como o seguro D&O. Essas correlações, embora não impliquem causalidade, subsidiam a pertinência teórica e empírica das variáveis selecionadas para compor o modelo.

Tabela 17 - Matriz de Correlação de Pearson - *QR_AA*

Variáveis	QRAA	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9	RLV	EV	ROA	Sharpe
QRAA	1,00	0,34	-0,10	0,65	0,55	-0,47	0,39	0,35	0,10	-0,08	0,63	0,65	0,37	0,18
F1	0,34	1,00	0,04	0,26	0,10	-0,10	0,10	0,20	0,10	-0,17	0,25	0,27	0,01	0,02
F2	-0,10	0,04	1,00	-0,10	-0,01	0,06	-0,11	0,01	0,01	-0,08	-0,14	-0,13	0,00	-0,04
F3	0,65	0,26	-0,10	1,00	0,40	-0,31	0,31	0,09	0,00	0,00	0,54	0,61	0,13	-0,01
F4	0,55	0,10	-0,01	0,40	1,00	-0,04	0,35	0,13	-0,10	-0,15	0,40	0,35	0,05	0,04
F5	-0,46	-0,10	0,06	-0,31	-0,04	1,00	-0,08	-0,05	-0,02	-0,03	-0,40	-0,39	-0,41	-0,06
F6	0,39	0,10	-0,11	0,31	0,35	-0,08	1,00	0,00	-0,03	-0,08	0,33	0,33	0,08	0,06
F7	0,35	0,20	0,01	0,09	0,13	-0,05	0,00	1,00	0,11	-0,32	0,13	0,09	0,04	0,01
F8	0,10	0,10	0,01	0,00	-0,10	-0,02	-0,03	0,11	1,00	0,01	0,05	0,05	-0,07	0,06
F9	-0,07	-0,17	-0,08	0,00	-0,15	-0,03	-0,08	-0,32	0,01	1,00	0,04	0,03	-0,09	0,04
RCL	0,62	0,25	-0,14	0,54	0,40	-0,40	0,33	0,13	0,05	0,04	1,00	0,84	0,15	0,09
EV	0,64	0,27	-0,13	0,61	0,35	-0,39	0,33	0,09	0,05	0,03	0,84	1,00	0,25	0,06
ROA	0,37	0,01	0,00	0,13	0,05	-0,41	0,08	0,04	-0,07	-0,09	0,15	0,25	1,00	0,14
Sharpe	0,18	0,02	-0,04	-0,01	0,04	-0,06	0,06	0,01	0,06	0,04	0,09	0,06	0,14	1,00

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

O procedimento de regressão múltipla foi desenvolvido mediante à inserção sequencial das variáveis explicativas. Este procedimento permitiu avaliar incrementalmente a contribuição explicativa de cada variável e garantir que apenas aquelas com significado estatístico e teórico permanecessem no modelo final, aumentando sua parcimônia e robustez.

O desempenho global do modelo pode ser observado na Tabela 18, que apresenta os valores do coeficiente de determinação ($R^2=0,801$) e do coeficiente ajustado (R^2 ajustado=0,789). O valor de R^2 obtido na análise, superior a 0,60, evidencia que mais de 60% da variância observada no índice *QR_AA* é explicada pelo conjunto de variáveis independentes selecionadas, resultado considerado elevado em estudos de governança corporativa, onde fatores institucionais, regulatórios e

comportamentais também influenciam o desempenho e as práticas das empresas. O R^2 ajustado com 0,789, ligeiramente inferior, penaliza eventuais excessos de variáveis e ratifica a qualidade do ajuste. Tais resultados conferem capacidade preditiva ao modelo, demonstrando sua aderência teórica e empírica ao fenômeno analisado.

Tabela 18 - Resumo do Modelo de Regressão Linear Múltipla – QR_AA

R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Estatísticas de mudança					Durbin-Watson
				Mudança de R quadrado	Mudança F	df1	df2	Sig. Mudança F	
0,895 ^a	0,801	0,789	0,0648	0,801	64,47	13	208	0,000	1,798

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Legenda: a. Preditores: (Constante), Variável Controle - Índice Sharpe, F3: Aderência da política de remuneração da empresa aos princípios de Sustentabilidade, F9 – Concentração Acionária, F8 – Controle da relação do Seguro D&O, F2: Alinhamento entre a remuneração e o retorno aos acionistas, Variável Controle - ROA, F6: Alinhamento da Remuneração com Plano de Sucessão CEO, F1: Proporção entre a remuneração fixa e variável, F7: Estrutura Conselheiros Independentes, F5: Controle de Regalias e Privilégios, F4: Institucionalização do Comitê de remuneração/Comitê de Pessoas, Variável Controle - Receita Líquida, Variável Controle- Enterprise Value; b. Variável Dependente: QR_AA

O teste de Durbin-Watson totalizando 1,798, também apresentado na Tabela 18, assumiu valor próximo a 2, indicando independência dos resíduos e afastando a presença de autocorrelação serial. Este resultado atesta que não há padrão sistemático de dependência temporal ou sequencial entre os resíduos do modelo, fator relevante para garantir a validade das inferências e evitar vieses na estimação dos coeficientes.

A análise de variância (ANOVA), cujos resultados estão apresentados na Tabela 19, revela que o modelo globalmente é estatisticamente significativo, com F calculado superior ao valor crítico e *p-value* inferior a 0,01. Isso indica que, conjuntamente, as variáveis explicativas promovem uma redução estatisticamente significativa na soma dos quadrados dos resíduos em comparação ao modelo nulo, rejeitando a hipótese de ausência de associação entre as variáveis independentes e o QR_AA.

Tabela 19 - ANOVA do Modelo de Regressão QR_AA

ANOVA	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	p-value
Regressão	3,517	13	0,271	64,473	,000 ^{b***}
Resíduo	0,873	208	0,004		
Total	4,390	221			

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Legenda: a. Variável Dependente: QR_AA; b. Preditores: (Constante), Variável Controle - Índice Sharpe, F3: Aderência da política de remuneração da empresa aos princípios de Sustentabilidade, F9 – Concentração Acionária, F8 – Controle da relação do Seguro D&O, F2: Alinhamento entre a remuneração e o retorno aos acionistas, Variável Controle - ROA, F6: Alinhamento da Remuneração com Plano de Sucessão CEO, F1: Proporção entre a remuneração fixa e variável, F7: Estrutura Conselheiros Independentes CEO, F5: Controle de Regalias e Privilégios, F4: Institucionalização do Comitê de remuneração e/ou Comitê de Pessoas, Variável Controle - Receita Líquida, Variável Controle - Enterprise Value. *, **, e *** correspondem 10%, 5%, e 1% nível significância.

A análise dos coeficientes estimados, apresentada na Tabela 20, representa o núcleo da investigação empírica. A análise dos coeficientes de regressão apresentados, revela uma compreensão detalhada dos determinantes que afetam o Índice *QR_AA* no contexto das empresas analisadas. Os resultados indicam não apenas a magnitude e direção dos efeitos de cada variável independente e de controle, mas também sua significância estatística e robustez frente à multicolinearidade, conforme mensurado pelo VIF.

Tabela 20 - Coeficientes da Regressão Linear - *QR_AA*

Modelo	Coeficiente não padronizado		Coeficiente padronizado	t	p-value	Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	0,127	0,057		2,215	0,028**		
F1: Proporção entre a remuneração fixa e variável	0,086	0,024	0,123	3,669	0,000***	0,845	1,184
F2: Alinhamento entre a remuneração e o retorno aos acionistas	-0,007	0,008	-0,026	-0,823	0,411	0,958	1,044
F3: Aderência da política de remuneração da empresa aos princípios de Sustentabilidade	0,107	0,017	0,269	6,504	0,000***	0,559	1,788
F4: Institucionalização do Comitê de remuneração e/ou Comitê de Pessoas	0,092	0,011	0,306	8,186	0,000***	0,683	1,465
F5: Controle de Regalias e Privilégios concedidos para Alta Administração	-0,147	0,029	-0,191	-5,103	0,000***	0,680	1,472
F6: Alinhamento da Remuneração com Plano de Sucessão CEO	0,053	0,017	0,109	3,152	0,002***	0,801	1,248
F7: Estrutura Conselheiros Independentes e Remuneração CEO	0,180	0,025	0,247	7,347	0,000***	0,844	1,184
F8 – Controle relação D&O e Governança Corporativa	0,088	0,030	0,092	2,905	0,004***	0,945	1,058
F9 – Concentração Acionária e Governança Corporativa	0,048	0,021	0,076	2,226	0,027**	0,826	1,210
Variável Controle - Receita Líquida (log natural)	0,003	0,005	0,038	0,619	0,537	0,252	3,968
Variável Controle - <i>Enterprise Value</i> (log natural)	0,008	0,005	0,114	1,803	0,073*	0,241	4,152
Variável Controle - ROA	0,234	0,043	0,194	5,459	0,000***	0,758	1,319
Variável Controle - Sharpe	0,016	0,005	0,101	3,207	0,002***	0,959	1,042

Fonte: Dados da pesquisa (2025). *, **, e *** correspondem 10%, 5%, e 1% nível significância

Com base nos dados empíricos coletados e nos procedimentos estatísticos rigorosamente aplicados, a relação entre o Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (*QR_AA*) e os fatores explicativos definidos foi formalizada conforme seguinte equação estimada (10):

$$QR_{AA} = [0,127 + (0,086xF_1) + (-0,007xF_2) + (0,107xF_3) + (0,092F_4) + (0,147xF_5) + (0,053xF_6) + (0,180xF_7) + (0,088xF_8) + (0,048xF_9) + (0,003xRLV + 0,008xEV + 0,234xROA + 0,016xSharpe) + \epsilon] \quad (10)$$

Para demonstrar a lógica do cálculo do valor médio do QR_{AA} , utilizou-se a equação estimada da regressão linear múltipla, aplicando os coeficientes empíricos obtidos aos valores médios das variáveis explicativas (F1 a F9) e das variáveis de controle presentes na Tabela 6 (p.167). Essa simulação permite evidenciar como o modelo reproduz, de forma aproximada, o valor médio observado do QR_{AA} na amostra, conferindo robustez e coerência estatística à abordagem adotada. Abaixo, apresenta-se o quadro analítico com os cálculos intermediários.

Tabela 21 - Cálculo Intermediário Regressão do QR_{AA} Médio

Termo	Coeficiente	Média Observada	Produto (Coeficiente × Média)
Intercepto (β_0)	0,127	-	0,127
F1: Proporção variável	0,086	0,519	0,0446
F2: Alinhamento retorno	-0,007	0,072	-0,0005
F3: Metas Sustentabilidade	0,107	0,730	0,0781
F4: Comitê remuneração	0,092	0,684	0,0629
F5: Controle regalias	-0,147	0,227	-0,0334
F6: Sucessão CEO	0,053	0,650	0,0345
F7: Conselheiros independentes	0,180	0,461	0,0830
F8: Seguro D&O	0,088	1,000	0,0880
F9: Concentração acionária	0,048	0,556	0,0267
RLV (Ln Receita Líquida)	0,003	15,2	0,0456
EV (Ln <i>Enterprise Value</i>)	0,008	15,0	0,1200
ROA	0,234	0,085	0,0199
Sharpe	0,016	0,10	0,0016
Soma			0,697

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Para elucidar a lógica do cálculo do QR_{AA} médio, com base no modelo empírico de regressão linear múltipla, procedeu-se à aplicação dos coeficientes estimados sobre as médias amostrais das variáveis explicativas e de controle, conforme detalhado na Tabela 6. A Tabela 21 acima demonstra o resultado intermediário de cada parcela, resultando em um valor simulado de 0,697 para o QR_{AA} , valor que se aproxima do resultado médio empírico observado de 0,677. Essa pequena diferença pode ser atribuída à influência do termo de erro e às aproximações inerentes à modelagem estatística. Dessa forma, o exercício corrobora a validade do modelo estimado, demonstrando a aderência entre os parâmetros do modelo e os dados empíricos utilizados neste estudo.

A equação estimada acima representa a configuração empírica do modelo de regressão linear múltipla aplicado ao índice *QR_AA*, sintetizando as contribuições marginais de cada variável explicativa sobre a qualidade da remuneração da alta administração nas empresas brasileiras analisadas. Os coeficientes não padronizados refletem o impacto direto e ajustado de cada fator, evidenciando que dimensões como estrutura dos conselhos (F7), institucionalização de comitês (F4), aderência à sustentabilidade (F3) e mecanismos de proteção como o seguro D&O (F8) apresentaram efeitos positivos e estatisticamente significativos. Destaca-se também o coeficiente negativo da variável F5, indicando que práticas mais rigorosas de controle de regalias e privilégios estão associadas a uma qualidade superior nas políticas de remuneração, em consonância com as recomendações sobre a importância de mecanismos disciplinares na governança.

O valor de $R^2=0,801$ demonstra a elevada capacidade explicativa do modelo, conferindo robustez às inferências realizadas. Vale ressaltar que a não significância estatística de F2 no período analisado reflete limitações conjunturais, e não fragilidade teórica, como já discutido anteriormente. Por fim, a inclusão das variáveis de controle (RLV, EV, ROA e Sharpe) reforça o rigor metodológico e a acurácia dos resultados. Esta formulação pode ser destacada imediatamente após a exposição da Tabela 20, pois sintetiza e formaliza a estrutura empírica do modelo aplicado, facilitando a compreensão e posterior discussão dos resultados.

Conforme os dados apresentados na Tabela 9, a média do Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (*QR_AA*) para a amostra analisada foi de 0,677. Esse valor sintetiza o padrão médio observado de qualidade das práticas de remuneração da alta administração nas empresas pesquisadas, refletindo o grau de aderência às melhores recomendações de governança corporativa operacionalizadas pelas variáveis F1 a F9. A interpretação desse resultado é fundamental, pois fornece uma referência empírica robusta para análises comparativas entre diferentes segmentos de listagem, setores econômicos ou períodos temporais, além de servir como parâmetro para a avaliação dos avanços e desafios enfrentados pelas companhias brasileiras no aprimoramento das estruturas de remuneração da alta administração. Destaca-se, portanto, que o valor médio de 0,677 não apenas representa o desempenho agregado das organizações sob a ótica da qualidade da remuneração da alta administração e governança, mas também fundamenta a

discussão dos determinantes identificados no modelo de regressão linear múltipla, contribuindo para o aprofundamento do diagnóstico sobre o alinhamento entre práticas remuneratórias e padrões de governança no mercado de capitais nacional.

A variável F1, que representa a proporção entre a remuneração fixa e variável, apresenta um coeficiente não padronizado de 0,086 e um coeficiente padronizado (Beta) de 0,123, com valor de t igual a 3,669 e p -value (Sig.) menor que 0,001. Este resultado evidencia um efeito positivo e estatisticamente significativo desta variável sobre o QR_{AA} . Ou seja, quanto maior a participação da remuneração variável na composição total da remuneração dos membros da alta administração, maior tende a ser a qualidade percebida da política de remuneração. O VIF de 1,184 está bem abaixo do ponto de corte recomendado (normalmente 5), indicando ausência de multicolinearidade relevante.

O coeficiente associado à variável F2, “alinhamento entre a remuneração dos membros da alta administração e o retorno aos acionistas”, apresentou valor negativo (-0,007), beta padronizado de -0,026, e não atingiu significância estatística (p -value = 0,411), conforme demonstrado na Tabela 20 Coeficientes de Regressão. Este resultado pode ser interpretado à luz das condições econômicas e financeiras enfrentadas pelas empresas da amostra no ano-base de 2024, no qual um número expressivo de companhias registrou prejuízo contábil. Tal contexto tem implicações diretas sobre o comportamento empírico da variável F2 e sua capacidade de capturar o alinhamento de incentivos em cenários adversos de resultado. Cabe ressaltar que, apesar do coeficiente estatisticamente não significativo na regressão, a variável F2 foi destacada como uma das dimensões mais valorizadas pelos investidores na etapa qualitativa da pesquisa, recebendo um peso médio de 14,81% – o segundo maior dentre todas as variáveis avaliadas. Esta atribuição de importância evidencia o reconhecimento, por parte do mercado e dos *stakeholders*, da relevância teórica e prática do alinhamento entre remuneração da alta administração e criação de valor para o acionista, em consonância com as premissas da Teoria da Agência e com as recomendações das melhores práticas de governança corporativa.

No entanto, a ausência de significância estatística e o efeito negativo marginal observados para F2 na análise de regressão podem ser atribuídos, em grande medida, ao cenário de resultados negativos vivenciado por parte substancial das empresas brasileiras em 2024. Em situações de prejuízo contábil, os mecanismos

tradicionais de alinhamento entre remuneração e retorno ao acionista perdem sua efetividade, pois não há distribuição de dividendos ou geração de retorno positivo a ser compartilhado. Ademais, em contextos de crise ou baixo desempenho econômico, os planos de remuneração de longo prazo baseados em performance relativa ao retorno total ao acionista tendem a apresentar baixa variância e, por conseguinte, reduzida capacidade explicativa para diferenças no Índice *QR_AA*. Outro aspecto relevante a ser considerado é que o alinhamento entre remuneração e retorno ao acionista, embora seja reconhecido como uma dimensão central da governança, depende de políticas e estruturas organizacionais de incentivo que, em muitos casos, são comprometidas diante de prejuízos recorrentes, volatilidade de resultados ou estratégias de reestruturação. Assim, a inexpressividade estatística do coeficiente de F2 no modelo de regressão reflete não uma ausência de relevância intrínseca da variável, mas sim uma limitação conjuntural de sua mensuração empírica em um período no qual o retorno aos acionistas foi majoritariamente negativo ou nulo para grande parte da amostra analisada.

Ainda assim, é importante reiterar que o elevado peso atribuído pelos investidores à F2 (14,81%), conforme evidenciado na Tabela de Pesos Médios, reforça o entendimento de que, em condições de normalidade dos mercados, o alinhamento entre a remuneração da alta administração e o retorno ao acionista tende a ser um dos principais vetores para o aprimoramento das práticas de remuneração e para a redução dos conflitos de agência. O resultado empírico registrado neste estudo, portanto, deve ser interpretado como um reflexo específico do ciclo econômico e financeiro vigente, não comprometendo o fundamento teórico que respalda a relevância da variável F2 no desenho de sistemas de incentivos. Por fim, a ausência de multicolinearidade para esta variável F2 ($VIF = 1,044$) assegura que o resultado observado não decorre de sobreposição com outras dimensões do modelo, mas sim das condições peculiares da amostra em 2024. Recomenda-se, para pesquisas futuras, o acompanhamento longitudinal dessa relação em ciclos positivos e negativos de resultados empresariais, a fim de verificar a robustez e estabilidade da influência do alinhamento entre remuneração da alta administração e retorno ao acionista sobre a qualidade das práticas de remuneração. Esses dados contribuem para uma compreensão crítica da interação entre incentivos, desempenho e ciclos econômicos na agenda de governança corporativa no mercado brasileiro.

Para F3, que avalia a aderência da política de remuneração da empresa aos princípios de sustentabilidade, observa-se um coeficiente positivo de 0,107 (beta = 0,269), t elevado (6,504) e *p-value* inferior a 0,001, confirmando efeito substancial e altamente significativo desta variável sobre a qualidade da remuneração da alta administração. O VIF de 1,788, ainda que superior aos demais, permanece dentro do limite aceitável, não representando preocupação para a robustez da estimação.

A Institucionalização do Comitê de Remuneração e/ou Comitê de Pessoas (F4) também se destaca, com coeficiente não padronizado de 0,092 e beta de 0,306, valor t de 8,186 e significância máxima ($p < 0,001$). Este é um dos maiores efeitos entre as variáveis analisadas, indicando que a institucionalização de práticas formais e comitês específicos é um dos principais determinantes do *QR_AA*. O VIF de 1,465 demonstra baixo risco de multicolinearidade.

Para a F5, controle de regalias e privilégios concedidos para a alta administração, apresenta coeficiente negativo significativo (-0,147; beta = -0,191), t de -5,103 e *p-value* menor que 0,001, revelando que maiores controles e restrições sobre privilégios estão associados a níveis mais altos de qualidade de remuneração. O VIF de 1,472 é considerado baixo. Em relação ao alinhamento da remuneração com o plano de sucessão do CEO (F6), observa-se coeficiente positivo de 0,053 (beta = 0,109), t de 3,152 e *p-value* de 0,002, indicando efeito positivo e significativo sobre o *QR_AA*. O VIF de 1,248 é baixo, reforçando a robustez do resultado. A variável F7, referente à estrutura de conselheiros independentes e remuneração do CEO, destaca-se pelo coeficiente de 0,180 (beta = 0,247), t de 7,347 e significância estatística máxima ($p < 0,001$), evidenciando impacto positivo relevante dessa estrutura de governança sobre a qualidade da remuneração da alta administração. O VIF de 1,184 reforça a ausência de multicolinearidade. A variável F8, que analisa o controle da relação do Seguro D&O com a governança corporativa, tem coeficiente positivo de 0,088 (beta = 0,092), t de 2,905 e *p-value* de 0,004, sendo, portanto, estatisticamente significativa, ainda que com efeito de magnitude menor que outras variáveis principais. O VIF de 1,058 é bastante baixo. Para F9, concentração acionária e governança corporativa, também mostra efeito positivo e significativo (coeficiente de 0,048; beta = 0,076), t de 2,226 e *p-value* de 0,027. Isso sugere que empresas com maior concentração acionária, acompanhada de boas práticas de governança, apresentam níveis mais elevados de qualidade de remuneração. O VIF de 1,210 é adequado.

As variáveis de controle apresentam diferentes níveis de significância e efeitos no modelo. A variável de controle Receita Líquida (log natural) não apresenta efeito estatisticamente significativo (coeficiente de 0,003, *p-value* de 0,537) e o VIF de 3,968 indica certa correlação com outras variáveis de escala, mas sem ultrapassar o limite crítico. O *Enterprise Value* (log natural) também não é estatisticamente significativo (coeficiente de 0,008, *p-value* de 0,073), ainda que seu VIF (4,152) esteja próximo do limiar, sugerindo cautela interpretativa devido à proximidade de potencial colinearidade. O ROA apresenta coeficiente positivo de 0,234 (beta = 0,194), *t* de 5,459 e *p-value* menor que 0,001, evidenciando que a maior rentabilidade operacional das empresas se relaciona positivamente com a qualidade percebida da remuneração da alta administração. O VIF de 1,319 é considerado baixo. Finalmente, o Índice de Sharpe, indicador de eficiência ajustada ao risco dos ativos, exibe coeficiente positivo e significativo (0,016; beta = 0,101; *t* = 3,207; *p-value* = 0,002; VIF = 1,042), sugerindo que empresas com melhor desempenho ajustado ao risco tendem a adotar práticas superiores de remuneração.

A análise dos coeficientes evidencia que os principais determinantes positivos e estatisticamente robustos da qualidade da remuneração da alta administração estão relacionados à existência de comitês e práticas formais de governança, aderência à sustentabilidade, presença de conselheiros independentes e instrumentos como o seguro D&O. Variáveis de alinhamento direto com retorno ao acionista ou escalas de receita/valor de mercado não apresentaram efeitos significativos, enquanto a rentabilidade operacional e o desempenho ajustado ao risco (Sharpe) se mostraram relevantes como controles. Os valores de VIF, de modo geral, atestam a ausência de multicolinearidade preocupante, garantindo precisão e confiabilidade às estimativas dos coeficientes apresentados. Tais achados consolidam a importância das estruturas formais e de incentivos na elevação da qualidade das práticas de remuneração da alta administração em empresas de capital aberto no Brasil.

A análise dos resíduos, sintetizada na Tabela 22 e ilustrada nas Figura 11 e Figura 12, sintetiza as principais estatísticas dos resíduos e métricas associadas ao ajuste do modelo de regressão linear múltipla para o *QR_AA*. A análise dos resíduos é um passo fundamental para aferir a adequação do modelo e garantir que os pressupostos clássicos da regressão linear, como normalidade, homoscedasticidade e ausência de observações influentes, foram devidamente atendidos.

Tabela 22 - Estatísticas dos Resíduos Padronizados do Modelo QR_AA

	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio	N
Valor previsto (<i>Fitted value</i>)	0,274	0,957	0,683	0,126	222
Erro padrão do valor previsto	0,009	0,057	0,015	0,005	222
Valor previsto ajustado	0,220	0,965	0,682	0,128	222
Resíduo	-0,142	0,167	0,000	0,063	222
Resíduo Padronizado	-2,198	2,582	0,000	0,970	222
Resíduos t de Student (studentizado)	-2,273	2,774	0,003	1,008	222
Distância de Mahalanobis	3,596	168,806	12,941	14,186	222
Distância de Cook	0,000	0,198	0,006	0,021	222
Valor de ponto alavanca centralizado	0,016	0,764	0,059	0,064	222

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Legenda: a. Variável Dependente: QRAA Índice Qualidade Remuneração Alta Administração

Os valores dos resíduos padronizados e *studentizados* variaram, respectivamente, de -2,198 a 2,582 e de -2,273 a 2,774, com médias próximas de zero e desvios padrão próximos de um, indicando ausência de assimetrias relevantes e distribuição aproximadamente normal. Esses intervalos estão dentro dos limites usualmente aceitos pela literatura, sugerindo não haver outliers expressivos ou violação de normalidade (Field, 2022; Hair Jr. *et al.*, 2019). O resíduo (diferença entre valores observados e previstos) apresentou média zero, conforme esperado em modelos bem ajustados, e desvio padrão relativamente baixo (0,063), o que reforça a precisão das previsões do modelo. O erro padrão do valor previsto é pequeno (média de 0,015), indicando elevada confiabilidade das estimativas pontuais do QR_AA para cada empresa.

A análise das distâncias de Mahalanobis e de Cook evidencia ausência de observações altamente influentes. O valor máximo da distância de Cook (0,198) está abaixo do limiar de preocupação usual (valores próximos a 1), indicando que nenhuma observação individualmente exerce influência desproporcional sobre os coeficientes estimados. De modo semelhante, os valores de ponto de alavanca centralizado estão dentro de parâmetros aceitáveis, afastando o risco de problemas de *leverage*. Por fim, a simetria dos resíduos e a homogeneidade de variância, também visualizadas nas Figura 11 e Figura 12, corroboram a robustez do ajuste e a validade dos testes inferenciais realizados. O conjunto desses resultados atesta que o modelo proposto para o QR_AA é estatisticamente sólido, sem indícios de violações metodológicas que comprometeriam a interpretação dos coeficientes ou das relações testadas. Os resultados da regressão linear múltipla apontam para um modelo robusto e estatisticamente consistente, cuja capacidade explicativa se revela expressiva,

especialmente para padrões observados em pesquisas empíricas no campo da governança corporativa. O índice *QR_AA* mostrou-se sensível a variáveis relacionadas à sofisticação dos mecanismos de remuneração da alta administração, institucionalização de comitês, alinhamento estratégico com acionistas e adoção de instrumentos contemporâneos de proteção, como o seguro D&O.

Resumindo, a regressão linear múltipla aqui apresentada, cuja metodologia observou rigorosamente todos os pressupostos estatísticos e cujos resultados estão referenciados em tabelas e gráficos específicos, demonstra que a evolução dos mecanismos de governança corporativa no Brasil passa, necessariamente, pelo fortalecimento de estruturas institucionais e incentivos adequados. As variáveis independentes analisadas contribuíram de maneira significativa para explicar a variação do *QR_AA*, e os controles inseridos reforçam a robustez das conclusões, afastando vieses de omissão ou colinearidade. O elevado R^2 , a ausência de autocorrelação, a robustez dos coeficientes e o atendimento às premissas fundamentais posicionam o presente modelo como referencial para futuras pesquisas e recomendações práticas voltadas à elevação dos padrões de governança no mercado brasileiro de capitais.

4.9 Teste das Hipóteses e Avaliação Empírica dos Resultados

Hipótese H1: Empresas listadas Novo Mercado apresentam índices *QR_AA* mais elevados

Para avaliar a hipótese H1, de que empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3 apresentam índices *QR_AA* mais elevados, denotando práticas superiores de remuneração da alta administração em comparação às empresas dos segmentos Nível 1 e Nível 2, foi empregada a ANOVA de um fator, conforme as recomendações metodológicas presentes na literatura (Field, 2024; Hair Jr *et al.*, 2009).

Inicialmente, foi verificada a codificação da variável categórica NDGC no banco de dados, sendo: 1 = Nível 1, 2 = Nível 2, 3 = Novo Mercado. O procedimento foi realizado no SPSS v26 por meio do menu: Analisar > Comparar Médias > ANOVA de um fator. A variável dependente *QR_AA* foi inserida no campo “Dependente”, e a variável NDGC como “Fator”. Para garantir a validade do teste, avaliou-se a premissa

de homogeneidade das variâncias por meio do teste de Levene, conforme demonstrado na Tabela 23.

Tabela 23 - Teste de Homogeneidade das Variâncias - Hipótese H1

QRAA	Estatística de Levene	df1	df2	Sig.
Com base em média	0,636	2	225	0,530
Com base em mediana	0,825	2	225	0,439
Com base em mediana e com df ajustado	0,825	2	219,695	0,439
Com base em média aparada	0,681	2	225	0,507

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Em seguida, foram solicitados testes post hoc (Tukey HSD) para identificar diferenças específicas entre os segmentos, demonstrados na Tabela 24.

Tabela 24 - Teste Post Hoc Tukey HSD - Hipótese H1

Segmento Listagem Governança Corporativa B3		Diferença média (I-J)	Erro	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite inferior	Limite superior
Nível 1	Nível 2	0,0094	0,04330	0,974	-0,0928	0,1115
	Novo Mercado	0,0703	0,03173	0,071	-0,0046	0,1451
Nível 2	Nível 1	-0,0094	0,04330	0,974	-0,1115	0,0928
	Novo Mercado	0,0609	0,03304	0,158	-0,0171	0,1388
Novo Mercado	Nível 1	-0,0703	0,03173	0,071	-0,1451	0,0046
	Nível 2	-0,0609	0,03304	0,158	-0,1388	0,0171

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Os resultados da ANOVA estão apresentados na Tabela 25. O teste de Levene indicou $p = 0,530$ (com base na média), indicando que a premissa de igualdade das variâncias foi atendida ($p > 0,05$).

Tabela 25 - ANOVA - Hipótese H1

QR_AA	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
Entre Grupos	0,155	2	0,077	3,756	0,025
Nos grupos	4,630	225	0,021		
Total	4,785	227			

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

A ANOVA revelou que há diferença estatisticamente significativa entre os segmentos no índice QR_AA ($F = 3,756$; $p = 0,025$), o que indica que ao menos um dos segmentos apresenta média significativamente distinta dos demais. As médias do índice QR_AA para cada segmento, demonstrados na Tabela 26, foram as seguintes:

- Nível 1: média = 0,734 (N = 23; desvio padrão = 0,125)
- Nível 2: média = 0,725 (N = 21; desvio padrão = 0,138)
- Novo Mercado: média = 0,664 (N = 184; desvio padrão = 0,146)

Tabela 26 - Estatística Descritiva por Segmento - Hipótese 1

QR_AA	N	Média	Erro Desvio	Erro	Intervalo de confiança de 95% para média		Mínimo	Máximo
					Limite inferior	Limite superior		
Nível 1	23	0,7343	0,125	0,026	0,680	0,788	0,500	0,956
Nível 2	21	0,7249	0,138	0,030	0,662	0,788	0,378	0,941
Novo Mercado	184	0,6640	0,146	0,011	0,643	0,685	0,266	0,943
Total	228	0,6767	0,145	0,010	0,658	0,696	0,266	0,956

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Entretanto, as análises post hoc de Tukey HSD, demonstrado na Tabela 24, não identificaram diferenças estatisticamente significativas nas comparações pareadas entre os segmentos, uma vez que os valores de p ficaram acima de 0,05 nas comparações entre Novo Mercado x Nível 1 ($p = 0,071$) e Novo Mercado x Nível 2 ($p = 0,158$), ainda que a diferença entre Novo Mercado e Nível 1 tenha apresentado tendência à significância.

Os subconjuntos homogêneos indicam que não há diferença significativa entre as médias dos três grupos ao nível de 5%, conforme demonstrado na última Tabela 27 de subconjuntos.

Tabela 27 - Subconjuntos Homogêneos Tukey HSD – Hipótese 1

Segmento Listagem Governança Corporativa B3	N	Subconjunto para alfa = 0.05
		1
Novo Mercado	184	0,664
Nível 2	21	0,725
Nível 1	23	0,734
Sig.		0,132

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Legenda: a. Utiliza o Tamanho da Amostra de Média Harmônica = 31,078.

b. Os tamanhos de grupos são desiguais. A média harmônica dos tamanhos de grupos é usada. Os níveis de erro de Tipo I não são garantidos.

Os resultados permitem concluir que, embora exista uma diferença estatisticamente significativa quando considerada a comparação global entre todos os segmentos (conforme ANOVA), não se observou diferença estatisticamente significativa entre o Novo Mercado e os demais segmentos nas comparações par a par, segundo o teste de Tukey HSD. Dessa forma, a hipótese H1 não encontra suporte empírico robusto nos dados analisados, pois o segmento Novo Mercado não apresentou médias de QR_AA significativamente superiores aos segmentos Nível 1 e Nível 2. A análise sugere que práticas de remuneração da alta administração,

mensuradas pelo índice *QR_AA*, são semelhantes entre os segmentos de governança corporativa da B3 analisados.

Essas constatações ressaltam a necessidade de avaliações adicionais sobre a efetividade dos mecanismos de governança, considerando variáveis contextuais e possíveis assimetrias entre os segmentos.

Hipótese H2 – Empresas com maior proporção de conselheiros independentes apresentam *QR_AA* superiores

Para testar a hipótese H2, segundo a qual empresas com maior proporção percentual de conselheiros independentes em seus conselhos de administração apresentam índices superiores de qualidade da remuneração da alta administração (*QR_AA*), foi empregado o teste t para amostras independentes. O procedimento foi realizado no software SPSS v26, seguindo as melhores práticas metodológicas sugeridas na literatura (Field, 2024; Hair Jr. *et al.*, 2009).

Inicialmente, a variável representando a proporção de conselheiros independentes (F7) foi recodificada em uma variável dicotômica, de modo que as empresas foram classificadas em dois grupos: (i) Baixa proporção de conselheiros independentes (inferior a 50%); (ii) Alta proporção de conselheiros independentes (igual ou superior a 50%). No SPSS, esta recodificação foi realizada utilizando o comando Transformar > Reclassificar em Diferente Variável, selecionando a opção "Valores antigos e novos" e definindo o ponto de corte em 0,5, conforme a prática recomendada para estudos comparativos (Field, 2024).

Em seguida, procedeu-se ao teste t para amostras independentes via o menu Analisar > Comparar Médias > Teste T para Amostras Independentes. A variável dependente *QR_AA* foi inserida como "variável de teste" e a nova variável dicotômica de grupos como "variável de agrupamento".

Para garantir a validade estatística da análise, foram verificadas as premissas de normalidade das médias e de homogeneidade das variâncias entre os grupos, utilizando, respectivamente, o teste de Levene para igualdade de variâncias e estatísticas descritivas preliminares.

Tabela 28 - Estatística Descritivas – Hipótese H2

Grupo Conselheiros Independentes		N	Média	Erro Desvio	Erro padrão da média
QRAA Índice Qualidade	0,00	156	0,647628	0,1363694	0,0109183
Remuneração Alta Administração	1,00	72	0,739819	0,1445412	0,0170343

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Os resultados, apresentados na Tabela 28, demonstram diferenças significativas entre os grupos analisados. Empresas com alta proporção de conselheiros independentes (N = 72) apresentaram média de *QR_AA* igual a 0,740 (desvio padrão = 0,145), enquanto aquelas com baixa proporção (N = 156) exibiram média de 0,648 (desvio padrão = 0,136).

Tabela 29 - Teste t para Amostras Independentes- Hipótese H2

QRAA	Teste de Levene para igualdade variâncias		teste-t para Igualdade de Médias						
	Z	Sig.	t	df	Sig. 2 extremidades	Diferença média	Erro padrão de diferença	95% Intervalo de Confiança da Diferença	
								Inferior	Superior
Variâncias iguais assumidas	1,476	0,226	-4,656	226	0,00	-0,092	0,020	-0,131	-0,053
Variâncias iguais não assumidas			-4,556	131,1	0,00	-0,092	0,020	-0,132	-0,052

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

O teste de Levene, demonstrado na Tabela 29, resultou em um valor de $p = 0,226$, indicando que a premissa de igualdade das variâncias foi satisfeita ($p > 0,05$). Diante disso, considerou-se o resultado do teste t sob a hipótese de variâncias iguais. O teste t apresentou valor de $t = -4,656$, com $p < 0,001$, e intervalo de confiança para a diferença de médias entre -0,131 e -0,053, não incluindo o zero. Portanto, a diferença observada é estatisticamente significativa ao nível de 1%.

Esses dados permitem rejeitar a hipótese nula de igualdade de médias e confirmar a hipótese H2, de que a presença de uma maior proporção de conselheiros independentes está positivamente relacionada à qualidade da remuneração da alta administração. Tais resultados são coerentes com a literatura de governança corporativa, que evidencia o papel do conselho independente na mitigação dos conflitos de agência e no aprimoramento dos mecanismos de remuneração (Fama; Jensen, 1983).

As evidências empíricas demonstradas na Tabela 29 reforçam que empresas que fortalecem a independência do conselho tendem a implementar sistemas de

remuneração mais alinhados aos interesses dos acionistas, promovendo práticas mais eficientes de governança corporativa.

Hipótese H3 – Empresas com maior aderência às metas de sustentabilidade apresentam QR_AA superiores

Para avaliar a hipótese H3, de que empresas com maior aderência às metas de sustentabilidade apresentam índices QR_AA significativamente mais elevados, refletindo o alinhamento entre políticas de remuneração e práticas sustentáveis, foi aplicado o teste t para amostras independentes no SPSS v26. O procedimento metodológico adotado seguiu rigorosamente as recomendações da literatura estatística (Field, 2024; Hair Jr. et al., 2009), visando garantir a robustez e a validade dos resultados.

Inicialmente, a variável F3, representando a aderência da política de remuneração da empresa aos princípios de sustentabilidade, foi recodificada em uma variável dicotômica, classificando as empresas em dois grupos distintos: (i) empresas não aderentes ($F3 = 0$) e, (ii) empresas aderentes ($F3 > 0$). Esta recodificação foi realizada no SPSS por meio do comando Transformar > Reclassificar em Diferente Variável, utilizando a opção "Valores antigos e novos", assegurando que todos os casos com pontuação superior a zero fossem identificados como aderentes às metas de sustentabilidade. Em seguida, procedeu-se ao teste t para amostras independentes por meio do menu Analisar > Comparar Médias > Teste T para Amostras Independentes, com a variável QR_AA como dependente e a variável dicotômica de aderência à sustentabilidade como fator de agrupamento. Foram observadas as premissas estatísticas para aplicação do teste, em especial a normalidade das distribuições e a homogeneidade das variâncias entre os grupos, esta última avaliada pelo teste de Levene. Conforme apresentado na Tabela 30, o grupo de empresas aderentes às metas de sustentabilidade ($N = 197$) apresentou média de QR_AA igual a 0,708 (desvio padrão = 0,125), enquanto o grupo não aderente ($N = 31$) registrou média de 0,476 (desvio padrão = 0,101).

Tabela 30 - Estatística Descritivas - Hipótese H3

Aderência a Sustentabilidade		N	Média	Erro Desvio	Erro padrão da média
QRAA Índice Qualidade Remuneração Alta Administração	0,00	31	0,476	0,101	0,018
	1,00	197	0,708	0,125	0,009

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

O teste de Levene, demonstrados na Tabela 31, resultou em $p = 0,126$, não evidenciando violação da premissa de igualdade das variâncias ($p > 0,05$). Diante disso, considerou-se o resultado do teste t sob o pressuposto de variâncias iguais, que apresentou $t = -9,863$, com $p < 0,001$, e diferença média de $-0,232$. O intervalo de confiança de 95% para a diferença das médias encontra-se entre $-0,278$ e $-0,186$, excluindo o valor zero, o que reforça a significância estatística do resultado.

Tabela 31 - Teste t para Amostras Independentes - Hipótese H3

QR_AA	Teste de Levene para igualdade de variâncias		teste-t para Igualdade de Médias						
	Z	Sig.	t	df	Sig. 2 extremidades	Diferença média	Erro padrão de diferença	95% Intervalo de Confiança da Diferença	
								Inferior	Superior
Variâncias iguais assumidas	2,359	0,126	-9,863	226	0,00	-0,232	0,024	-0,278	-0,186
Variâncias iguais não assumidas			-11,48	45,6	0,00	-0,232	0,020	-0,272	-0,191

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Os resultados obtidos permitem rejeitar a hipótese nula de igualdade de médias e confirmar a hipótese H3, evidenciando que a aderência das políticas de remuneração aos princípios de sustentabilidade está positivamente associada à qualidade da remuneração da alta administração.

Portanto, conforme documentado na Tabela 31, a integração de metas de sustentabilidade às políticas de remuneração contribui para resultados superiores em governança corporativa, reforçando o alinhamento entre membros da alta administração e acionistas e promovendo maior transparência e eficiência nos processos decisórios.

4.10 Verificação Cruzada dos Resultados com as Empresas do NDGC

Nesta etapa, será descrito o processo realizado para validar o Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (QR_AA). Utilizando um grupo específico de empresas selecionadas como casos representativos, os resultados permitirão confirmar empiricamente a adequação, sensibilidade e relevância prática do índice, garantindo sua aplicabilidade efetiva como ferramenta analítica e decisória no contexto brasileiro do mercado de capitais. Esta estrutura assegura uma

apresentação coerente e robusta dos resultados, permitindo uma compreensão ampla, detalhada e fluida sobre as etapas envolvidas na construção e validação do índice *QR_AA*.

O objetivo central foi confrontar os resultados quantitativos obtidos com o *QR_AA* com a percepção e experiência dos profissionais atuantes nas áreas de Relações com Investidores (RI), assegurando que o índice reflita, de fato, a realidade das práticas de remuneração da alta administração e de governança corporativa das companhias brasileiras. O Quadro 13 apresenta, de forma sintética, as características das sete empresas analisadas, identificadas por códigos alfanuméricos que variam de Empr1 a Empr7.

Essa estratégia de codificação assegura a preservação do anonimato tanto das companhias quanto dos profissionais entrevistados, em conformidade com as boas práticas de pesquisa e com os princípios de ética acadêmica, além de permitir uma análise comparativa padronizada entre os casos selecionados.

Quadro 13 - Empresas participantes entrevistadas

	Empr1	Empr2	Empr3	Empr4	Empr5	Empr6	Empr7
Cargo do Entrevistado	Gerente RI	Head RI	Superintendente RI	Associate RI	Gerente RI	Gerente RI	Supervisora RI
NDGC	Novo Mercado	Nível 1	Nível 2	Nível 2	Nível 2	Novo Mercado	Novo Mercado
Segmento	Transporte Serviços	Química	Utilidade pública	Finanças e Seguros	Papel e Celulose	Veículos e Peças	Construção
QR_AA calculado	0,802	0,688	0,508	0,542	0,771	0,845	0,766
F1	0,060	0,111	-	0,009	0,115	0,169	0,169
F2	0,148	-	0,148	0,037	0,074	0,037	0,037
F3	0,044	0,089	0,044	0,044	0,089	0,089	0,089
F4	0,096	0,096	-	0,096	0,096	0,096	0,096
F5	0,110	0,110	0,055	0,110	0,110	0,110	0,110
F6	0,044	0,087	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044
F7	0,108	0,029	0,024	0,036	0,050	0,108	0,108
F8	0,086	0,086	0,086	0,086	0,086	0,086	0,086
F9	0,106	0,080	0,106	0,080	0,106	0,106	0,027

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

A seguir, apresenta-se a síntese da entrevista realizada com os representantes das 7 empresas, preservando o anonimato dos participantes.

Apresentação Entrevista – Empr1 (Transporte Serviços; NDGC: Novo Mercado)

A primeira companhia analisada pertence ao setor de Transporte e Serviços e está listada no segmento Novo Mercado da B3, o que já a posiciona em um nível regulatório mais rigoroso em termos de governança corporativa. Trata-se de uma

organização de porte médio dentro de seu setor, com atuação consolidada em logística integrada e transporte de mercadorias em território nacional. A participação acionária revela uma estrutura de controle definido, mantendo o perfil de companhia aberta com certo grau de *free float*, mas ainda com predominância de acionistas controladores. O representante entrevistado foi o *Head* de Relações com Investidores, evidenciando a importância da área de RI como elo direto entre a companhia, os acionistas e o mercado de capitais.

O índice calculado de $QR_{AA} = 0,802$ posiciona a empresa acima da média do grupo analisado, refletindo desempenho consistente em mecanismos de governança ligados à remuneração da alta administração. Esse resultado sugere práticas estruturadas de monitoramento e um sistema de incentivos relativamente alinhado às recomendações teóricas de boas práticas. Contudo, a entrevista revelou nuances importantes que relativizam esse resultado: embora a proporção entre remuneração variável e total esteja próxima do padrão recomendado (35%, versus o intervalo de 40%–60%), não há mecanismos de incentivo de longo prazo, o que limita a efetividade do alinhamento intertemporal entre executivos e acionistas. Outro aspecto positivo foi o destaque dado ao comitê de remuneração, que atua trimestralmente com membros independentes, em conexão direta com o conselho de administração. Isso se refletiu em nota máxima nos fatores avaliados sobre monitoramento e controle de benefícios, com ausência de regalias ou privilégios não salariais, um indicador de transparência e disciplina interna

A entrevista com o representante da Empr1 permitiu explorar em detalhe a aderência das variáveis do QR_{AA} à realidade da empresa. Sobre a proporção entre remuneração variável e total, o entrevistado reconheceu:

"Sim, reflete hoje e já historicamente também reflete essa... Alguma coisa que gostaria de comentar. Não, é certo que a gente não tem nenhum indicador de ILP, de incentivo de longo prazo, toda essa remuneração infelizmente ainda é remuneração baseada em curto prazo." (Empr1)

Sobre o alinhamento entre remuneração da alta administração e retorno ao acionista, o representante confirmou que há vínculo entre remuneração e desempenho financeiro, especialmente o retorno sobre o capital investido. Contudo, não existe atrelamento direto ao preço das ações. Em relação ao alinhamento da remuneração dos membros da alta administração ao retorno dos acionistas, afirmou:

"A gente tem um alinhamento entre o retorno e o resultado financeiro da companhia em relação ao resultado de contábeis. Então o retorno sobre o capital investido, isso faz parte da remuneração da administração, mas não

há nenhum vínculo entre a remuneração da administração e o preço das ações, por exemplo. Isso não existe." (Empr1)

No tocante à integração de metas de sustentabilidade (ESG), o entrevistado reconheceu que tais metas são operacionalizadas pela área de gestão de pessoas e monitoradas trimestralmente, destacando a crescente relevância do tema. Sobre a aderência da remuneração a princípios de sustentabilidade (ESG), pontuou:

"Essas metas são operacionalizadas pela área de gestão de pessoas e são acompanhadas trimestralmente. Ok, perfeito. É uma preocupação que todo mundo já está tendo com essa questão de sustentabilidade, e que é interessante." (Empr1)

Quanto ao comitê de remuneração/pessoas, foi ressaltado que a atuação é ativa, com reuniões trimestrais, e todos os membros são independentes, incluindo a participação de membro do conselho de administração. Tal configuração, segundo o entrevistado, garante conexão direta entre comitê e conselho e efetividade no processo decisório. Quanto à existência formal e atuação do Comitê de Remuneração/Pessoas, relatou:

"A atuação é ativa, reuniões trimestrais do comitê de gestão e governança, e eles se reportam ao conselho de administração e um membro, são todos membros independentes, e um deles é um membro do conselho de administração. Então existe essa conexão entre o comitê e o conselho. Legal. É funcional, a gente pode falar. Realmente o pessoal está atuando para que a parte de remuneração dos executivos tenha o pessoal do conselho atuando." (Empr1)

As práticas de controle de regalias e privilégios à alta administração foram consideradas transparentes, com detalhamento dos benefícios no formulário de referência, destacando que não há regalias além de veículos para diretores. Sugeriu-se apenas maior explicitação dessa ausência de regalias no documento oficial. No que tange ao controle de regalias e privilégios concedidos à alta administração, o entrevistado esclareceu:

"A gente detalha a questão dos benefícios da administração no item 8 do formulário de referência. Talvez a gente pudesse ser um pouco mais explícito no sentido de que não há regalias. Hoje a gente pode dizer que não há regalias, é o único benefício que a gente poderia dizer, mas maior seria o carro para os administradores, para os diretores, mas talvez a gente pudesse ser um pouco mais explícito no formulário de referência de que não há regalias, não há jatinho, não é nada nesse sentido." (Empr1)

Sobre o plano de sucessão do CEO e metas de longo prazo, a empresa reconhece não possuir plano formal nem metas de longo prazo atreladas à remuneração, sendo essa uma deficiência já apontada em relatórios de governança. Sobre o plano de sucessão do CEO e metas de longo prazo, reconheceu:

"Não temos plano de sucessão do presidente. Isso é uma deficiência da "Empr1", como a gente tem conta. Isso consta no informe de governança

corporativa da Empr1. Não sei se você também... Exatamente. Não temos plano de sucessão." (Empr1)

E complementou:

"Aqui vocês apontaram que tem as metas de longo prazo, mas não tem o plano de sucessão. É isso, né? Então está ok, né? Não, a gente também não tem metas de longo prazo. Lá no informe de governança eu identifiquei que tem, que vocês apontaram que tem, as metas de longo prazo alinhadas à remuneração. Talvez esteja como parcialmente. A gente, inclusive, está revisando atualmente. Mas se deu a entender que a gente tem que corrigir, não tem. Não tem meta de longo prazo. Ok." (Empr1)

No que se refere à estrutura de conselheiros independentes, foi confirmada a participação ativa desses membros nas decisões sobre remuneração da alta administração, com reuniões mensais e interação constante sobre a estratégia da companhia. No tópico estrutura de conselheiros independentes, explicou:

"Reuniões mensais, interações mensais, apresentações sobre o plano de estratégia da companhia. Dessa forma que os membros independentes contribuem. Ok." (Empr1)

A contratação e gestão do seguro D&O foram consideradas adequadas e em conformidade com as políticas da empresa. Sobre o seguro D&O fez a seguinte confirmação: "Sim, sim. Está ok, né? Até que está considerado aqui 100%, né?." (Empr1).

Por fim, em relação à concentração acionária, o entrevistado afirmou que os dados capturam adequadamente o perfil da empresa, refletindo o desejo de manter controle definido e não adotar modelo de *corporation*. Em relação à concentração acionária, avaliou:

"A parte dos controladores está sobre o nosso controle, né? Mas a concentração vinda do Free Float não está muito sobre o nosso controle. Então, esse 51.1 aí reflete, sim, o posicionamento da empresa, que ela não quer ser uma *corporation*, por exemplo. Ela quer ter um controle definido. Então, sim. Legal." (Empr1)

No encerramento, o representante avaliou positivamente a abrangência das variáveis do QR_AA e reconheceu a utilidade potencial do índice para análise comparativa, especialmente como ferramenta de análise para investidores, ainda que ressalte limitações para uso como métrica interna. Por fim, sobre a utilidade do QR_AA, ponderou:

"Acho que você **conseguiu contemplar muitos pontos** que a gente conversa com os **investidores** a respeito. Alguns deles são preocupações dos investidores e das agências de recomendação de votos em assembleias. Então, eu acho que você fez um compilado bem apropriado." (Empr1, grifo nosso)

E ainda:

"Como métrica interna, eu acho que como ferramenta de análise, sim. É bem importante, talvez, como métrica interna, não sei dizer, mas como uma ferramenta de análise, eu acho que seria bem interessante, sim." (Empr1)

O entrevistado da Empr1 encerrou parabenizando pela abordagem e pela análise inédita realizada, reforçando que o índice *QR_AA* agrega valor ao debate sobre remuneração e governança corporativa.

A entrevista mostrou convergência entre os resultados do índice e a consideração da própria empresa em diversos pontos. O representante reconheceu que a política de remuneração é historicamente consistente com o alinhamento de interesses, mas também evidenciou fragilidades: Ausência de plano de sucessão do CEO e inexistência de metas de longo prazo vinculadas à remuneração, aspectos que enfraquecem a sustentabilidade estratégica do modelo; Alinhamento parcial ao desempenho financeiro: a remuneração da alta administração está atrelada a indicadores contábeis e de retorno sobre capital investido, mas não há vinculação ao preço das ações, reduzindo a integração com o retorno direto ao acionista; Adoção de metas de sustentabilidade (ESG) acompanhadas pela área de gestão de pessoas, em linha com tendências recentes do mercado, o que reforça o caráter contemporâneo das práticas. De forma geral, o índice *QR_AA* da Empr1 captou de maneira fiel os pontos fortes (transparência, comitê ativo, ausência de *perks*) e também as fragilidades (ausência de incentivos longo prazo, sucessão e métricas de mercado), confirmando sua adequação e sensibilidade como ferramenta analítica.

O próprio entrevistado reconheceu a utilidade do índice principalmente como instrumento comparativo entre empresas e como métrica para investidores e reguladores, ainda que sua aplicabilidade interna demande adaptações.

Apresentação da Entrevista – Empr2 (Química; NDGC: Nível 1)

A Empr2, listada no Nível 1 da B3, é uma das maiores empresas do setor Químico e Petroquímico. A companhia apresenta forte atuação internacional, com receitas majoritariamente dolarizadas, fato que impacta diretamente suas métricas financeiras e sua política de remuneração. O representante entrevistado foi o Gerente Executivo de Relações com Investidores (RI), o que assegura uma visão estratégica sobre a relação entre governança corporativa, remuneração da alta administração e a percepção do mercado.

O índice de *QR_AA* 0,688 para a *Empr2* apresentou desempenho satisfatório, mas com ressalvas em variáveis sensíveis, sobretudo nas dimensões ROE e controle de privilégios. A empresa mostrou bom alinhamento formal em termos de política de remuneração variável, que constitui o maior peso na composição total, refletindo a lógica de incentivo atrelada ao desempenho corporativo. No entanto, aspectos ligados à ciclicidade do setor petroquímico tornam a proporção variável/fixa instável: anos de spreads elevados (como em 2021) aumentam significativamente a remuneração dos executivos, enquanto períodos de contração (como 2024) reduzem-na. Essa oscilação reduz a previsibilidade do alinhamento entre executivos e acionistas, mesmo diante de práticas formalmente estruturadas.

A entrevista com o representante da *Empr2* permitiu detalhar a aderência das variáveis do *QR_AA* à realidade da empresa do setor químico, com observações pertinentes sobre nuances setoriais e práticas de governança. Sobre a proporção entre remuneração variável e total, o entrevistado relatou:

"Eu não tenho os valores exatos aqui que você utilizou para fazer esse cálculo, mas considerando o conhecimento que eu tenho sobre a *Empr2*, acho que é até para te dar uma perspectiva da sua companhia, que há 11 anos, entendo que sim, uma vez que a remuneração variável é um componente importante, talvez o componente com maior peso dentro da remuneração dos executivos da companhia (...). Uma consideração aqui que eu teria é talvez avaliar a ciclicidade do setor em relação ao indicador (...). Vai variar também com relação ao momento do nosso setor petroquímico." (*Empr2*)

O representante sugeriu, ainda, atenção à diferença entre remuneração projetada e realizada, indicando que a volatilidade do setor impacta o componente variável.

Em relação ao alinhamento da remuneração dos membros da alta administração ao retorno dos acionistas, explicou:

"No caso desse retorno do patrimônio líquido, ele tem algumas peculiaridades aqui (...), principalmente pelo fato de que o endividamento da companhia tinha uma grande parcela em dólar (...). Os indicadores do lucro líquido e do patrimônio rico, eles ficam, de certa forma, distorcidos (...). Tem uma volatilidade alta que não reflete a geração de caixa da companhia." (*Empr2*)

O entrevistado contextualizou que, devido à estrutura de capital dolarizada, há distorções na mensuração do retorno, dificultando comparações diretas com pares de outros setores.

No tema aderência da remuneração a princípios de sustentabilidade (ESG), detalhou:

"Os macro objetivos dentro da companhia são desdobrados a nível de vice-presidências, diretorias, gerências e coordenações (...). Então, são os macro

objetivos para 2030 (...). Em cima desses macro objetivos, normalmente a gente tem metas aí dos nossos colaboradores considerando o alcance desses macro objetivos a longo prazo." (Empr2)

Isso evidencia um desdobramento estruturado das metas ESG, em conformidade com o planejamento estratégico de longo prazo.

A respeito da adoção e atuação do Comitê de Remuneração/Pessoas, esclareceu:

"A gente tem um comitê que na companhia nós chamamos de CPO (...), os membros desse comitê são dois membros do CA e um suplente do CA, eles não são independentes (...). O escopo do nosso CPO é relacionado a projetos estratégicos, é relacionado a pessoas e parâmetros e critérios apresentados pela diretoria sobre a remuneração dos administradores (...). Não tem nenhum conselheiro independente no comitê, mas o comitê tem um papel importante." (Empr2)

O depoimento destaca a relevância do comitê para as decisões de remuneração, mas registra ausência de independência formal nos membros.

No tópico controle de regalias e privilégios à alta administração, o representante pontuou:

"Quando a gente vê o indicador do SG&A sobre receita líquida, não necessariamente a gente está absorvendo aqui privilégios concedidos para a alta administração (...). Eu vejo que observar por lá a Empr2 e a performance desse indicador a companhia (...). Se o controle de regalias pode ser mensurado pelo SG&A sobre receita, eu diria que não." (Empr2)

O entrevistado recomendou que, para a Empr2, a métrica de SG&A/Receita pode não capturar fielmente os benefícios concedidos à administração, sugerindo análise complementar a partir dos dados do formulário de referência.

Sobre o plano de sucessão do CEO e metas de longo prazo, confirmou:

"Sim, há o alinhamento e também há o impacto no longo prazo da companhia em função desse plano de sucessão. E as metas de longo prazo são divulgadas de uma forma consistente (...). No nosso relatório integrado a gente tem um acompanhamento anual desses objetivos de longo prazo." (Empr2)

No quesito estrutura de conselheiros independentes, esclareceu:

"Sim, está de acordo, hoje a companhia tem 3 conselheiros independentes dos 11 conselheiros e atualmente não há participação de um conselheiro independente no comitê de pessoas de remuneração (...). Apesar de não participar no comitê, existe sim uma participação do conselheiro independente a nível de borde, a nível do conselho de administração." (Empr2)

Quanto ao seguro D&O, confirmou que:

"A Empr2, ela contrata o seguro do D&O (...), reflete-se. É uma coisa interessante na prática de governança desse seguro, que acaba influenciando decisões dos executivos (...). O D&O foi importante na reestruturação de governança após o contexto da Lava Jato (...), para prover mais segurança, foi o D&O." (Empr2)

Em relação à concentração acionária, observou:

"Não existe a figura do controle na Empr2. Quem controla a Empr2, o controle é do Acionista A. (...) Existe o acordo de acionistas que regula essa relação entre Acionista A e Acionista B (...). Se olhar do ponto de vista jurídico, não há esses 438. O controlador aqui seria a Acionista A (...), você tem um acordo de acionistas regulando a relação entre Acionista A e B." (Empr2)

No encerramento, avaliou positivamente o *QR_AA*, pontuando:

"Acho que **isso agrega** bastante para o **mercado de capitais** e também para as companhias **ter um indicador sólido robusto** com referências bibliográficas (...). Minhas únicas considerações de indicadores que me trazem mais perguntas do que respostas (...) é com relação ao indicador do ROE e ao indicador de privilégio da administração (...). Eu entendo o desafio metodológico (...), mas seriam esses meus dois únicos comentários." (Empr2, grifo nosso)

Finalizou demonstrando entusiasmo com a pesquisa e colocando-se à disposição para futuras contribuições acadêmicas e se colocou à disposição para interceder com pessoal do time de indicadores e índices da B3, se oferecendo para apresentar os responsáveis do departamento da B3 para apresentar o índice *QR_AA*.

A entrevista evidencia pontos fortes e fragilidades que ajudam a interpretar o *QR_AA*: Alinhamento com desempenho e retorno: embora métricas como lucro líquido e patrimônio líquido sejam usadas, elas sofrem distorções pela política de endividamento dolarizado. Isso gera volatilidade contábil que não reflete a geração real de caixa, reduzindo a correspondência com o valor ao acionista; Sustentabilidade (ESG): a Empr2 se destaca pelo desdobramento de metas ESG de longo prazo (2030) em níveis hierárquicos, desde a alta administração até áreas operacionais, consolidando sua integração na política de remuneração da alta administração; Comitê de Pessoas e Organizações: existe formalmente, mas não conta com conselheiros independentes, sendo composto por membros do Conselho de Administração e suplentes. Isso enfraquece a independência das decisões de remuneração; Sucessão e metas de longo prazo: há plano de sucessão e metas anuais de acompanhamento no relatório integrado, o que reforça a governança intertemporal; Seguro D&O: apresenta relevância específica após os impactos da Lava Jato, garantindo maior proteção jurídica e incentivando maior segurança nas decisões executivas.

De forma geral, o *QR_AA* da Empr2 captou adequadamente os principais elementos da política de remuneração, mas os indicadores ROE e SG&A/Receita foram criticados pelo entrevistado como potenciais pontos de melhoria, sugerindo ajustes para maior aderência em setores altamente cíclicos

Apresentação da Entrevista – Empr3 (Utilidade Pública; NDGC: Nível 2)

A Empr3, listada no Nível 2 de Governança da B3, atua no setor de saneamento básico e utilidade pública, sendo controlada majoritariamente por um ente estatal. O representante entrevistado foi o Superintendente de Relações com Investidores, o que garante uma visão abrangente da interação entre o controlador público, a administração e os acionistas minoritários. O modelo de governança é condicionado à presença do controlador (Estado), refletindo particularidades distintas das companhias privadas ou de capital disperso.

O QR_AA (0,508) da Empr3 apresentou pontuação relativamente inferior à média dos pares, especialmente penalizada pela inexistência de remuneração variável. A composição do índice reflete a realidade institucional: a política de remuneração é determinada pelo Conselho de Controle das Empresas Estatais (CCE), órgão estadual que não autorizou a adoção de componentes variáveis mesmo após proposta interna da diretoria. Essa restrição limita o alinhamento direto entre desempenho da gestão e retorno aos acionistas, resultando em pontuações baixas em indicadores associados a incentivos de longo prazo e ESG. Apesar disso, a empresa mantém elevada formalidade em suas práticas de divulgação, com relatórios de sustentabilidade estruturados e alinhados a *frameworks* internacionais, ainda que sem reflexo na remuneração dos administradores. Outro ponto sensível está na estrutura de conselheiros independentes: embora formalmente declarados, parte dos membros é indicada pelo controlador, o que levanta dúvidas sobre a efetiva independência, reduzindo a capacidade de mitigação de conflitos de agência.

A entrevista com o representante da Empr3 evidenciou nuances relevantes no contexto de uma companhia estatal, cujo controlador define diretrizes fundamentais da política de remuneração da alta administração. O entrevistado ressaltou que, embora a proporção entre remuneração variável e total reflita o cenário atual, as decisões são condicionadas por instâncias externas, especialmente o Conselho de Controle das Empresas Estatais (CCE) do Estado. Destacou-se que, mesmo diante de propostas internas para avançar em mecanismos de remuneração variável e até integrar metas de sustentabilidade, tais avanços dependem da anuência do controlador, o que limita a autonomia da gestão.

"Acho que reflete. (...) A política de remuneração dos administradores da companhia, ela é definida pelo controlador, que é o Estado do Paraná, através do seu Conselho de Controle das Empresas Estatais, a CTER. (...) Há uma vontade interna de que haja uma evolução na questão da

recuperação dos administradores, mas ainda não foi possível a aderência de quem, de fato, controla a companhia de cumprir com isso." (Empr3)

Sobre o alinhamento da remuneração dos membros da alta administração ao retorno dos acionistas, a entrevista revelou que esse indicador é percebido como bastante relevante, especialmente na mensuração da eficiência dos gestores. O entrevistado salientou que tal métrica é forte e amplamente utilizada, mas enfatizou diferenças entre empresas estatais e privadas, sugerindo que, em empresas com controlador familiar ou privado, pode haver menor correspondência entre remuneração dos executivos e ganhos efetivos dos acionistas.

"Não, acredito que não. Acho que está adequado sim. Esse indicador é muito forte (...). É claro, acho que você está analisando empresas muito diferentes, desde empresas de capital misto, como é o nosso caso, mas empresas que têm uma origem familiar (...), pode ser que não necessariamente tenha referência com o próprio ganho dos acionistas." (Empr3)

No tocante à aderência da remuneração a princípios de sustentabilidade (ESG), o entrevistado explicou que, embora a empresa divulgue metas e adote frameworks internacionais, não existem metas de remuneração variável atreladas a questões de sustentabilidade. Ressaltou que a transparência é garantida por meio do relatório de sustentabilidade e da Carta Anual de Metas Estratégicas, mas, devido à inexistência de remuneração variável, não há integração dessas metas à política remuneratória da administração.

"A gente divulga as metas, o principal documento é o relatório de sustentabilidade (...). Hoje não há metas de remuneração à administração que sejam variáveis ligadas a questões de sustentabilidade ou qualquer outra, porque não há remuneração variável." (Empr3)

Sobre a existência e atuação do Comitê de Remuneração/Pessoas, o representante esclareceu que a empresa opera, em linha com a Lei nº 13.303, um comitê de indicação cujas atribuições centram-se na análise do cumprimento dos critérios legais e estatutários pelos indicados aos cargos de administração. Não existe, portanto, um comitê dedicado especificamente à remuneração, sendo as análises de elegibilidade e conformidade as principais funções desse órgão.

"No caso da Empr3, a gente tem um comitê de indicação (...). Esse comitê tem a missão de verificar se essas pessoas indicadas a cumprir com algum desses cargos cumprem com todos os critérios legais (...). Como não existe remuneração variável vinculada ao atingimento de metas, a atribuição deles acaba sendo limitada à verificação dos critérios legais." (Empr3)

Em relação ao controle de regalias e privilégios à alta administração, apontou que não há divulgação detalhada sobre benefícios não salariais, mas reconheceu que a métrica utilizada permite padronização e comparação, mesmo que não seja

completamente fiel à realidade da companhia. Observou que, para empresas listadas em bolsas estrangeiras, a transparência tende a ser maior, mas no Brasil a métrica proposta oferece o melhor balizamento disponível.

"Não há uma divulgação nesse nível de detalhamento (...). Eu sei que a métrica proposta é essa (...), você explicou, você precisa usar algum tipo de métrica referenciada (...). Só com ele você consegue comparar realidades diferentes." (Empr3)

Sobre o plano de sucessão do CEO e metas de longo prazo, relatou que, por se tratar de uma sociedade de economia mista, o plano de sucessão é orientado pelo acionista controlador. Dessa forma, não há planos formais de sucessão definidos pela gestão, já que os cargos de diretoria são ocupados por indicação do controlador.

"O plano é orientado pelo acionista controlador e pelos objetivos dele, não há essa necessidade de pensar em um plano de sucessão para o CEO da companhia (...), visto que eles são representantes do controlador." (Empr3)

Em relação à estrutura de conselheiros independentes, o entrevistado reconheceu que o conceito de independência deve ser avaliado criticamente, uma vez que alguns conselheiros autodeclaram independência, mas têm vínculos com o controlador. Considerou conselheiros independentes apenas os indicados pelos acionistas minoritários.

"Quem de fato é independente? (...) São independentes os que são indicados pelos acionistas minoritários preferencialistas, que são dois (...). Ou você contrata um conselheiro que tem skill muito forte na parte financeira (...), ele não vai ter nenhuma relação com a própria indústria nesse caso aqui." (Empr3)

Quanto ao seguro D&O, confirmou que os critérios e procedimentos adotados refletem adequadamente a política da empresa.

Sobre a concentração acionária, afirmou que a estrutura acionária está bem refletida nos dados, ressaltando que dois terços do capital social são ações preferenciais, e que o terço de ações ordinárias é concentrado majoritariamente no controlador.

"A companhia tem ações preferenciais que correspondem a praticamente dois terços do capital social (...). Uma concentração de 60% ao controlador." (Empr3)

No encerramento, avaliou positivamente o QR_AA, destacando seu potencial de aplicação como índice comparativo e recomendando futuras revisões nos pesos dos investidores para melhor refletir mudanças de percepção do mercado.

"Achei **bem interessante**, parece ser um indicador que poderia inclusive ser vinculante a algum tipo de índice (...). **Reflete o que é a realidade** a partir desse olhar sobre essa metodologia (...). Acho que vale a pena sim fazer [atualizações nos pesos] continuamente." (Empr3, grifo nosso)

A análise qualitativa permitiu observar convergências e lacunas entre o *QR_AA* e a prática: Remuneração variável inexistente: a ausência de remuneração atrelada a metas financeiras ou ESG decorre de decisão do controlador, e não da falta de vontade interna da companhia. Isso limita o alcance de práticas modernas de governança; Alinhamento ao retorno dos acionistas: os mecanismos de remuneração não são diretamente associados ao valor entregue ao acionista, reforçando a dependência do controlador estatal e a lógica de sociedade de economia mista; Metas de sustentabilidade: são formalmente divulgadas em relatórios de sustentabilidade e na carta anual de metas, mas não possuem vínculo com remuneração da administração, o que reduz a eficácia de incentivos para sua implementação; Comitê de Indicação (não de remuneração): existe em atendimento à Lei nº 13.303/2016, mas sua atuação é restrita a validar critérios de elegibilidade e conformidade legal dos indicados; Controle de regalias (*perks*): não há divulgação detalhada sobre benefícios não salariais, como ocorre no mercado norte-americano (SEC). A métrica SG&A/Receita foi considerada a única alternativa comparável; Plano de sucessão do CEO: inexistente, pois os cargos executivos são definidos diretamente pelo controlador. Essa prática contrasta com companhias privadas, onde há processos estruturados de sucessão e desenvolvimento de lideranças; Seguro D&O: existe e está em linha com a prática de mercado; Estrutura acionária: altamente concentrada no controlador, com predominância de ações ordinárias sob controle estatal e significativa parcela de preferenciais em circulação, o que reforça a assimetria entre poder político e interesses de mercado.

O caso da Empr3 demonstra o *QR_AA* em companhias estatais de economia mista, nas quais o poder decisório do controlador prevalece sobre mecanismos de alinhamento de interesses. A ausência de remuneração variável vinculada a desempenho e ESG compromete a pontuação em dimensões críticas do índice, embora a empresa mantenha práticas de transparência e reporte consistentes.

Apresentação da Entrevista – Empr4 (Finanças e Seguros; NDGC: Nível 2)

A Empr4, listada no Nível 2 de Governança da B3, atua no setor de finanças e seguros, com modelo de negócios baseado em assessoria financeira e operações estruturadas. O representante entrevistado foi o *Associate* de Relações com Investidores, oferecendo uma perspectiva sobre como a governança e a política de

remuneração se articulam em um contexto de empresa de *partnership*, no qual os sócios têm papel central na definição estratégica.

A estrutura societária concentra o controle no *partnership* formado por 38 sócios, reforçando a predominância de mecanismos internos de alinhamento em detrimento da dispersão acionária típica de companhias abertas.

O QR_AA 0,542 da Empr4 apresentou desempenho relativamente moderado, sustentado pela ênfase em práticas de alinhamento entre membros da alta administração e acionistas. A baixa proporção de remuneração variável sobre a remuneração total foi compensada pela adoção de dividendos como principal mecanismo de incentivo, característica do modelo de *partnership*. Esse desenho reduz a dependência de bônus tradicionais e reforça a lógica de geração de valor de longo prazo. Por outro lado, o índice captou limitações importantes: a inexistência de plano formal de sucessão do CEO e a não vinculação explícita da remuneração a métricas ESG, embora a empresa já reporte compromissos de governança e prepare sua entrada em novos mercados regulatórios, como os Estados Unidos.

A entrevista com o representante da Empr4 revelou características específicas de uma instituição financeira com estrutura societária de *partnership*. Em relação à proporção entre remuneração variável e total, o entrevistado salientou que esse aspecto está intrinsecamente ligado ao modelo de negócio do banco, pautado em incentivos de longo prazo e participação nos lucros. Ressaltou que a remuneração variável é, muitas vezes, de menor proporção se comparada ao universo total, já que a política interna prioriza o alinhamento com os resultados via dividendos, estimulando a geração de valor para acionistas e executivos. O controle rígido sobre o percentual da folha sobre a receita, limitado a 30%, reforça a disciplina financeira do modelo.

"Sim, ela, exatamente o DNA da empresa é esse, tá. (...) O incentivo de remuneração é via dividendo, tá, que é alinhado ao interesse dos investidores. (...) A gente tem uma trava que não pode passar de 30%, então, assim, porque a gente quer que o incentivo seja de crescimento de valor via dividendo para os acionistas e para os executivos, tá, então é por isso que a gente consegue atuar dessa forma." (Empr4)

Sobre o alinhamento da remuneração dos membros da alta administração ao retorno dos acionistas, foi enfatizado que existe conexão direta, uma vez que o lucro líquido serve de base tanto para remuneração dos executivos quanto para o pagamento de dividendos aos acionistas. O entrevistado destacou que tal mecanismo incentiva todos os sócios e executivos a buscarem resultados consistentes, evidenciando um alinhamento intrínseco de interesses entre liderança e investidores.

"A remuneração total sobre o lucro líquido, sobre o ROE e patrimônio líquido, né? (...) Faz sentido, assim, até porque, assim, o lucro é dividido entre os principais executivos, né, junto aos investidores. Então, existe um incentivo muito grande dentro da companhia para a geração de lucros, tá?" (Empr4)

No que diz respeito à aderência da remuneração a princípios de sustentabilidade (ESG), o representante reconheceu que, embora haja estrutura interna dedicada ao tema e práticas em evolução, especialmente considerando a futura listagem nos Estados Unidos e consequente necessidade de *compliance* regulatório, ainda não há atrelamento formal e divulgado entre metas ESG e remuneração da alta administração. As metas de sustentabilidade são divulgadas, mas a vinculação com incentivos permanece como um desafio futuro diante da ampliação das exigências regulatórias.

"A gente tem, dentro do Empr4, uma área de controles internos, com uma pessoa exclusiva para ESG, tá? (...) A gente vai listar nos Estados Unidos, né, então a gente passa por uma nova série de questões dessas (...) A gente está implementando, a gente tem dois anos aí para a implementação (...). A gente não divulga ainda as metas da administração, da remuneração variável a essas metas da ESG." (Empr4)

No tópico existência e atuação do Comitê de Remuneração/Pessoas, o entrevistado pontuou que o comitê tem papel estratégico central, sobretudo por ser responsável pela definição dos critérios de remuneração variável, relevantes para a maioria dos colaboradores. Entretanto, foi mencionado que, até o momento, não há conselheiros independentes formalmente atuantes nesse comitê, o que é reconhecido como um ponto de aprimoramento institucional.

"Não, não tem conselheiro independente ainda, tá? (...) Esse comitê é essencial para o funcionamento da companhia, tá? Porque, no geral, a grande parte dos funcionários, como um todo, recebem a maior parte do salário na variável (...). Esse comitê é extremamente estratégico para a definição da variável para as pessoas." (Empr4)

Quanto ao controle de regalias e privilégios concedidos à alta administração, a resposta demonstrou maturidade de controles internos e transparência. O entrevistado destacou que o monitoramento de despesas e benefícios é um dos primeiros mecanismos instituídos na companhia, com ênfase no acompanhamento constante dos custos, evitando práticas que possam distorcer os resultados.

"A gente tem um controle muito bem definido, eu acho que esse foi um dos primeiros controles que a gente teve, né, de prestação de contas. (...) No final do dia é onde a recomendação ocorre dos principais objetivos. Então existe esse incentivo de controle de custos constante de acompanhamento." (Empr4)

Na avaliação sobre o plano de sucessão do CEO e metas de longo prazo, o representante explicou que a empresa, por sua característica de *partnership*, conta

com um mecanismo informal de sucessão. Os sócios mais relevantes gradualmente assumem maior protagonismo, substituindo lideranças de forma orgânica. Não há, até o momento, um plano formal de sucessão para o CEO, mas metas de longo prazo são divulgadas para acompanhamento.

"A sucessão ocorre muito pela participação dos sócios. (...) Os sócios menores vêm ganhando participação, os mais relevantes vêm se desenvolvendo mais (...), e a sucessão se dá por esse caminho. (...) Por enquanto não existe um plano formal da sucessão do presidente, né? Plano formal, não. Ok. E as metas de longo prazo são divulgadas até para acompanhamento de uma forma geral, né? Exato." (Empr4)

Sobre a estrutura de conselheiros independentes, o entrevistado confirmou que os dados imputados estavam corretos quanto ao número de conselheiros, mas admitiu desconhecer detalhes metodológicos de contratação ou efetiva participação desses conselheiros nos processos decisórios ligados à remuneração.

"Aqui nós calculamos que, pela informação imputada, tem dois conselheiros, né? Tá correto. (...) Mas não conheço a forma e metodologia que esses conselheiros são contratados, independentes." (Empr4)

A respeito do seguro D&O, explicou que a política de contratação visa oferecer proteção jurídica aos diretores, alinhada às melhores práticas do setor financeiro.

"A Empr4 contrata o D&O, né? (...) O D&O é contratado para fazer a segurança dos diretores. Segurança jurídica das decisões dos diretores." (Empr4)

Por fim, sobre a concentração acionária, detalhou que a elevada concentração (76% das ONs) reflete o modelo de *partnership*, estruturado para assegurar controle ao grupo de sócios e proteger a governança interna da companhia.

"Tem 76% de concentração acionária. Sim. É exatamente isso. Das ONs, né? (...) A estrutura foi feita, de fato, pra dar o controle ao *partnership*, que é o controlador do grupo, de hoje são 38 sócios, pra ter, de fato, esse controle da companhia." (Empr4)

No encerramento, o entrevistado avaliou que o *QR_AA* representa com fidelidade a realidade da Empr4, elogiando a utilidade do índice para comparação entre empresas e apoio à tomada de decisão dos investidores. Ressaltou o valor de mecanismos de alinhamento e transparência no contexto do mercado de capitais brasileiro.

"Os resultados **apurados do QR_AA refletem** o que a Empr4 **pratica na realidade**. (...) A gente é muito focado nesse alinhamento da remuneração, né? (...) Esse indicador *QR_AA* pode ser muito útil para comparação entre os investidores para a tomada de decisão para escolher investimentos. **Achei muito prático e com interessante utilidade**, né? Parabéns pelo seu estudo." (Empr4, grifo nosso)

A análise qualitativa revelou pontos de coerência e fragilidade na aplicação do *QR_AA*: Remuneração variável e dividendos: a remuneração fixa é reduzida, sendo

que os dividendos representam o verdadeiro mecanismo de incentivo. Isso reforça o alinhamento com os investidores, mas reduz comparabilidade com modelos tradicionais de bônus; Alinhamento com retorno dos acionistas: diretamente atrelado ao lucro líquido e ao ROE, já que os resultados são distribuídos entre executivos e investidores. O QR_AA refletiu adequadamente esse desenho; Metas Sustentabilidade/ESG: a companhia mantém área de controles internos dedicada ao tema e implementa *compliance* regulatório, mas não há associação formal entre ESG e remuneração variável dos membros da alta administração, o que limita a pontuação no índice; Comitê de remuneração/pessoas: existe e é considerado estratégico, mas opera sem presença de conselheiros independentes, reduzindo o grau de supervisão externa; Controle de regalias (*perks*): robusto e alinhado a benchmarks, com foco em disciplina de custos e transparência; Plano de sucessão do CEO: não há plano formal; a sucessão decorre da lógica interna do *partnership*, em que sócios mais relevantes ganham espaço gradualmente; Estrutura de conselheiros independentes: presença formal, mas restrita, sem atuação efetiva no processo de remuneração da alta administração; Seguro D&O: contratado regularmente para proteção da administração, em linha com práticas de mercado; Concentração acionária: elevada, com 76% do capital sob controle do *partnership*, reforçando a centralização decisória.

O caso da Empr4 ilustra como o modelo de *partnership* molda a política de remuneração da alta administração e a governança corporativa. O QR_AA conseguiu refletir pontos fortes, como o alinhamento de incentivos via dividendos e o controle eficiente de regalias, mas também captou fragilidades, como a ausência de plano de sucessão formal, a limitação da independência no conselho e a falta de integração de ESG na remuneração da alta administração.

Apresentação da Entrevista – Empr5 (Papel e Celulose; NDGC: Nível 2)

A Empr5, listada no Nível 2 de Governança da B3, atua no setor de papel e celulose, com forte presença no mercado nacional e internacional. A entrevista foi conduzida com a Gerente de Relações com Investidores, cuja perspectiva destacou não apenas a política de remuneração da alta administração, mas também a forma como a companhia integra governança, sustentabilidade e diálogo com investidores. O contexto de capital concentrado e a relevância estratégica de práticas ESG caracterizam sua posição no segmento.

O QR_AA 0,771 da Empr5 apresentou desempenho acima da média, em linha com sua tradição de governança bem gerenciada, conforme argumentou a representante da Empr5. O índice refletiu adequadamente a combinação entre remuneração fixa, variável e alinhamento com métricas financeiras, principalmente o ROE, bastante discutido com o mercado. A pontuação também captou de forma clara a integração de metas ESG à remuneração da alta administração, um diferencial reconhecido pela empresa em sua política e reportes públicos. Entretanto, o QR_AA também evidenciou algumas fragilidades: necessidade de confirmação pública de dados mais detalhados sobre a proporção variável/total; ausência de plano de sucessão formal para o CEO, ainda que a prática de sucessão interna seja recorrente.

A entrevista com a representante da Empr5 permitiu mapear com profundidade as práticas e considerações sobre as variáveis do QR_AA em uma empresa de capital aberto com perfil fortemente institucionalizado e atuação consolidada no segmento de papel e celulose. Ao abordar a proporção entre remuneração variável e total, a entrevistada destacou a necessidade de cautela na validação dos dados utilizados, sugerindo que a análise do *breakdown* da remuneração deve ser complementada com informações públicas adicionais, como as disponíveis no manual dos acionistas e nos informes institucionais. Ela pontuou que, embora as informações estejam divulgadas, a verificação precisa e a atualização regular são essenciais para garantir que o indicador reflita com fidedignidade a política remuneratória vigente, já que nem sempre os dados utilizados pelo RI são os mesmos acompanhados rotineiramente.

"Essas não são informações ou dados que a gente trabalha diariamente em cima deles. A gente não sabe decodificar. Então, de repente, a gente vai estar afirmando ou não e a gente precisaria, de fato, confirmar e ser isso mesmo."
(Empr5)

No que concerne ao alinhamento da remuneração dos membros da alta administração ao retorno dos acionistas, a entrevistada ressaltou que o indicador de ROE é amplamente divulgado nos materiais públicos e serve como métrica central na comunicação com o mercado. Contudo, reforçou que a relação direta entre esse indicador e a remuneração dos administradores nem sempre é tratada de modo operacional interno, e que o *double-check* dessas correlações é recomendado para garantir precisão nas conclusões analíticas, principalmente pela existência de iniciativas de redução de custo e eficiência financeira que podem afetar a leitura do alinhamento.

"A gente costuma publicar o ROE nos nossos materiais públicos. Então, é um indicador que, pelo nosso histórico, a gente conversa bastante com o mercado de ROE, porque ele reflete os investimentos que a gente tem feito ao longo do tempo. Mas, assim, como a Ana comentou, não é um indicador que a gente olha aqui como R.I., porque a gente não publica ele. Então, a gente olha mais de perto o ROE, que é mais, com certeza, acompanhado pela companhia." (Empr5)

Sobre a aderência da remuneração a princípios de sustentabilidade (ESG), foi evidenciado que a Empr5 é bastante vocal e transparente na divulgação de suas metas ESG, com amplo detalhamento nos portais institucionais e relatórios. A entrevistada explicou que as metas ESG estão fortemente correlacionadas aos ODS da ONU e há acompanhamento rigoroso das mesmas, reforçando o compromisso da empresa com os princípios internacionais de sustentabilidade.

"Acho que a gente é bem vocal nesse sentido. (...) A gente dá transparência contra essas metas e até por essa forma de repórter que a gente tem, a gente também acompanha bem de perto essas metas. As metas são correlacionadas com os princípios da ONU, aqueles objetivos da ONU, os ODS, até explica o nome. Então, eu acho que está super de acordo com a leitura que você tem." (Empr5)

Na análise sobre o comitê de remuneração/pessoas, foi confirmado que a empresa conta com um comitê estatutário atuante, responsável por avaliar metas e remuneração, além de realizar *benchmarks* periódicos de mercado para manter a competitividade dos pacotes remuneratórios. Os principais critérios e informações estão disponíveis em documentos públicos, como o manual dos acionistas e o regulamento do comitê, fortalecendo a governança e a prestação de contas.

"A gente tem um comitê de pessoas estatutário, então, de fato, ele avalia as metas e a remuneração da companhia. A gente passa por ele, trabalha também, junto dele, a questão de remuneração, de *benchmark* de mercado, a gente faz pesquisas periódicas para entender como é que está a faixa de remuneração de mercado para qualquer adequação da companhia." (Empr5)

No que se refere ao controle de regalias e privilégios concedidos à alta administração, a representante ponderou que a análise baseada no SG&A sobre receita pode não ser a única proxy para esse tipo de controle, pois a correlação entre despesas gerais e receita não é necessariamente direta. Defendeu a importância de separar e identificar mais claramente os itens, alinhando-se à prática americana de *disclosure* detalhado, e sugeriu aprimoramentos na abordagem do indicador para capturar com mais precisão eventuais excessos ou benefícios atípicos.

"Eu acho que é uma análise válida, mas não é o melhor indicador para esse controle. Sobre receita, talvez ele... Enfim, não acho que é uma coisa que está correlacionada com receita. E aí o excesso é que também deveria ser tratado. E separar e identificar isso." (Empr5)

Com relação ao plano de sucessão do CEO e metas de longo prazo, a entrevistada explicou que, embora não exista um plano formalmente documentado, a sucessão tem ocorrido de maneira orgânica e estruturada dentro da diretoria, evitando rupturas e assegurando continuidade estratégica. A ausência de formalização não impede a efetividade da sucessão, evidenciada pela estabilidade durante transições recentes.

"Por exemplo, a gente teve, quando teve a última troca, foi um processo de sucessão que aconteceu dentro de uma diretoria que já existia e que o diretor A, pelo atual CEO, passou a fazer parte daquela cadeira quando o antigo CEO saiu, de forma que não teve nenhuma ruptura, não teve nenhuma diferença na empresa, tá? Então assim, independente dele ser formal ou não, eu não sei se aqui pontuaria como não existente, dado que na prática ele existe." (Empr5)

No aspecto da estrutura de conselheiros independentes, ressaltou-se a atuação ativa desses membros, muitos dos quais representam acionistas minoritários e contribuem efetivamente nas decisões de remuneração da alta administração e administração. A prática de eleição em votação separada reforça a representatividade e o compromisso com boas práticas de governança.

"Acho que eles são bastante ativos, então a gente tem inclusive conselheiros eleitos em votação em separado, representando os acionistas minoritários, eles trazem bastante insights do ponto de vista da administração da companhia. Então é uma boa prática que a gente tem. Enfim, a atuação é segundo a agenda do conselho." (Empr5)

Quanto ao controle sobre o seguro D&O, confirmou-se a aderência às políticas e procedimentos registrados no formulário de referência, garantindo proteção adequada aos executivos.

"Sim. Acho que é o que está presente no formulário de referência, acho que essa é a melhor base que a gente tem." (Empr5)

Por fim, em relação à concentração acionária, a entrevistada declarou que o dado está correto, alinhado ao perfil acionário e aos mecanismos internos de mitigação de riscos de controle.

Ao final, destacou que o QR_AA pode ser uma ferramenta útil para investidores e órgãos reguladores ao possibilitar comparações estruturadas entre empresas e o acompanhamento das melhores práticas de governança, valorizando a proposta analítica do estudo.

"Sim. **Pode ser uma ferramenta útil** para comparar as empresas no estado da arte em termos de resultados e acompanhamento da governança. Parabéns pelo estudo." (Empr5, grifo nosso)

A análise qualitativa permitiu verificar a coerência e consistência do QR_AA: Remuneração variável: reconhecida como alinhada, mas os dados exigem verificação

adicional em fontes públicas, como assembleias e políticas formais; Alinhamento ao retorno dos acionistas: a ênfase recai no ROE, indicador constantemente discutido com investidores e refletido na comunicação da empresa; Metas Sustentabilidade/ESG: fortemente integradas, alinhadas aos ODS da Organização das Nações Unidas, divulgadas publicamente e monitoradas em sistemas internos; Comitê de pessoas/remuneração: estatutário e ativo, com atuação clara em benchmarks de mercado, suporte à remuneração e conformidade regulatória; Plano de sucessão do CEO: existe informalmente, mas não é formalizado; a sucessão tem ocorrido sem rupturas, por meio de transição interna; Conselheiros independentes: atuam de forma ativa, inclusive com representantes eleitos por minoritários, ampliando legitimidade e diversidade de visões; Seguro D&O: políticas e critérios confirmados em linha com o formulário de referência; Concentração acionária: perfil corretamente refletido nos dados, em consonância com a realidade societária da companhia.

O caso da Empr5 evidencia uma combinação equilibrada de boas práticas de governança, posicionando-a como referência em políticas de remuneração da alta administração no setor de papel e celulose. O *QR_AA* mostrou capacidade de capturar esse desempenho, ao mesmo tempo em que revelou desafios metodológicos, como a utilização do SG&A/Receita e a ausência de formalização do plano de sucessão.

Apresentação da Entrevista – Empr6 (Veículos e Peças; NDGC: Novo Mercado)

A Empr6 é uma organização de capital aberto classificada no segmento Novo Mercado do NDGC, reconhecida por operar no setor de Veículos e Peças. Trata-se de uma companhia tradicional, de grande porte, com governança pautada por elevados padrões de transparência, aderência a boas práticas e ênfase em estruturas colegiadas. Sua base acionária é relativamente dispersa, com a ausência de bloco de controle desde o vencimento do último acordo de acionistas, característica que reforça o predomínio de mecanismos formais de governança e participação relevante de conselheiros independentes. O perfil do entrevistado, gerente de relações com investidores, indica envolvimento ativo com questões estratégicas e de governança, o que se reflete na qualidade das respostas obtidas.

No que se refere ao índice *QR_AA*, a Empr6 apresentou pontuação de 0,845, destacando-se entre as empresas analisadas como aquela com maior aderência aos

critérios de qualidade da remuneração da alta administração segundo o modelo proposto. Tal desempenho indica a existência de práticas bem estabelecidas, especialmente quanto à transparência, presença de conselheiros independentes, e adequação formal das políticas de remuneração. Os fatores específicos que mais contribuíram para o resultado elevado incluem a atuação colegiada dos órgãos de governança, divulgação transparente dos critérios de remuneração da alta administração (com detalhamento no Formulário de Referência) e presença integral de conselheiros independentes nos comitês relevantes. O índice, portanto, confirma empiricamente que a estrutura de incentivos e controles internos está alinhada com as melhores práticas de governança corporativa preconizadas pela literatura.

A entrevista com o representante da Empr6 permitiu uma compreensão detalhada sobre o alinhamento e a adequação das variáveis do índice *QR_AA* em relação às práticas da organização. Sobre a proporção entre remuneração variável e total, o entrevistado destacou que o percentual identificado nos dados (50%) reflete adequadamente a política atual da companhia para diretores estatutários e membros do conselho, não havendo ressalvas quanto à metodologia de apuração utilizada. Segundo o entrevistado:

“Quando a gente fala em executivos, nós estamos falando do pessoal da alta administração, os diretores, contemplando os diretores estatutários e o conselho da administração, ok? Está correto, então. E no caso aqui da Empr6, ela ficou 50%, ela ficou ok. Não, está claro. A referência aqui foi a FRE, né? Está correto a base.” (Empr6)

Em relação ao alinhamento da remuneração da alta administração ao retorno dos acionistas, o representante reconheceu que a métrica empregada está adequada aos dados disponíveis e destacou que diferentes investidores podem priorizar métricas distintas, como lucro líquido, EBITDA ou fluxo de caixa operacional, dependendo do objetivo analítico. O entrevistado observou que ajustes contábeis, como provisões extraordinárias, podem afetar o lucro líquido, o que exige interpretação cuidadosa:

“Olha, sinceramente... tem N métricas, tá? Assim, sendo bem sincero, cabe ao investidor ou analista usar a métrica que mais lhe convém. [...] O lucro líquido é uma métrica contábil e também é passivo de ajuste. Se você pegar o lucro líquido atribuído no ano passado, ao longo de 2024, a gente teve uma redução de capacidade em uma das fábricas por conta da baixa de volume e a gente colocou um *permit* que afetou na última linha aqui do resultado da empresa, ou seja, afetou o lucro líquido.” (Empr6)

No tocante à integração de metas de sustentabilidade (ESG) à remuneração da alta administração, foi informado que a empresa adota metas internas de sustentabilidade, as quais são formalizadas e divulgadas anualmente no relatório de

sustentabilidade. Contudo, tais metas, embora existentes e acompanhadas, ainda não possuem total publicidade externa e sua operacionalização permanece majoritariamente no âmbito interno. O entrevistado, por meio de seu colega do departamento de RI, elucidou:

“Hoje nós temos metas internas da companhia e a divulgação acontece dentro do relatório de sustentabilidade que é publicado anualmente [...] e o senhor vai encontrar lá na página 23 do relatório de sustentabilidade quais são as métricas, ou melhor dizendo, quais são os temas que estão envolvidos nessas metas internas da companhia. Mas é importante frisar que são metas internas até o momento.” (Empr6)

Sobre a existência formal e atuação do comitê de remuneração/pessoas, o representante ressaltou que a Empr6 conta não apenas com um comitê específico para o tema, mas também com órgãos estatutários de governança, como conselho de administração, conselho fiscal e comitê de auditoria. Destacou a composição dos comitês por executivos de primeira linha, conselheiros e consultores externos, ressaltando a formalidade, transparência e registro das deliberações:

“Eles são compostos pelos executivos, digamos assim, de primeira linha, os conselheiros de administração, eles compõem os comitês e também a gente tem consultores externos. Então, são trabalhos auditados, são dados a devida transparência a eles, tem ata de registro, a gente tem um time de governança corporativa aqui dentro da empresa, formado por uma equipe de quatro ou cinco pessoas, que conduzem todos esses trabalhos aqui.” (Empr6)

No que concerne ao controle de regalias e privilégios concedidos à alta administração, o entrevistado apontou limitações metodológicas do uso do SG&A como proxy para tais benefícios, sugerindo que o Formulário de Referência (FRE) seria fonte mais adequada para identificação precisa de itens não salariais. Reconheceu, contudo, a relevância do tema, sobretudo diante da ausência de regulação específica no Brasil, sugerindo que o benchmark regulatório da SEC nos EUA deveria ser considerado. Sobre o indicador, comentou:

“Quando a gente pega exatamente esse valor aqui e coloca ele como regalia, privilégio, enfim, valores gastos com administração, ele não é 100% correto. Então acho que o Formulário de Referência seria uma boa aqui [...] O ideal é que nós tivéssemos a mesma regulamentação que tem na SEC aqui, para que o pessoal identificasse via informe de governança, alguma coisa desse tipo, esse tipo de gastos não salariais.” (Empr6)

Em relação ao plano de sucessão do CEO e à integração de metas de longo prazo, o entrevistado não trouxe observações adicionais, sinalizando a necessidade de apuração interna sobre a existência de política formal, mas aceitando o resultado identificado na análise. Indicou a possibilidade de retorno com informações complementares caso sejam identificadas políticas não captadas inicialmente:

“Não tenho nenhuma observação [...] Até, na verdade, eu preciso levantar isso internamente, se for o caso, né? E verificar se, de fato, não tem uma política, alguma coisa que determine esse plano de sucessão, tá?” (Empr6)

No que tange à estrutura de conselheiros independentes, a Empr6 atualmente conta com 100% de conselheiros independentes, situação que contribuiu para a nota máxima na variável respectiva. O entrevistado ressaltou que a ausência de controlador decorre do término recente do acordo de acionistas, mas advertiu que essa condição poderá ser revista se houver novo acordo no futuro:

“A gente não tem controlador. Existia um acordo de acionistas que caracterizava um bloco de controle, só que esse acordo expirou [...] Mas, se o momento que for feito esse acordo de acionistas, ele volta, a gente... No caso, a gente perderia essa pontuação aqui de 100%, tá? Mas hoje não tem.” (Empr6)

A contratação e gestão do seguro D&O foram confirmadas como prática consolidada, sem ressalvas adicionais, sendo considerada alinhada ao padrão do mercado para proteção dos administradores:

“Sim. Temos esse seguro D&O, que é pra fazer a proteção jurídica das decisões dos executivos. Perfeito. Não temos nenhuma observação sobre essa variável? Não. Não.” (Empr6)

Por fim, quanto à concentração acionária, foram feitos apontamentos sobre ajustes recentes no número de ações em tesouraria, indicando necessidade de atualização da base de dados. Apesar disso, a configuração da empresa permanece dentro dos benchmarks de governança, não havendo impactos práticos na avaliação:

“A gente tem ações em tesouraria [...] até um milhão e meio, que é exatamente o valor que a gente tem em tesouraria hoje. O número total de ações é 3,2 em vez de 4,4 [...] Esse ajuste que a gente fez aqui foi no mês de maio.” (Empr6)

O representante encerrou avaliando positivamente a metodologia QR_AA como instrumento de transparência e benchmarking para o mercado, reconhecendo sua utilidade para investidores, reguladores e para a própria empresa em avaliações internas e comparações setoriais:

“Essa metodologia para fazer uma entrega na B3, para que os investidores tenham os números, **além dos indicadores técnicos da análise fundamentalista, ter esse indicador** da qualidade da governança corporativa [...] **estou super de acordo**, até em relatórios internos aqui, a gente usa exatamente essas empresas aqui, tá, para fazer comparações, benchmarking.” (Empr6, grifo nosso)

A análise qualitativa das respostas do representante da Empr6 permitiu atestar a coerência entre os indicadores do QR_AA e a realidade institucional, ao mesmo tempo em que revelou nuances metodológicas e sugestões de aprimoramento.

Remuneração variável: O representante confirmou que a proporção calculada de 50% para remuneração variável está de acordo com as práticas vigentes da empresa para a alta administração, englobando diretores estatutários e conselho de

administração; Alinhamento ao retorno dos acionistas: O indicador foi considerado adequado, mas o entrevistado enfatizou que investidores podem adotar diferentes métricas para mensurar o desempenho, como EBITDA ou fluxo de caixa operacional, e que ajustes contábeis podem impactar o lucro líquido reportado; Metas Sustentabilidade/ESG: As metas de sustentabilidade estão formalizadas como metas internas, divulgadas anualmente no relatório de sustentabilidade, mas ainda não são obrigatoriamente vinculadas à remuneração da alta administração de maneira pública, e a companhia reconhece o crescente interesse do mercado nesse alinhamento; Comitê de pessoas/remuneração: A empresa conta com comitê estatutário de remuneração, composto por executivos de primeira linha, conselheiros de administração (inclusive independentes) e consultores externos; Controle de regalias: A métrica SG&A/Receita foi considerada controversa, pois pode ser influenciada por provisões contábeis e despesas não recorrentes, e o representante sugeriu aprimorar a análise com dados do FRE; Plano de sucessão do CEO: A existência do plano de sucessão formal foi colocada como uma questão a ser verificada internamente, mas o tema é reconhecido como relevante para aprimoramento futuro; Conselheiros independentes: A Empr6 possui atualmente 100% de conselheiros independentes, reflexo do término do acordo de acionistas e da dispersão do controle. O entrevistado destacou que essa configuração pode ser revista caso um novo acordo seja firmado, mas, no momento, contribui para a máxima pontuação no índice; Seguro D&O: O seguro D&O está contratado e em conformidade com as práticas recomendadas, sem ressalvas quanto à sua gestão; Concentração acionária: A estrutura acionária foi considerada corretamente refletida nos dados, com atualização periódica das informações e ajuste recente relacionado à posição em tesouraria.

O caso da Empr6 evidencia elevado grau de maturidade em governança corporativa, sustentado por práticas de transparência, colegialidade decisória e participação ativa de conselheiros independentes. O índice *QR_AA* mostrou-se capaz de captar o desempenho diferenciado da empresa em critérios formais de governança e remuneração da alta administração, ao mesmo tempo em que as respostas do entrevistado apontam desafios metodológicos e na necessidade de formalização do plano de sucessão. Trata-se de uma referência de boas práticas no setor de veículos e peças, cujos mecanismos podem servir de benchmark para o aprimoramento institucional em empresas do NDGC.

Apresentação da Entrevista – Empr7 (Construção; NDGC: Novo Mercado)

A Empr7 é uma companhia listada no Novo Mercado da B3, atuante no segmento de construção e serviços industriais e apresentou *QR_AA* 0,766. A governança da empresa é conduzida por uma estrutura robusta de conselho e comitês, apresentando perfil societário tipicamente pulverizado, característica comum às empresas de capital aberto de maior aderência às melhores práticas de governança. A representante entrevistada ocupa o cargo de Supervisora de Relações com Investidores, evidenciando o alinhamento entre práticas institucionais de comunicação com o mercado e a implementação dos principais mecanismos de governança. O histórico da empresa inclui processos de *spin-off* e aquisição, conferindo-lhe expertise em integração de operações e ajustes de estruturas internas, especialmente em áreas administrativas e de *compliance*. A ausência de um acionista controlador majoritário, substituído por um acionista de referência relevante, reforça o modelo de dispersão do capital, com ênfase no fortalecimento dos mecanismos de proteção a investidores minoritários. Além disso, a empresa apresenta cultura organizacional orientada à transparência, à atualização periódica dos dados públicos (como o FRE) e ao engajamento de executivos em metas de longo prazo.

Sobre a proporção entre remuneração variável e total, o entrevistado confirmou o percentual identificado nos dados, e considerou o indicador relevante para engajar a alta administração em horizonte de longo prazo e confirmou que houve atualização recente dos dados no FRE (maio/25), ressaltando a necessidade de refletir os números mais atuais. Indica-se que a política de remuneração já contempla programas com orientação de longo prazo, sinalizando evolução na calibragem entre fixo e variável. A percepção é de que o indicador “faz sentido” para mensurar alinhamento, desde que se observe a base de dados atualizada e o desenho dos incentivos ao longo do tempo. Assim, para a Empr7, a razão variável/total é entendida como peça central do engajamento de executivos e do direcionamento estratégico.

“Acho importante esse indicador. Mas acredito que o número foi atualizado na FRE, atualizamos os dados em maio. Mas o indicador faz muito sentido. Esses indicadores... De engajar, né, o pessoal da alta administração em tomar ações buscando longo prazo, a gente tá com programas também, então já dá pra ver que é uma forma de incentivar, né, a administração.”
(Empr7)

Sobre a métrica de alinhamento com retorno, a Empr7 reconhece o *benchmark* de referência (entre 5% e 10% para a razão usada), observando que o indicador resultou “alto” com os dados inicialmente considerados, mas que deve ser recalculado

com o valor realizado de 2024, o que impactaria o percentual final. A leitura é favorável ao uso do ROE como métrica-síntese, e a empresa afirma ver alinhamento entre remuneração da alta administração e retorno para os acionistas a partir do atual desenho. A ênfase recai na atualização dos insumos e na aderência da métrica ao que investidores efetivamente observam. A entrevistada demonstra domínio do racional por trás do cálculo, reconhecendo a importância de considerar os números efetivos e ajustados.

Nesse caso aqui, o benchmark é que essa remuneração, ela fique entre 5% ou 10%, né, abaixo desse número, né. No caso aqui, o total da remuneração 2024 da Empr7e, né, ficou esse valor total, né, e o retorno que a gente identificou o ROE sobre o patrimônio líquido, que acaba sendo uma composição do lucro líquido, né, ele ficou esse número pra 2024. E aí o indicador ele ficou alto, né, nesse caso aqui. Depois a gente vai verificar o número que foi performed. Exato, é....” (Empr7)

Sobre a variável de alinhamento e aderência da remuneração a princípios de sustentabilidade e ESG, a Empr7 implementou recentemente a integração de metas ESG à remuneração dos administradores da alta administração. Embora o entrevistado não tenha listado, de memória, as metas específicas, registrou que elas existem e estão operacionalizadas. O tom é de valorização da integração, reconhecendo que o tema passou a compor a arquitetura de incentivos dos membros da alta administração e a agenda de governança. Esse relato converge com as evidências de mercado de crescente vinculação ESG-remuneração e indica que a empresa já internaliza métricas socioambientais na avaliação de desempenho.

“Está correto, não tenho observação. Isso é uma coisa até que a gente implementou há pouco tempo. Então, é uma coisa boa, assim, de atrelar as metas de sustentabilidade nas metas de remuneração dos administradores. E a Empr7 tem as metas também alinhadas, né? Exatamente quais são as metas atreladas a sustentabilidade eu não saberia agora identificar. Mas a gente tem metas, sim, de sustentabilidade ligadas à remuneração..” (Empr7)

Sobre a existência e atuação do comitê de remuneração/pessoas, o representante ressalta que o comitê de pessoas/remuneração é descrito como central: *“tudo que engloba pessoas, passa pelo comitê”*. A periodicidade é mensal, com composição robusta: dois conselheiros independentes (sendo a coordenadora independente) e um membro especialista externo. Essa configuração, segundo a Empr7, garante diversidade técnica e contrapeso institucional, com atuação que abrange remuneração e cultura. A descrição sugere processos formais de deliberação e acompanhamento sistemático, compatíveis com práticas reconhecidas de governança para temas de capital humano e incentivos.

Acho bem legal essa variável, porque tudo que se remete a pessoas aqui na companhia passa pelo comitê de pessoas, seja remuneração, cultura também passa pelo comitê, tudo que engloba pessoas passa pelo comitê de pessoas, né? Remuneração, então o comitê se encontra mensalmente para falar de diversos processos, e tem dois conselheiros independentes nesse comitê. A coordenadora do comitê é uma conselheira independente, e também é um conselheiro independente. E a gente tem um terceiro membro, que é um membro especialista que vem de fora, né? Então é uma pessoa do mercado que também tem bastante experiência nessa parte de pessoas.” (Empr7)

Sobre o controle de regalias e privilégios concedidos à alta administração, o entrevistado da Empr7 relata acompanhamento próximo do SG&A/Receita, com tendência de redução, inclusive via sinergias de aquisições, e meta interna de chegar a <10%. Ao mesmo tempo, pondera que a rubrica engloba o *back office* (RI, governança, jurídico, contabilidade, TI etc.), não sendo “tudo administração” ou “regalias”. A empresa, portanto, adota a proxy e a monitora, mas ressalta o escopo contábil amplo do SG&A, argumento recorrente na prática corporativa. O relato é útil para qualificar a leitura do indicador, sem afastar sua utilidade comparativa.

“Esse indicador é bom, é um indicador que a gente controla bastante aqui, que é o SG&A sobre a receita líquida, e a gente está tendendo a diminuir isso. Muito bom. Principalmente por sinergias também com outras empresas que a gente adquire, então a tendência é que a gente diminua esse percentual. Só esse nome, assim, de regalias e privilégios, porque geralmente despesa também não é... Por exemplo, eu estou ali no SG&A porque eu sou despesa, RI e governança, né? Eu entro ali na parte do SG&A, então eu entro ali nesse valor de despesa, né? Então não é tudo para a administração, né? Esse valor engloba todas as áreas do *back office*, né? Então, contabilidade, jurídico, fiscal, todo mundo que... CI, todo mundo que faz parte... Entenda que estaria dentro desse benchmark aqui, tá?” (Empr7)

Em relação ao plano de sucessão do CEO e à integração de metas de longo prazo, a Empr7 informa não divulgar ainda o plano de sucessão no informe de governança, mas sinaliza que o documento está sendo elaborado pela área de governança em conjunto com o comitê de pessoas e será formalizado e divulgado sua atualização. Consta que a companhia já mapeou internamente um sucessor potencial. Ao mesmo tempo, metas de longo prazo existem e compõem a arquitetura de incentivos dos executivos. O registro enfatiza a importância do plano como mecanismo de continuidade estratégica e de previsibilidade ao mercado.

“Está ok essa variável. No caso da Empr7, a gente não divulga o plano de sucessão no informe de governança. E tem as metas de longo prazo. É um documento que tá sendo elaborado e atualizado o informe de governança. Aqui pela área de governança junto com o comitê de pessoas. Certo. Então, é um documento que a gente espera, porque a gente colocou como não, né? Lá no informe de governança. E a gente aqui tem uma meta de ver tudo que a gente tá, né? De ver ali os nossos gaps, tudo que a gente marcou não e o que a gente pode melhorar do que tá ali no relatório. Então, é um plano que tá sendo elaborado e que em breve vai ser divulgado. Porque o sentido dessa variável é indicar para o mercado que a empresa tem uma perspectiva de

sucessão do seu principal executivo, né? Vamos falar assim. E que realmente o pessoal tá preocupado com as metas e continuidade dos planos de longo prazo..” (Empr7)

Com relação à estrutura de conselheiros independentes, A Empr7 destaca que cumpre, desde o início, o mínimo obrigatório de independência e chega a superar esse patamar, valorizando a “*visão de fora*”, livre de conflitos de interesse e vieses. A fala reforça a compreensão da independência como pilar de governança, associada a qualidade decisória e legitimidade perante investidores. O registro é coerente com recomendações de boas práticas e com a lógica de mitigação de problemas de agência por meio de monitoramento independente.

“Vejo muito interessante essa variável para a questão de governança. É muito bom ter alguém com visão de fora, né? Que não tenha nenhuma relação com a companhia. Então, isso é algo que a gente tem desde o começo. A gente sempre cumpriu com esse mínimo obrigatório e a gente até supera. Então, assim, é uma coisa que a gente realmente segue porque é importante ter uma visão de fora e que acaba não gerando, como é que fala? Decisões enviesadas, né? Exatamente, isso. Não tem uma opinião de fora, né? Não tem conflito de interesse, né? Exato.” (Empr7)

A empresa confirma a contratação do D&O, enfatizando sua relevância para conferir segurança jurídica a decisões executivas. Há acompanhamento contínuo e estrutura dedicada: uma pessoa responsável pela gestão de seguros, que inclui D&O e seguros de equipamentos; foi mencionado processo de *follow-up* recorrente sobre esse tema. A descrição evidencia rotina de governança de riscos, com atualização periódica dos termos e coberturas, coerente com o padrão observado em companhias listadas e com expectativas de stakeholders.

“Contratamos na Empr7 para assegurar a questão de segurança jurídica para algumas decisões dos executivos, né? Para que não... em alguma decisão errada que possa gerar algum processo colocar os bens particulares dos executivos. É super importante essa contratação desse tipo de seguro. É uma coisa que a gente está sempre acompanhando também. Inclusive, a gente tem uma pessoa dedicada nessa área de seguros, tanto de equipamentos quanto do seguro de D&O também.” (Empr7)

Sobre a variável de controle acionário, a Empr7 informa não possuir controlador: a base é pulverizada, com pouquíssima participação direta da administração. Houve uso recente de ações em tesouraria em operação de M&A (citado: 1,8 milhão de ações), com *lock-up* de 2 anos para o vendedor. Existe um acionista de referência (aproximadamente 12%), oriundo do *private equity* que originou a companhia, com dois conselheiros indicados (não independentes). A fotografia societária indica dispersão de votos com referência estratégica, sem concentração majoritária.

“A última variável aqui é a concentração acionária, né? E aqui a Empr7 não tem um único controlador. Não. Está mais, vamos dizer, com investidores ou outros, né? Está colocado no mercado, né? Mas aqui, basicamente, está tudo pulverizado, né? Atualmente, essas ações em tesouraria a gente também não tem mais. Esses 3,8% a gente usou numa operação de M&A. A gente acabou transferindo esse percentual de ações. Foram 1,8 milhão de ações que a gente transferiu para o vendedor da empresa. E a gente colocou ele com um *lock-up* de 2 anos. Então, ele não pode mexer nessas ações nesse período. Então, acaba que fica retido essa quantidade com ele. E fora isso, a gente tem... são bem pulverizado mesmo. Então, assim, tem pouquíssimas ações com a administração. Tem alguns diretores com ações. Alguns conselheiros, também, com ações. Fora isso, o restante é investidor institucional e pessoa física. É a estratégia mesmo da Empr7.” (Empr7)

O representante encerrou avaliando considerando os indicadores aderentes ao propósito do índice *QR_AA* e alinhados ao interesse dos investidores, especialmente daqueles com foco em governança corporativa. Registrou que a Empr7 acompanha esses itens “*na unha*” e que os valores de 2024 realizados foram atualizados no FRE 2025 recomendando verificar para refletir fotografia mais recente.

“Achei os indicadores **bem aderentes, com o propósito da análise**. Faz sentido, são itens que realmente fazem diferença. E são itens que investidores olham bastante também. Então, está bem aderente com a realidade que a gente vê aqui no nosso dia a dia. Com perguntas de investidores, eles realmente perguntam bastante sobre esses indicadores. Então, está bem aderente, sim, com o **real interesse dos investidores**. Realmente, o que você colocou ali no peso do investidor, é realmente isso que a gente vê. **Eu vejo a aplicabilidade desse indicador** em termos assim, porque geralmente os investidores fazem análise fundamentalista, verificam os indicadores técnicos. Sim, com certeza. Está certo. Achei bem legal esses indicadores.” (Empr7, grifo nosso)

A análise qualitativa das respostas do representante da Empr7 permitiu atestar a coerência entre os indicadores do *QR_AA* e as práticas institucionais, além de revelar aspectos específicos da governança e sugestões para aprimoramento futuro, evidenciando o alinhamento com os referenciais teóricos de governança e remuneração da alta administração.

A proporção entre remuneração variável e remuneração total foi considerada pertinente, refletindo a política atual de incentivo ao alinhamento de interesses entre membros da alta administração e acionistas. Houve reconhecimento da atualização periódica dos dados no Formulário de Referência, e o indicador se mostrou relevante na promoção de decisões voltadas ao longo prazo. O uso de métricas como ROE e razão entre remuneração e retorno foi validado, sendo considerado um instrumento eficiente para mensurar o alinhamento entre a remuneração dos membros da alta administração e o desempenho societário. O representante destacou a importância da atualização dos dados, reforçando o compromisso com a precisão dos indicadores.

A integração de metas de sustentabilidade à remuneração da alta administração foi confirmada, ainda que reconhecida como um processo recente na companhia. Essa aderência está em consonância com as tendências do mercado e reforça a preocupação em incorporar critérios ESG de forma vinculada à performance dos administradores. Foi ressaltada a atuação ativa do comitê de pessoas, composto por membros independentes e especialistas externos, com reuniões mensais para tratar de temas de remuneração, cultura e governança. Tal configuração confere robustez e legitimidade ao processo decisório, alinhando-se às melhores práticas de colegialidade e transparência.

A métrica SG&A/Receita foi considerada adequada como proxy de monitoramento de benefícios não salariais, ainda que se reconheça sua abrangência sobre diversas áreas administrativas além da alta administração. O controle desse indicador é rigoroso, com meta institucional de redução percentual, refletindo práticas de eficiência e austeridade. O plano de sucessão encontra-se em fase de formalização, já com sucessor mapeado internamente. Embora ainda não divulgado publicamente, a preocupação em garantir a continuidade estratégica e a governança de longo prazo é evidente na agenda institucional.

A empresa mantém não apenas o mínimo exigido de conselheiros independentes, mas supera esse patamar, demonstrando compromisso com a mitigação de conflitos de interesse e valorização de perspectivas externas no processo decisório. A contratação e gestão do seguro D&O seguem rigorosamente as práticas recomendadas, com acompanhamento dedicado e atualização periódica, conferindo proteção jurídica efetiva às decisões dos executivos. A estrutura acionária da empresa é marcadamente pulverizada, sem controlador definido, com presença de acionista de referência minoritário. Esse modelo favorece a dispersão do poder e a proteção dos interesses dos acionistas minoritários, estando em conformidade com os parâmetros de governança do Novo Mercado. O caso da Empr7 ilustra maturidade na adoção de práticas de governança, especialmente pela estrutura decisória colegiada, independência dos conselheiros, integração progressiva de metas ESG e rigor no controle de despesas administrativas. O QR_AA mostrou-se apto a captar essas características, ao mesmo tempo em que evidencia oportunidades de aprimoramento, sobretudo na formalização do plano de sucessão e no detalhamento dos indicadores de regalias.

Síntese das Considerações das Empresas Participantes

Os comentários e observações reunidos nas entrevistas com os representantes das empresas evidenciam uma postura crítica, construtiva e colaborativa em relação ao processo de validação do QR_AA. Observa-se que os profissionais de Relações com Investidores reconheceram a importância de métricas claras e transparentes para mensuração da qualidade da remuneração da alta administração, valorizando a abordagem multidimensional e a preocupação com a comparabilidade e aplicabilidade do índice no contexto brasileiro. De modo recorrente, os entrevistados salientaram a necessidade de considerar as especificidades setoriais e institucionais na avaliação das variáveis, recomendando o aperfeiçoamento de indicadores para capturar nuances como a ciclicidade econômica, as particularidades das estruturas societárias e a influência do controlador. Em diversos relatos, houve sugestões para validação cruzada dos dados utilizados, incentivo à utilização de documentos complementares para conferência das informações e ênfase na atualização periódica das métricas, reconhecendo que a dinâmica das práticas de remuneração demanda revisão e refinamento constantes.

No âmbito metodológico, as sugestões e críticas concentram-se em questões como a adequação da métrica SG&A/Receita para mensuração de regalias e privilégios, a definição dos *benchmarks* de referência para remuneração variável, e a pertinência dos indicadores financeiros selecionados para avaliar o alinhamento entre remuneração da alta administração e desempenho societário. Destaca-se, ainda, a preocupação com o rigor na definição de critérios de independência para membros de conselhos e comitês, bem como a importância da transparência nas práticas relacionadas ao seguro D&O e à divulgação das metas ESG. A constatação de uma empresa com estrutura de governança colegiada e forte presença de conselheiros independentes reforça a relevância de se considerar a pluralidade de modelos institucionais e mecanismos decisórios no mercado brasileiro. Foi salientada, adicionalmente, a necessidade de aprimorar a mensuração de benefícios não salariais por meio de rubricas específicas nos formulários oficiais e de monitorar ajustes na estrutura acionária que possam impactar a classificação de independência e a composição dos conselhos.

Adicionalmente, observa-se entre os casos analisados um avanço na institucionalização das práticas de governança e remuneração da alta administração,

notadamente com a consolidação de estruturas colegiadas robustas e atuação destacada de comitês de pessoas/remuneração, frequentemente compostos por membros independentes. Tal configuração favorece decisões imparciais e reforça a transparência nos processos decisórios relativos à remuneração. Outro aspecto relevante refere-se à valorização da atualização e formalização de planos de sucessão e metas de longo prazo, sinalizando uma cultura organizacional orientada à melhoria contínua.

A percepção geral é de que a incorporação dessas contribuições técnicas visa garantir melhorias para o *QR_AA* como ferramenta de análise, conferindo-lhe maior sensibilidade e aderência às realidades empresariais. Houve, também, recomendações no sentido de promover o engajamento contínuo com representantes do mercado e de aprimorar a comunicação dos critérios e resultados para ampliar a compreensão e aceitação do índice junto a diferentes públicos. De maneira geral, os entrevistados demonstraram interesse em utilizar o *QR_AA* não apenas como instrumento de *benchmarking* entre empresas, mas também como referência para aprimoramento interno de práticas de governança e remuneração.

As sugestões convergem para a necessidade de simplificação, segmentação e atualização dos indicadores, reforçando o valor da participação ativa dos *stakeholders* na evolução do índice. A valorização da abordagem transparente e baseada em boas práticas internacionais foi reiterada, assim como a relevância de adaptar o *QR_AA* às tendências regulatórias e às expectativas dos agentes do mercado de capitais. Esses elementos, capturados na verificação cruzada das entrevistas, ampliam a compreensão sobre a capacidade do *QR_AA* de refletir a diversidade e a evolução das práticas institucionais entre empresas listadas em segmentos avançados de governança. O encerramento das entrevistas foi marcado pelo reconhecimento do rigor e da relevância do estudo, bem como pelo estímulo à continuidade da pesquisa e ao diálogo entre academia e mercado. Em conclusão, as opiniões e considerações reunidas neste processo de validação empírica fortalecem a proposta do *QR_AA* enquanto instrumento acadêmico e prático, conferindo-lhe credibilidade e relevância para o desenvolvimento de melhores práticas de governança corporativa no Brasil.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta a discussão dos resultados obtidos no Capítulo 4 Resultados, estabelecendo conexões analíticas com o referencial teórico previamente descrito. A construção e aplicação empírica do Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (*QR_AA*) envolveu múltiplas etapas metodológicas, incluindo a validação de variáveis pelos investidores, a análise descritiva das considerações sobre as variáveis e confiabilidade do instrumento, bem como a aplicação da regressão linear múltipla. Além disso, são incorporadas reflexões a partir das entrevistas realizadas com profissionais do mercado, a análise da atribuição de pesos às variáveis, e a avaliação estatística individualizada que sustenta a robustez do modelo proposto. Por fim, apresenta-se a comprovação e verificação dos resultados junto às empresas do NDGC, reforçando a aplicabilidade prática do índice e sua capacidade de servir como instrumento de análise comparativa no mercado brasileiro.

A análise iniciou-se com a percepção e validação das variáveis pelos investidores, permitindo identificar que os critérios utilizados no *QR_AA* foram considerados pertinentes, relevantes e alinhados às expectativas do mercado. Esse processo de validação reforçou a consistência teórica das dimensões escolhidas, garantindo que o índice refletisse práticas efetivamente observáveis e valorizadas pelos agentes financeiros.

As entrevistas realizadas com investidores e profissionais do mercado ampliaram esse entendimento. Os participantes destacaram a importância de métricas claras e padronizadas, sobretudo diante da dificuldade em comparar políticas de remuneração em empresas de diferentes segmentos da B3. Os relatos confirmaram que a ausência de parâmetros objetivos gera incerteza e reduz a confiança na governança das organizações, consolidando a relevância prática do índice proposto.

Na etapa de aplicação dos pesos na construção do *QR_AA*, os resultados demonstraram equilíbrio entre variáveis qualitativas e quantitativas, assegurando robustez metodológica. A análise estatística individual evidenciou que fatores ligados à independência do conselho e à integração de metas de sustentabilidade apresentaram maior contribuição para a qualidade das políticas de remuneração, sinalizando avanços na agenda de governança corporativa brasileira.

A regressão linear múltipla ofereceu evidências empíricas relevantes. O diagnóstico amostral e as estatísticas descritivas confirmaram a adequação da base de dados, enquanto os testes de normalidade, homocedasticidade e multicolinearidade validaram a consistência do modelo. A matriz de correlação de Pearson revelou relações significativas entre as variáveis centrais, e o desempenho global do modelo confirmou capacidade explicativa satisfatória. A análise detalhada dos coeficientes reforçou o papel de conselheiros independentes e da incorporação de métricas ESG como determinantes positivos do *QR_AA*.

As recomendações derivadas dos achados empíricos sugerem que empresas listadas podem fortalecer sua atratividade junto a investidores ao adotarem práticas de remuneração da alta administração transparentes, vinculadas a critérios de longo prazo. No teste das hipóteses, H1, que relacionava o segmento NDGC ao *QR_AA*, não foi confirmada, evidenciando que apenas o enquadramento formal em níveis diferenciados de governança não assegura qualidade superior. Já H2, sobre o papel dos conselheiros independentes, mostrou-se robustamente validada, enquanto H3, referente à sustentabilidade, também apresentou suporte significativo. A avaliação global das hipóteses reforçou a importância de mecanismos efetivos de monitoramento e incentivos alinhados à geração de valor sustentável.

Por fim, a verificação com empresas do NDGC demonstrou aplicabilidade prática do *QR_AA*, confirmando sua utilidade como instrumento comparativo e indicador confiável para investidores, reguladores e demais *stakeholders*.

Dando continuidade à discussão dos resultados, as análises serão apresentadas de forma segmentada, conforme os subtemas da pesquisa, permitindo detalhar a interpretação dos achados à luz da literatura e das evidências empíricas. Nesse contexto, as seções seguintes discutem as implicações teóricas e práticas dos achados, destacando como as variáveis utilizadas influenciam a qualidade das estruturas remuneratórias e o alinhamento dessas práticas aos princípios fundamentais da governança corporativa.

5.1 Validação das Variáveis: Avaliação dos Investidores

Esta seção discute a avaliação dos investidores e profissionais do mercado de capitais em relação às variáveis selecionadas para compor o Índice *QR_AA*. Busca-se evidenciar como tais agentes validaram a pertinência dos critérios adotados,

demonstrando em que medida eles reconhecem a relevância de aspectos como transparência, alinhamento estratégico e sustentabilidade na remuneração da alta administração.

A atribuição dos pesos às variáveis que integram o Índice QR_AA refletiu com precisão as avaliações dos investidores institucionais e profissionais especializados no mercado de capitais brasileiro. Conforme exposto na Tabela 3 – Pesos variáveis QR_AA (p.150), a variável F1 (Proporção entre remuneração variável e total) obteve o maior peso médio, correspondendo a 16,95%. Esse resultado expressa de forma clara a valorização do equilíbrio entre remuneração fixa e variável pelos investidores, refletindo diretamente os princípios de governança corporativa que preconizam a necessidade de alinhamento dos interesses dos executivos aos objetivos estratégicos e financeiros das organizações. A relevância atribuída à remuneração variável é respaldada por Larcker e Tayan (2020), que destacam a importância de incentivos atrelados ao desempenho para mitigar conflitos de agência e assegurar o comprometimento dos gestores com o sucesso organizacional.

A segunda maior média observada refere-se à variável F2 (Alinhamento entre remuneração da alta administração e retorno aos acionistas), que recebeu um peso médio de 14,81%, demonstrando alta relevância atribuída pelos investidores ao vínculo direto entre as práticas de remuneração e o retorno financeiro entregue aos acionistas. Essa avaliação está em consonância com estudos anteriores, como Frydman e Jenter (2010) e Murphy (2013), que ressaltam a relevância desse alinhamento para mitigar assimetrias de informação e garantir maior transparência na gestão das empresas. Contudo, apesar da importância reconhecida pelos investidores, verificou-se posteriormente na análise empírica que muitas empresas enfrentaram resultados financeiros negativos no ano de 2024, o que comprometeu parcialmente a eficácia desse alinhamento, fato corroborado pelos coeficientes negativos observados no modelo de regressão múltipla aplicado. Essa aparente contradição indica a necessidade de revisões periódicas nas políticas de remuneração para se ajustar às condições econômicas e financeiras das organizações.

Outro aspecto relevante identificado foi o peso médio significativo atribuído à variável F5 (Controle de regalias e privilégios), com valor médio de 10,97%. Esse resultado reflete uma preocupação crescente com práticas transparentes e justificáveis na concessão de benefícios adicionais à alta administração, alinhando-se

diretamente às melhores práticas recomendadas por organizações como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2023). A valorização dessa variável pelos investidores evidencia uma expectativa explícita de que empresas adotem medidas rigorosas para evitar abusos ou privilégios injustificados que possam distorcer os princípios fundamentais de equidade e transparência defendidos pela literatura especializada em governança corporativa (Pepper, 2016).

Adicionalmente, as variáveis F7 (Estrutura de conselheiros independentes) e F9 (Concentração acionária) obtiveram pesos médios próximos, respectivamente 10,78% e 10,62%, destacando o reconhecimento dos investidores quanto à importância estratégica desses aspectos na governança. A independência dos conselheiros é destacada por Almici (2023) como elemento fundamental para reduzir conflitos de interesse e assegurar a imparcialidade nas decisões estratégicas e financeiras, contribuindo diretamente para a qualidade das decisões sobre remuneração da alta administração. Da mesma forma, a concentração acionária é reconhecida por sua capacidade de influenciar significativamente a governança corporativa, especialmente no contexto brasileiro, onde frequentemente predomina uma estrutura de propriedade concentrada (Silveira, 2015).

As variáveis com pesos intermediários, como F4 (Institucionalização do comitê de remuneração e/ou pessoas) com 9,59%, e F3 (Aderência às metas de sustentabilidade) com 8,89%, revelam uma preocupação relevante, embora moderada, sobre a institucionalização formal de comitês especializados e o alinhamento das políticas remuneratórias às metas de sustentabilidade empresarial. Tais resultados corroboram a argumentação de Pepper (2016), que sustenta que a existência formal de comitês contribui para processos mais transparentes e decisões mais informadas sobre a remuneração da alta administração. Simultaneamente, a aderência às metas de Sustentabilidade também ganha relevância crescente, alinhada aos argumentos de Cornell e Damodaran (2020), que destacam a importância do alinhamento das práticas empresariais aos objetivos sustentáveis para assegurar a criação de valor no longo prazo.

As variáveis F6 (Alinhamento com plano de sucessão do CEO, com 8,73%) e F8 (Presença de seguro D&O, com 8,65%) apresentaram pesos menores, sugerindo que, embora consideradas importantes para a continuidade operacional e mitigação

de riscos, são percebidas como elementos complementares no contexto amplo das políticas remuneratórias e de governança corporativa.

Esses pesos médios definidos pelos investidores, conforme exposto no Quadro 12 – Peso definido pelos Investidores para QR_AA (p.151), estabelecem uma ponderação quantitativa que reflete rigorosamente as avaliações dos participantes, garantindo representatividade adequada e coerente dos aspectos analisados na composição final do QR_AA.

Na análise descritiva das considerações sobre as variáveis (Tabela 4 – Estatística descritiva e Alfa Cronbach pesquisa com Investidores – p.187), observa-se uma consistente atribuição de alta relevância a todas as variáveis analisadas, com médias gerais superiores a 3,78, em escala tipo Likert de 5 pontos. Destaca-se particularmente a variável F8 (Presença de seguro D&O), com a média mais alta (4,41), refletindo quase unanimidade quanto à sua importância na proteção e segurança jurídica dos administradores, corroborando os achados de Machado *et al.* (2024a) sobre mecanismos de mitigação de risco na governança corporativa. Outro fator relevante foi a variável F4 (Institucionalização do comitês de remuneração), que apresentou média elevada (4,24), reforçando a avaliação de sua relevância prática e institucional para investidores e profissionais de mercado.

A variável F2 (Alinhamento entre remuneração e retorno aos acionistas) apresentou média relativamente alta (3,84), porém com a maior variância e desvio padrão, indicando diversidade nas avaliações quanto à eficácia prática deste alinhamento, resultado compreensível diante das dificuldades financeiras reportadas por várias empresas no ano analisado.

Ademais, a confiabilidade do instrumento, medida pelo Alfa de Cronbach, atingiu 0,71, sendo considerada satisfatória segundo critérios apresentados por Hair Jr. *et al.* (2009). Essa confiabilidade reforça a consistência interna do questionário aplicado e valida as variáveis selecionadas como medidas eficazes das opiniões dos investidores em relação às práticas de remuneração e governança corporativa.

Os resultados das análises, conduzidas sobre a avaliação e validação das variáveis pelos Investidores, confirmam a validade conceitual e empírica do índice QR_AA proposto, oferecendo evidências robustas e sustentadas pela literatura sobre a relevância prática das variáveis selecionadas pelos investidores institucionais. Tais avaliações validam o índice como um instrumento objetivo, transparente e alinhado às

boas práticas contemporâneas de governança corporativa, oferecendo assim um suporte consistente para análises futuras e tomadas de decisão estratégicas por parte das organizações e investidores no contexto brasileiro.

5.2 Entrevistas com Investidores e Profissionais do Mercado

Aqui são explorados os principais pontos levantados nas entrevistas qualitativas realizadas com profissionais experientes do mercado financeiro. O objetivo é confrontar suas opiniões práticas com as inferências teóricas, destacando convergências e eventuais divergências que emergem da realidade das empresas listadas na B3.

A análise qualitativa obtida por meio das entrevistas com investidores institucionais e profissionais especializados do mercado de capitais revelou considerações críticas e recomendações práticas sobre as variáveis integrantes do Índice QR_AA. Esses profissionais, devido à sua expertise prática e conhecimento aprofundado dos mecanismos de governança corporativa, forneceram subsídios fundamentais para a compreensão da aplicabilidade prática das variáveis e indicadores propostos.

Inicialmente, a preocupação mais recorrente entre os entrevistados refere-se à dimensão temporal dos incentivos vinculados à remuneração da alta administração. Investidores como o participante E5 destacaram a necessidade de mecanismos que garantam o alinhamento dos gestores aos objetivos de longo prazo da empresa. Essa preocupação reflete as considerações de Murphy (2013), que argumenta sobre a importância de alinhar a remuneração da alta administração não apenas com indicadores financeiros imediatos, mas também com metas estratégicas que assegurem sustentabilidade e estabilidade organizacional em períodos futuros. Nesse contexto, ficou clara a avaliação dos investidores sobre os riscos de políticas remuneratórias excessivamente focadas em desempenho anual, que poderiam estimular comportamentos oportunistas em detrimento da geração de valor sustentado para os acionistas e demais *stakeholders*.

Outro aspecto amplamente discutido foi a definição dos *benchmarks* ideais para o equilíbrio entre remuneração fixa e variável, resultando em propostas objetivas de percentuais variáveis robustos, como sugeridos por E11 (70/30) e E28 (80%). Essas proposições reforçam o entendimento de que uma maior proporção de remuneração

variável pode contribuir para um melhor alinhamento entre interesses gerenciais e expectativas dos investidores. Tais sugestões são consistentes com as abordagens discutidas por Jensen e Murphy (1990), que destacam a relevância da remuneração baseada em desempenho para redução dos conflitos de agência.

Além disso, questões técnicas e metodológicas específicas foram debatidas em profundidade, particularmente sobre a formulação dos indicadores que relacionam a remuneração da alta administração ao retorno aos acionistas. O participante E12 destacou potenciais falhas metodológicas no uso direto do ROE combinado ao Patrimônio Líquido, sugerindo ajustes na metodologia adotada. E15 aprofundou esse ponto ao recomendar indicadores mais robustos como o ROIC (Retorno sobre o Capital Investido) ou o Lucro por Ação (LPA), em substituição ao ROE, e recomendou também a inclusão de métricas associadas à agenda ESG. A sugestão para adoção desses indicadores está em linha com os argumentos contemporâneos sobre governança corporativa e performance financeira sustentáveis, discutidos amplamente por Cornell e Damodaran (2020), que defendem o uso de métricas capazes de capturar valor sustentável, considerando aspectos econômicos, sociais e ambientais simultaneamente.

Em paralelo, destacou-se também a sugestão de incorporar métricas qualitativas de satisfação do cliente, como o NPS (*Net Promoter Score*), ressaltando que os investidores consideram importantes não apenas resultados financeiros isolados, mas também a percepção dos clientes finais sobre os produtos e serviços oferecidos pela empresa. Essa perspectiva foi ilustrada pelo comentário do investidor E17, e evidencia a preocupação em garantir um equilíbrio entre lucratividade e sustentabilidade das relações comerciais no longo prazo.

Sobre aspectos relacionados à governança interna das empresas, surgiram questionamentos quanto à aplicabilidade prática de variáveis binárias (*dummy*) para verificar a existência de comitês especializados, como destacado pelo participante E19. Essa crítica sugere uma reflexão metodológica importante sobre a efetividade prática de tais variáveis na mensuração objetiva da qualidade da governança corporativa, reforçando a necessidade de adotar métodos mais precisos e quantitativos para a avaliação efetiva da contribuição desses órgãos colegiados à gestão estratégica e financeira das empresas (Pepper, 2016).

A discussão sobre concentração acionária revelou ainda opiniões divergentes, ilustrando diferentes perspectivas dos investidores sobre a estrutura ideal de controle corporativo. Enquanto o investidor E25 defendeu explicitamente a ausência de concentração acionária significativa, o investidor E4 expressou preferência por estruturas acionárias familiares, com um acionista controlador claramente identificado. Este debate reforça os achados empíricos relatados por autores como Mehran (1995), Hassen *et al.* (2015) e Freitas *et al.* (2020), que afirmam que níveis intermediários de concentração acionária são geralmente ideais para a eficácia da governança, oferecendo um equilíbrio entre controle adequado e supervisão gerencial sem comprometer significativamente a independência administrativa.

No que diz respeito à composição do conselho de administração, a inclusão de conselheiros independentes foi amplamente defendida pelos entrevistados, embora com nuances na implementação prática. O investidor E22 observou positivamente a inclusão de membros independentes, mas sugeriu segmentar a exigência percentual conforme o contexto específico de cada empresa, refletindo as preocupações discutidas por Core *et al.* (1999) e Marquezan *et al.* (2023), sobre a importância da independência efetiva para evitar conflitos de agência e assegurar uma governança corporativa robusta.

A questão do seguro *Directors & Officers* (D&O) também foi abordada criticamente, com alertas sobre potenciais riscos morais associados à sua existência. O investidor E25 alertou para a possibilidade de incentivos inadequados ao risco excessivo devido à proteção conferida pelo seguro. Paralelamente, E36 sugeriu considerar um seguro específico entre sócios, assegurando a continuidade da participação acionária em casos excepcionais como falecimentos, sugerindo alternativas que fortalecem a proteção acionária sem comprometer decisões corporativas estratégicas. Esses aspectos levantados pelos entrevistados, são debatidos na literatura sobre governança, com Almici (2023) apontando que, embora o seguro D&O seja um importante mecanismo para atrair gestores capacitados e reduzir riscos pessoais, pode de fato gerar incentivos perversos se não devidamente equilibrado com outros mecanismos de controle e responsabilização.

É fato que muitos dos entrevistados destacaram que o desenvolvimento e adoção de um índice robusto como o QR_AA contribuiria para aumentar a transparência e a capacidade de detecção precoce de práticas inadequadas no

mercado brasileiro, corroborando com as expectativas práticas para índices objetivos discutidas por Pepper (2016) e Rissatti *et al.* (2022). O investidor E1 reforçou essa visão, destacando a potencialidade do índice para detectar distorções relevantes, especialmente em situações de fraude e manipulações contábeis.

Por fim, a análise das entrevistas com os investidores e profissionais do mercado revelou, de maneira geral, uma grande valorização da transparência, objetividade e aplicabilidade prática dos indicadores propostos para o QR_AA. A concordância geral sobre a relevância e a pertinência das variáveis propostas confirmou a validade empírica e conceitual do índice, destacando a importância de uma abordagem multifacetada e transparente para monitorar e avaliar práticas remuneratórias no mercado brasileiro. As recomendações feitas por esses especialistas representam contribuições significativas para o aprimoramento metodológico contínuo do QR_AA, proporcionando um alinhamento consistente com as expectativas contemporâneas de governança corporativa e remuneração da alta administração eficaz, transparente e sustentável.

5.3 Aplicação dos Pesos na Construção do QR_AA

Nesta seção, apresentam-se os resultados referentes à aplicação dos pesos atribuídos às variáveis do índice. São avaliados tanto os efeitos gerais quanto a análise estatística individualizada das variáveis, evidenciando quais dimensões exerceram maior influência na mensuração da qualidade das práticas de remuneração

A aplicação prática dos pesos definidos pelos investidores institucionais e profissionais do mercado de capitais às variáveis que compõem o Índice QR_AA permitiu avaliar, de forma objetiva, a aderência das práticas de remuneração da alta administração às expectativas e recomendações do mercado de capitais brasileiro. Este índice, estruturado por meio de ponderações lineares das nove variáveis consideradas relevantes (F1 a F9), oferece uma base sólida para análise comparativa e diagnósticos detalhados sobre o estado das práticas de governança nas empresas listadas na B3.

Inicialmente, é importante destacar que o modelo proposto para a construção do QR_AA é respaldado pelo embasamento teórico que sugere a relevância de instrumentos multifacetados capazes de integrar aspectos qualitativos e quantitativos das práticas corporativas (Aguilera *et al.*, 2019). A operacionalização prática realizada,

detalhada na seção 4.6, revelou um quadro abrangente das práticas empresariais quanto às variáveis críticas da remuneração da alta administração, tais como equilíbrio entre remuneração variável e fixa, alinhamento com o retorno aos acionistas, sustentabilidade das metas e presença de estruturas institucionais adequadas.

Ao analisar os resultados agregados, segundo os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), os achados apresentaram características intrigantes e relevantes para as discussões acadêmicas sobre governança corporativa. Os segmentos Nível 1 e Nível 2 evidenciaram médias superiores no índice QR_AA (respectivamente, 0,734 e 0,725), enquanto o Novo Mercado, tradicionalmente reconhecido pelo rigor em governança, obteve média inferior (0,664), abaixo da média geral de 0,677. Este resultado, demonstrado claramente na Tabela 10 - Resultado QR_AA por NDGC da seção 4.6, sugere que, apesar das exigências formais mais rígidas impostas ao Novo Mercado, isso não necessariamente se traduz em maior eficácia prática das políticas de remuneração e governança. Esses resultados corroboram os achados de Freitas *et al.* (2020), que indicam que a formalização excessiva não garante automaticamente melhores práticas. Segundo os autores, o impacto real dos mecanismos de governança depende da efetividade dos controles internos e do compromisso genuíno da alta administração com os princípios éticos e estratégicos estabelecidos.

Ao detalhar as variáveis individualmente, observa-se que a variável F1 (proporção entre remuneração variável e total) apresenta médias elevadas tanto no Novo Mercado (0,122) quanto no Nível 1 (0,114), sugerindo forte adesão às práticas modernas de incentivo ao desempenho executivo. Contudo, a variável F2 (alinhamento da remuneração da alta administração ao retorno ao acionista) apresenta resultados significativamente inferiores no Novo Mercado (0,061), indicando possíveis desafios para vincular claramente a remuneração da alta administração às métricas de desempenho econômico. Este aspecto reforça as constatações de Marquezan *et al.* (2023), que enfatizam a necessidade de um alinhamento claro e transparente da remuneração com resultados mensuráveis para evitar riscos de conflitos de interesse e assegurar maior confiança dos acionistas.

Ainda em relação às variáveis individuais, a adoção de comitês específicos (F4) demonstrou desempenho superior no Nível 1 e Nível 2 em comparação ao Novo Mercado. Este resultado sugere que a mera presença formal de comitês no Novo

Mercado não garante automaticamente eficácia e qualidade das decisões tomadas por esses órgãos. Conforme discutido por Core *et al.* (1999), o valor real dos comitês está vinculado à sua composição técnica e independência efetiva, características que podem variar amplamente entre empresas, independentemente do segmento formal de listagem.

Na análise comparativa setorial, conforme demonstrado na Tabela 11 - Resultado QR_AA por Setor Econômico (p. 179), surgem importantes constatações sobre o papel das particularidades setoriais na definição das práticas remuneratórias. Setores como Veículos e Peças, Alimentos e Bebidas e Energia Elétrica apresentaram resultados superiores, refletindo uma tradição maior em práticas avançadas de governança corporativa e *accountability*. Por outro lado, setores como Software e Dados e Consumo Cíclico revelaram menor aderência às práticas recomendadas, indicando necessidades específicas de evolução. Essa heterogeneidade setorial pode ser compreendida sob a perspectiva dos estudos de Aguilera *et al.* (2019), que destacam a influência decisiva de fatores regulatórios e institucionais sobre as práticas efetivas de governança.

A análise individualizada das cinco empresas com os maiores índices QR_AA, conforme apresentado na Tabela 12, evidencia padrões de excelência na adoção de práticas de remuneração da alta administração e governança corporativa. Destacam-se Eletrobras (0,956), Santos Brasil (0,943), Energisa (0,941), Marfrig (0,938) e BRF SA (0,928), todas exibindo alto grau de conformidade com os critérios de referência estabelecidos pelo índice. A Eletrobras, pertencente ao Nível 1 e ao setor de energia elétrica, apresenta elevados escores em variáveis-chave como proporção de remuneração variável, alinhamento com retorno ao acionista e presença de conselheiros independentes. Esse desempenho é consistente com a forte regulação setorial, a exigência de transparência e os rigorosos controles internos típicos de empresas de capital misto, conforme destacado por Freitas *et al.* (2020) e Almici (2023).

Santos Brasil e Energisa, ambas com índices superiores a 0,94, demonstram robustez em estruturas de governança e mecanismos de remuneração variável atrelada ao desempenho. O comprometimento dessas organizações com práticas avançadas de *disclosure*, incentivos e sustentabilidade reforça as recomendações da literatura, que associa maturidade institucional e pressão regulatória à adoção de

mecanismos sofisticados de alinhamento de incentivos (Guttermann, 2023; Larcker; Tayan, 2020). Já Marfrig e BRF SA, atuando no setor de alimentos e bebidas e listadas no Novo Mercado, completam o grupo de líderes, destacando-se pela existência de comitês especializados, ênfase em metas de desempenho e integração de critérios ESG, em linha com as tendências recentes de governança corporativa.

Em contraste, as cinco empresas com os menores índices *QR_AA* (OSX Brasil (0,266), Lupatech (0,300), Infracomm (0,350), Unicasa (0,360) e Renova (0,378)) evidenciam fragilidades recorrentes. Predominam baixos níveis de *disclosure*, ausência de mecanismos institucionais robustos e deficiência na adoção de práticas de remuneração da alta administração alinhadas à geração de valor. Em particular, a OSX Brasil, do setor de Petróleo e Gás, apresenta valores nulos ou reduzidos em múltiplas dimensões do índice, sugerindo sérias lacunas de governança e *accountability*. Lupatech e Infracomm igualmente registram deficiências, frequentemente associadas a desafios financeiros, ausência de pressão institucional e limitações de estrutura organizacional.

Na perspectiva geral, as evidências da aplicação do *QR_AA* demonstram que a mera adesão a segmentos superiores de governança, como o Novo Mercado, não assegura, por si só, padrões avançados de remuneração da alta administração e transparência. A heterogeneidade observada reforça a necessidade de contínuo monitoramento, aprimoramento institucional e evolução das práticas de governança nas empresas brasileiras listadas, corroborando as recomendações de Mehran (1995) sobre o papel determinante da cultura organizacional, da regulação setorial e do escrutínio dos *stakeholders* para o fortalecimento das práticas de remuneração e governança corporativa. Esse achado sugere a necessidade de maior efetividade dos mecanismos internos de governança e uma abordagem mais sofisticada na gestão da remuneração da alta administração, para que sejam considerados fatores qualitativos além das exigências formais.

Portanto, a aplicação do *QR_AA* não apenas valida sua eficácia prática como indicador abrangente e confiável, mas também oferece importantes *insights* para empresas, investidores e reguladores. Esses resultados indicam a necessidade de aprimoramento contínuo das práticas corporativas em setores e segmentos específicos, ressaltando a relevância de iniciativas que busquem efetivamente alinhar remuneração, governança e desempenho sustentável das companhias abertas

brasileiras. Os achados obtidos consolidam a importância das variáveis definidas para o *QR_AA* e enfatizam a necessidade de um monitoramento rigoroso das práticas remuneratórias da alta administração, especialmente no contexto brasileiro, onde diversidade institucional, regulatória e cultural influencia diretamente a eficácia dos instrumentos de governança corporativa. Dessa forma, o índice *QR_AA* emerge como uma ferramenta prática, teoricamente embasada e empiricamente validada, capaz de fornecer *benchmarks* objetivos e transparentes para guiar decisões estratégicas dos investidores e gestores empresariais.

5.3.1 Análise Estatística dos Dados Empíricos das Variáveis do *QR_AA*

A fim de aprofundar o diagnóstico sobre a aderência das práticas de governança corporativa e remuneração da alta administração nas empresas analisadas, procede-se à análise estatística individualizada das nove variáveis componentes do *QR_AA* (F1 a F9), conforme evidenciado na Tabela 6 (p. 167).

Tabela 32 - Benchmarks versus Resultados Empíricos das Variáveis *QR_AA*

Variáveis	Benchmark	Dados Reais Pesquisa		
		Média	Mediana	Observações
F1	40% a 60%	51,9%	54,3%	Real x benchmark: média e mediana dentro do intervalo-alvo; IQR indica heterogeneidade moderada (25% abaixo de 39,5% e 25% acima de 66,9%).
F2	≤ 5%	7,2%	5,0%	Real x benchmark: mediana no limite (5%) e média acima do ideal; 75% ≤ ~11% (Q3). Metade cumpre o parâmetro, mas há casos acima do recomendável que demandam monitoramento.
F3	1	0,73	1,00	Real x benchmark: maioria já divulga integralmente; ainda há adoção parcial (Q1=0,5). Tendência positiva de convergência ao padrão máximo
F4	1	0,684	1,00	Real x benchmark: metade adota comitê (mediana=1), mas há lacunas de adoção (Q1=0). Critério binário captura bem a transição.
F5	≤15%	22,7%	17,1%	Real x benchmark: acima do ideal (<15%) na média e levemente acima na mediana. Alta dispersão (IQR 19,9 p.p.) indica heterogeneidade; casos >25% merecem atenção.
F6	1	0,65	0,50	Real x benchmark: estágio intermediário de maturidade (mediana=0,5; Q3=1). Há avanço, mas ainda distante de universalização.
F7	≥50%	46,1%	40,0%	Real x benchmark: média e mediana abaixo do ideal; top quartil (Q3=60%) já cumpre. Espaço claro para elevar independência do conselho.
F8	1	1,00	1,00	Real x benchmark: convergência total à prática de D&O; plena aderência ao benchmark.
F9	50% a 75%	55,6%	56,0%	Real x benchmark: média e mediana dentro do intervalo ideal; Q3=70,1% confirma alinhamento predominante, apesar de extremos pontuais.

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Para cada dimensão, são apresentados os principais resultados observados na amostra, sua relação com os *benchmarks* definidos pela literatura e pelo mercado, e as principais interpretações acerca do comportamento das empresas frente aos referenciais propostos. Essa abordagem detalhada, demonstrada na Tabela 32 a seguir, contribui para uma compreensão mais acurada das nuances setoriais e organizacionais, além de robustecer a validação empírica do índice construído.

A variável F1, que trata da proporção entre remuneração variável e total, apresenta média de 51,9% e mediana de 54,3%, situando-se confortavelmente no intervalo de 40% a 60% recomendado pela literatura (Jensen & Murphy, 1990; Kaplan & Minton, 2012). O primeiro quartil (39,5%) revela que 25% das empresas têm proporção ligeiramente inferior ao limite mínimo do *benchmark*, enquanto o terceiro quartil (66,9%) indica que outro quarto ultrapassa o limite superior. O desvio padrão (0,205) sugere heterogeneidade moderada, mas a inexistência de *outliers* pelo critério IQR reforça a robustez dos dados. A aplicação prática do *benchmark* de 40-60% mostra-se apropriada para o grupo analisado, embora uma parcela relevante das empresas ainda opere fora desse intervalo, reforçando a necessidade de atenção contínua à calibragem dos incentivos de remuneração variável. O resultado empírico, com concentração em torno de 40–60%, é consistente com a lógica de sensibilidade da remuneração ao desempenho (Jensen; Murphy, 1990) e com a Teoria da Agência (Jensen; Meckling, 1976), segundo a qual um peso adequado da parte variável reduz riscos de *moral hazard* sem estimular incentivos excessivamente de curto prazo. Evidências de práticas e diretrizes de governança (Larcker; Tayan, 2020) e análises históricas de estruturas de pagamento (Frydman; Jenter, 2010) apoiam a calibragem desse intervalo como área de alinhamento entre executivos e acionistas.

A variável F2, referente ao alinhamento entre remuneração e retorno aos acionistas, evidencia uma mediana de 5% (valor do *benchmark*), média de 7,2% e Q3 de 11%. A análise dos quartis revela que metade das empresas apresenta razão remuneração/ROE inferior a 5%, e 75% estão abaixo de aproximadamente 11%. O desvio padrão (0,061) mostra dispersão contida, especialmente após a remoção de *outliers* extremos. Esse comportamento justifica a adoção das faixas: intensidade máxima (<5%), intermediária (5%-10%) e reduzida (>10%). O *benchmark* é metodologicamente robusto, embora o fato de 25% das empresas superarem 11% sugira casos isolados de desalinhamento significativo, que devem ser monitorados em

análises qualitativas complementares. A razão remuneração da alta administração/ retorno acionistas (ROE) dialoga diretamente com a noção de *pay-performance* (Jensen; Murphy, 1990) e com a recomendação de vincular incentivos a resultados econômicos (Larcker; Tayan, 2020). A presença de casos acima de 10%-11% sugere potenciais fricções de agência (Jensen; Meckling, 1976) e merece escrutínio, pois o encarecimento do custo do agente sem contrapartida de criação de valor contraria a finalidade do desenho contratual (Frydman; Jenter, 2010).

A variável F3, referente à aderência às metas de sustentabilidade, apresenta mediana e Q3 igual a 1,0, visto que a maioria das empresas já divulgam ambos os elementos relacionados às metas de sustentabilidade. O primeiro quartil (0,5) indica que uma parcela não desprezível divulga parcialmente, enquanto a média (0,73) reforça o avanço, mas também revela que nem todas estão plenamente alinhadas ao padrão máximo. A dispersão (desvio padrão de 0,345) evidencia a fase de transição em que se encontram as práticas ESG no Brasil. O critério de *benchmarking* está bem ajustado à realidade, mas a interpretação deve considerar a dinamicidade da agenda ESG, que pode evoluir rapidamente nos próximos anos. A crescente integração de metas de sustentabilidade/ESG e sua divulgação estão alinhadas às evidências de que investidores e reguladores valorizam esse acoplamento nas políticas de remuneração da alta administração (Larcker; Tayan, 2020; Gutterman, 2023). Resultados que apontam aderência parcial são esperados em contexto de transição institucional, mas tendem a melhorar com amadurecimento das práticas de governança (Machado *et al.*, 2024a).

A variável F4, adoção do comitê de remuneração, apresenta polarização: metade das empresas tem comitê (mediana e Q3 = 1), mas 25% (Q1 = 0) ainda não adotaram a prática. A média de 0,684 reflete esse cenário intermediário. O alto desvio padrão (0,466) reforça a variabilidade e, nesse caso, o critério binário de *benchmarking* é pertinente, pois captura com clareza a adesão ou não à recomendação internacional. Vale ressaltar que, para fins comparativos, a adoção do comitê tende a crescer, acompanhando pressões regulatórias e expectativas de mercado. A presença de comitês de pessoas/remuneração reforça a separação entre decisão e controle delineada por Fama e Jensen (1983), reduzindo assimetrias e fortalecendo *accountability*. A literatura de governança recomenda explicitamente tais arranjos como mecanismo de monitoramento e desenho de contratos (Larcker; Tayan,

2020; Oliva & Albuquerque, 2006), o que sustenta o uso do critério binário como marcador de aderência.

Na variável F5, controle de regalias e privilégios, a média, observa-se maior dispersão (média 22,7%, mediana 17,1%, desvio padrão 22,3 p.p.). Apenas 25% das empresas apresentam DGV&A/Receita Líquida abaixo de 9,1% (Q1), enquanto outro quarto supera 29% (Q3), o que indica presença de casos com altos benefícios indiretos. As faixas progressivas de *benchmark* (<15%, 15-20%, 20-25%, >25%) são adequadas para refletir a realidade heterogênea do mercado brasileiro. Empresas com indicadores acima de 25% merecem atenção específica, pois podem sinalizar fragilidade em governança ou uso pouco eficiente de recursos. A utilização da razão DGV&A/Receita como proxy de disciplina de custos e de controle de benefícios discricionários é amparada por evidências clássicas e recentes. Como baliza de excelência, Singh e Davidson (2003) e Grinstein *et al.* (2017) situam patamares em torno de 15% para práticas consideradas exemplares, justificando o ponto de corte adotado e as faixas progressivas de avaliação. Em perspectiva mais atual, Njoku e Lee (2025) mostram que os valores observados para SG&A/Receita apresentam mediana de 12,6% e média de 27,0%, oferecendo referência empírica para a classificação de intensidades e para a identificação de casos que se afastam do padrão de boa governança. Complementarmente, Smith (2021) modela a razão SG&A/Receita como proxy para *perks* gerenciais e evidencia o fenômeno da “*sticky SG&A*”, com média próxima de 28%, mediana de 24%, primeiro quartil de 14% e terceiro quartil de 38%, parâmetros que sustentam a segmentação <15%; 15–20%; 20–25%; >25% e recomendam leitura prudencial de desvios persistentes. No contexto brasileiro, Delgado e Barbedo (2019) reforçam a utilidade de indicadores contábeis na avaliação de eficiência e na detecção de potenciais regalias, legitimando o uso de SG&A/Receita como métrica comparável entre empresas. Em conjunto, esses aportes corroboram que níveis próximos ou abaixo de 15% sinalizam maior disciplina e alinhamento, ao passo que razões acima de 25% constituem alertas consistentes de fragilidade de governança ou de alocação ineficiente de recursos.

A variável F6, alinhamento com o plano de sucessão do CEO, apresenta média de 0,65, mediana de 0,5 e Q3 de 1 e observa-se que muitas empresas divulgam apenas um dos elementos exigidos para intensidade máxima, mas cerca de 25% já alcançam o padrão ideal. A dispersão é moderada (desvio padrão 0,301), coerente

com o estágio intermediário de maturidade das práticas de sucessão e de remuneração de longo prazo no país. O critério de *benchmark* é sensível a essa transição e, por ora, parece suficiente para a realidade analisada. Planos formais de sucessão e incentivos de longo prazo mitigam problemas de horizonte e risco de continuidade (Jensen; Meckling, 1976), além de ancorar decisões em criação de valor intertemporal (Frydman; Jenter, 2010). A literatura de boas práticas recomenda explicitar tais políticas e sua ligação com remuneração (Larcker; Tayan, 2020), razão pela qual a codificação binária/cumulativa captura bem a maturidade institucional.

A variável F7, referente estrutura de conselheiros independentes, tem média (46,1%), mediana (40%) e Q3 (60%) sugerem que a maioria das empresas ainda não atingiu o ideal de 50% ou mais conselheiros independentes. O desvio padrão de 0,194 indica variabilidade, mas sem extremos. Apenas cerca de 25% das empresas superam 60%, conforme esperado pelo *benchmark*. Isso aponta espaço relevante para aprimoramento das práticas de independência dos conselhos de administração. A independência do conselho é um pilar para reduzir conflitos de agência, melhorar monitoramento e proteger minoritários (Fama; Jensen, 1983; Jensen; Meckling, 1976). Evidências e recomendações práticas indicam correlação entre maior independência e melhores padrões de remuneração da alta administração e governança (Larcker; Tayan, 2020; Oliva; Albuquerque, 2006; Machado *et al.*, 2024a), o que respalda o *benchmark* $\geq 50\%$.

Para a variável F8, referente à contratação de seguro D&O, todos os quartis, média e mediana iguais a 1,0 evidenciam convergência quase total das empresas à prática de contratação do seguro D&O, plenamente em linha com o *benchmark* estabelecido. A adoção do seguro D&O é reconhecida como prática de gestão de riscos que favorece a atração e retenção de administradores qualificados e aumenta a disposição para decisões eficientes sob incerteza (Larcker; Tayan, 2020; Gutterman, 2023). A convergência observada é coerente com padrões de governança contemporâneos. A variável F9, referente à concentração acionária, apresentou média de 55,6%, mediana de 56% e Q3 de 70,1%, indicando que a maioria das empresas está próxima ou dentro do intervalo ideal de 50% a 75%. A distribuição mostra relativa homogeneidade, mas ainda há empresas em ambos os extremos (abaixo de 39% e acima de 75%). O critério de segmentação do *benchmark* permite mensuração precisa e adequada dessa heterogeneidade estrutural. A estrutura de propriedade influencia

o equilíbrio entre monitoramento do controlador e proteção dos minoritários. À luz da Teoria da Agência (Jensen; Meckling, 1976; Fama; Jensen, 1983), níveis intermediários de concentração tendem a combinar capacidade de supervisão com limites a expropriação. A literatura recente destaca que fatores culturais e de *enforcement* modulam esse *trade-off* (Almici, 2023; Gutterman, 2023; Larcker; Tayan, 2020), sustentando o intervalo de 50–75% como referência pragmática.

A análise descritiva das variáveis F1 a F9 evidencia que, de modo geral, os resultados empíricos demonstram alinhamento consistente com os *benchmarks* nacionais e internacionais definidos para práticas de governança corporativa e remuneração da alta administração. Observa-se que a maioria das variáveis apresenta distribuição estatística próxima dos parâmetros recomendados, especialmente após o tratamento de *outliers* pelo critério interquartilico (IQR), o que reforça a robustez dos achados e a comparabilidade entre empresas. Apesar disso, algumas dimensões, como o controle de regalias e privilégios (F5) e a estrutura de conselheiros independentes (F7), revelam maior dispersão e heterogeneidade em relação aos *benchmarks*, indicando oportunidades de aprimoramento em determinados grupos de empresas. A variabilidade identificada entre as variáveis reflete tanto a diversidade setorial quanto as especificidades das estruturas organizacionais no contexto brasileiro. Em resumo, a aplicação rigorosa das métricas propostas e a utilização de *benchmarks* fundamentados conferem ao QR_AA capacidade de captar nuances relevantes das práticas corporativas, ao mesmo tempo em que asseguram a integridade estatística das análises realizadas.

Ao comparar os resultados da análise estatística das variáveis do QR_AA com os achados de Cadman, Carter e Hillegeist (2010), nota-se uma convergência metodológica relevante quanto à necessidade de construção de índices multifatoriais para avaliar a remuneração executiva. Cadman *et al.* (2010) desenvolveram um índice composto por doze dimensões, evidenciando a complexidade intrínseca dos sistemas de remuneração nas empresas americanas e destacando a importância de uma avaliação granular de cada componente. Os autores demonstraram que a sofisticação do índice permite identificar relações significativas entre o desenho da remuneração e o desempenho corporativo, sobretudo na mitigação de incentivos desalinhados e na promoção de transparência. Da mesma forma, o QR_AA, ao mensurar empiricamente nove variáveis associadas à governança corporativa e remuneração da alta

administração, possibilita captar as particularidades do contexto brasileiro, promovendo maior comparabilidade entre empresas e fornecendo subsídios práticos para gestores, investidores e reguladores.

A comparação entre o índice *QR_AA* e o índice de remuneração do CEO empregado no estudo de Cadman, Carter e Hillegeist (2010), demonstrado no Quadro 14, evidencia diferenças em termos de concepção, abrangência e objetivos analíticos. Enquanto o *QR_AA* adota uma abordagem multidimensional, estruturando-se a partir de nove fatores que abrangem remuneração, governança, sustentabilidade, controles internos e *disclosure*, o índice norte-americano se concentra prioritariamente nos níveis de remuneração total do CEO, nos incentivos (principalmente de curto e longo prazo) e na influência dos consultores de remuneração sobre tais práticas.

Quadro 14 - Diferenças entre o *QR_AA* e Índice de Remuneração CEO EUA

Aspecto Analítico	<i>QR_AA</i> (Brasil, presente estudo)	Índice dos EUA (Cadman <i>et al.</i> , 2010)
Abrangência das variáveis	Multidimensional 9 fatores: remuneração, governança, retorno acionista, D&O, composição acionaria, sustentabilidade, controles, <i>disclosure</i>)	Foco principal na remuneração total do CEO e nos incentivos associados
Variáveis de Governança	Inclui composição do conselho, comitê de remuneração, independência, controle de <i>perks</i>	Governança considerada via uso de consultores, composição e independência do <i>board</i>
Fator ESG/Sustentabilidade	Incluído diretamente (aderência às metas de sustentabilidade - F3)	Não incluído de forma explícita nos índices ou métricas de remuneração
Transparência e Divulgação	Considera práticas de <i>disclosure</i> e reporte nas dimensões analisadas	Analisa impacto da contratação de consultores de remuneração sobre <i>disclosure</i>
Fonte de dados	Relatórios regulatórios, Formulários de Referência (CVM), RI e documentos públicos	Base de dados de empresas norte-americanas (SEC, ExecuComp, consultores)
Perspectiva metodológica	Regressões aplicada para testar impacto das variáveis F1 a F9 sobre <i>QR_AA</i> e Índice sintético (<i>score</i>) composto de variáveis binárias, contínuas e <i>dummies</i>	Regressões e métricas de <i>pay-level</i> , <i>pay-performance</i> e uso de consultores
Peso dos Incentivos	Equilíbrio entre componente fixo, variável, alinhamento de longo prazo	Ênfase nos incentivos de curto e longo prazo ligados ao desempenho do CEO
Controle de Regalias (<i>Perks</i>)	Medido de forma explícita como variável-chave (F5)	Considerado indiretamente, foco maior nos valores totais de remuneração
Contexto Institucional	Adaptado à realidade brasileira (B3, NDGC, CVM, RI)	Foco no mercado de capitais americano (NYSE, NASDAQ, SEC)
Objetivo Central	Avaliar qualidade e aderência às melhores práticas de remuneração da alta administração e governança	Analisar incentivos de consultores de remuneração e seus impactos no CEO <i>pay</i>

Fonte: Elaborado pelo autor (2025) - base em Cadman *et al.* (2010) e resultados do presente estudo

No estudo de Cadman *et al.* (2010), a análise concentra-se nos efeitos da contratação de consultores de remuneração sobre o nível e a estrutura do pagamento

dos CEOs em empresas norte-americanas, com especial atenção ao potencial conflito de interesses envolvido. A metodologia empregada fundamenta-se exclusivamente em modelos de regressão linear múltipla, incluindo o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS - *Ordinary Least Squares*), que é utilizado para estimar os parâmetros em regressões lineares minimizando a soma dos quadrados dos resíduos, e modelos de regressão logística (logit), que são empregados para analisar relações em que a variável dependente assume natureza categórica (binária), como a probabilidade de ocorrência de determinado evento. Nessas análises, a variável dependente principal é a remuneração total do CEO, enquanto as variáveis explicativas englobam o uso de consultores independentes, características do conselho, variáveis de governança, porte e desempenho das empresas. Não há, nesse estudo, a elaboração de um índice multidimensional, escore sintético ou métrica única para aferir a qualidade da remuneração executiva. A modelagem estatística segue a seguinte estrutura:

$$CEO Pay_1 = \beta_0 + \beta_1 Consultant_1 + \sum_j \beta_j X_{ij} + \epsilon_i \quad (11)$$

Em que $Consultant_1$ é uma variável indicadora para empresas que utilizam consultores de remuneração independentes, X_{ij} representa o vetor de variáveis de controle relevantes para o estudo. O produto matemático central do artigo reside, portanto, nos coeficientes estimados das regressões – especialmente β_1 , que mensura o efeito marginal da contratação de consultores sobre o nível e a estrutura do pagamento do CEO, e nos valores de significância associados, não havendo qualquer construção de índice, escore ou rating de qualidade de remuneração. Os autores deixam claro que sua contribuição reside na análise estatística dos determinantes da remuneração, como exemplificado no próprio artigo: “*Utilizamos análises de regressão OLS e logit para examinar se o uso de consultores de remuneração, especialmente aqueles com potenciais conflitos de interesse, está associado ao nível e à estrutura do CEO pay...*” (Cadman et al., 2010, p. 265). Assim, o QR_AA distingue-se ao propor uma métrica composta e comparável, enquanto Cadman et al. (2010) se concentram no teste de hipóteses causais via regressões, reportando resultados exclusivamente a partir dos parâmetros estatísticos estimados.

Por outro lado, o QR_AA, ao ser desenvolvido com base no mercado brasileiro, propõe um índice composto que incorpora múltiplas dimensões, incluindo critérios ESG, controle de regalias, sucessão de CEO, independência do conselho, existência de comitês e concentração acionária, e refletindo particularidades institucionais e

regulatórias do país. A abordagem do *QR_AA* vai além da análise causal, permitindo a construção de um *score* parametrizável para *benchmarking* entre empresas e setores, e abrangendo aspectos de sustentabilidade e governança contemporânea não abordados no modelo de Cadman *et al.* (2010). Dessa forma, a principal diferença reside no escopo e no produto analítico: enquanto Cadman *et al.* (2010) concentram-se em testar hipóteses sobre os determinantes do CEO *pay* por meio de regressões estatísticas, o *QR_AA* oferece uma métrica sintética, contextualizada e aplicável à avaliação comparativa entre as organizações da qualidade da remuneração da alta administração, alinhando-se às demandas dos *stakeholders* e às melhores práticas de governança corporativa brasileira. Ambos os enfoques, no entanto, evidenciam a importância de instrumentos metodológicos adequados ao ambiente institucional e às exigências de cada mercado.

5.4 Resultados da Aplicação Regressão Linear Múltipla

Essa seção discute o desempenho estatístico do modelo proposto, contemplando o diagnóstico amostral, a robustez metodológica e os testes aplicados (subseções 5.4.1 a 5.4.3). Além disso, apresenta-se a performance global do modelo (subseção 5.4.4), a análise dos coeficientes obtidos (subseção 5.4.5) e considerações adicionais sobre a adequação do método de regressão linear (subseção 5.4.6).

A análise dos resultados oriundos da regressão linear múltipla aplicada ao Índice *QR_AA* representa uma contribuição de relevância empírica e teórica para os estudos sobre governança corporativa, remuneração da alta administração e alinhamento de incentivos no contexto brasileiro. Esta seção detalha metodologicamente os achados e suas interpretações à luz dos principais referenciais teóricos e empíricos destacados na literatura contemporânea e nos quadros referenciais adotados nesta Tese.

5.4.1 Diagnóstico Amostral, Robustez Metodológica e Estatísticas Descritivas

O rigor metodológico empregado neste estudo inicia-se pela criteriosa avaliação da base amostral, condição indispensável para assegurar a robustez estatística dos resultados e evitar vieses decorrentes de observações atípicas ou distorções amostrais. Conforme recomendado por Hair Jr. *et al.* (2009) e Field (2024),

foi realizada a análise da distância de Mahalanobis, possibilitando a identificação e a exclusão de *outliers* multivariados, resultando na remoção de seis empresas que poderiam comprometer a integridade estatística do estudo. Tal procedimento é particularmente relevante em pesquisas com dados financeiros, dadas as frequentes ocorrências de valores extremos, o que é reiterado por Basco *et al.* (2022) como uma das melhores práticas para garantir fidedignidade dos resultados.

A Tabela 14 - Estatística Descritivas das Variáveis QR_AA (p. 187) apresenta estatísticas descritivas detalhadas para as variáveis do estudo. Observa-se heterogeneidade amostral, com médias e desvios padrão condizentes com padrões de dispersão esperados em pesquisas de governança corporativa (Basco *et al.*, 2022). Destaca-se que a variável dependente QR_AA apresentou média de 0,68 (DP=0,14), denotando significativa variação e garantindo sensibilidade do modelo à heterogeneidade dos determinantes analisados. A adequada dispersão das variáveis independentes também contribui para a validade interna do modelo, especialmente em estudos que envolvem diferentes estruturas de governança e políticas de remuneração, como apontado por Frydman e Jenter (2010). Esse cuidado metodológico é particularmente importante, pois modelos mal especificados ou com variáveis excessivamente correlacionadas podem gerar resultados espúrios e dificultar a interpretação dos coeficientes, conforme Field (2024) e Basco *et al.* (2022).

Quanto às variáveis independentes, observa-se adequada dispersão dos escores, sem concentração excessiva em faixas restritas, o que contribui para a validade interna do modelo e para a redução do risco de multicolinearidade, conforme discutido por Basco *et al.* (2022). Tal padrão reforça a adequação da amostra e das métricas selecionadas para captar nuances de diferentes estruturas de governança, políticas de remuneração e contextos setoriais. O emprego de estatísticas descritivas detalhadas, incluindo média, mediana, desvio padrão, valores mínimo e máximo, possibilita a identificação preliminar de tendências, outliers residuais e potenciais vieses de distribuição.

Adicionalmente, a robustez metodológica foi complementada por procedimentos de normalidade e homocedasticidade, imprescindíveis para assegurar a legitimidade das inferências estatísticas subsequentes (Hair Jr. *et al.*, 2009; Field, 2024). Dessa forma, o diagnóstico amostral, ancorado em práticas recomendadas pela literatura, fortalece a credibilidade dos resultados empíricos, permitindo a

interpretação acurada dos efeitos das variáveis sobre a qualidade da remuneração da alta administração.

5.4.2 Testes de Normalidade, Homocedasticidade e Multicolinearidade

A verificação dos pressupostos estatísticos constituiu etapa fundamental da análise. Conforme evidenciado na Tabela 15 - Teste de Normalidade dos Resíduos do Modelo QR_AA, os testes de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk (p. 187), indicam normalidade dos resíduos para a maioria das variáveis. Essa constatação é corroborada pelo histograma dos resíduos padronizados (Figura 11, p.188), o que atende os requisitos para a validade dos testes paramétricos subsequentes (Hair Jr *et al.*, 2009). A normalidade dos resíduos é critério central para a robustez dos modelos de regressão linear, e sua violação comprometeria inferências sobre os coeficientes estimados.

Com relação à homocedasticidade, a análise do gráfico de dispersão dos resíduos padronizados (Figura 12, p.189) revela ausência de padrões sistemáticos, evidenciando que os erros do modelo possuem variância constante ao longo das observações – aspecto fundamental para garantir a precisão das estimativas dos erros padrão dos coeficientes. A multicolinearidade foi avaliada mediante o cálculo dos fatores de inflação da variância (VIF), detalhados na Tabela 16 - Diagnóstico de Multicolinearidade (VIF) - QR_AA (p.189). Todos os VIFs ficaram abaixo do limiar internacionalmente aceito de 5 (Hair Jr. *et al.*, 2009), o que significa que não há redundância excessiva entre as variáveis explicativas. Essa ausência de multicolinearidade é requisito fundamental para que os coeficientes possam ser interpretados como efeitos marginais independentes.

5.4.3 Análise da Matriz de Correlação de Pearson

A matriz de correlação de Pearson constitui um instrumento para avaliar a intensidade e a direção das relações lineares entre o índice QR_AA e as demais variáveis do estudo. Sua aplicação permite identificar associações estatísticas relevantes, fornecendo subsídios iniciais para a compreensão dos padrões de interdependência entre as dimensões analisadas. Ao explorar as correlações entre variáveis independentes, variáveis de controle e o índice de qualidade da

remuneração da alta administração, esta etapa contribui para o diagnóstico preliminar do modelo, orientando as etapas subsequentes de análise multivariada. A Tabela 17 - Matriz de Correlação de Pearson - QR_AA (p.190) apresenta a matriz de correlação de Pearson entre QR_AA e as variáveis independentes e de controle. O Coeficiente de correlação de Pearson, mede a força e a direção da associação linear entre duas variáveis (varia entre -1 e 1), portanto, os valores de r apresentados em sua matriz indicam as correlações bivariadas entre QR_AA e cada variável explicativa.

Destaca-se, inicialmente, que QR_AA apresenta correlação positiva e estatisticamente significativa com F3 (aderência da política de remuneração aos princípios de sustentabilidade, $r=0,65$), F4 (Institucionalização do comitê de remuneração, $r=0,55$), F1 (proporção entre remuneração fixa e variável, $r=0,34$) e F7 (estrutura de conselheiros independentes, $r=0,35$). Tais resultados corroboram a literatura de Larcker e Tayan (2020), segundo a qual práticas institucionais estruturadas, como comitês e conselhos independentes, têm papel central na elevação dos padrões de governança e, conseqüentemente, na qualidade da remuneração da alta administração. Adicionalmente, o alinhamento com princípios ESG, evidenciado pela forte correlação de F3, reflete o movimento recente na governança brasileira em direção à valorização de critérios de sustentabilidade, como destacam Almici (2023) e Gutterman (2023).

Por outro lado, o controle de regalias e privilégios (F5) apresenta correlação negativa relevante com QR_AA ($r=-0,47$), sinalizando que quanto mais rigorosas as restrições a privilégios, maior a qualidade percebida das práticas remuneratórias, em consonância com as premissas de Jensen e Meckling (1976) sobre mitigação de custos de agência. Importante destacar, entretanto, que tais correlações, ainda que significativas, não implicam causalidade direta, servindo como indício preliminar da pertinência das variáveis para o modelo de regressão, conforme bem delimitado por Hair Jr. *et al.* (2009) e Basco *et al.* (2022).

5.4.4 Desempenho Global do Modelo de Regressão Linear Múltipla

A Tabela 18 - Resumo do Modelo de Regressão Linear Múltipla – QR_AA (p. 191) consolida os resultados da regressão linear múltipla para o índice QR_AA. O valor do coeficiente de determinação ($R^2 = 0,801$) e do R^2 ajustado (0,789) são elevados para padrões da literatura de governança, indicando que 80% da variância

do índice *QR_AA* é explicada pelas variáveis selecionadas. Tal resultado revela forte poder explicativo do modelo e está em linha com o que Hair Jr. *et al.* (2009) identifica em pesquisas com múltiplos preditores e modelos robustos. O teste de Durbin-Watson (1,798) aponta para a independência dos resíduos, afastando o risco de autocorrelação serial. Esse diagnóstico é essencial, conforme ressaltam Basco *et al.* (2022), pois autocorrelação residual comprometeria a validade das inferências estatísticas, sobretudo em modelos aplicados a dados financeiros. A análise de variância (ANOVA), na Tabela 19 - ANOVA do Modelo de Regressão *QR_AA* (p.191), confirma a significância global do modelo ($F=64,473$; $p<0,001$), evidenciando que o conjunto de variáveis explicativas reduz, de forma estatisticamente significativa, a soma dos quadrados dos resíduos em relação ao modelo nulo. Esse resultado valida a hipótese de que a qualidade das práticas de remuneração está intrinsecamente associada às dimensões de governança mapeadas no modelo.

Os procedimentos metodológicos adotados neste estudo e a robustez dos resultados empíricos alcançados evidenciam a importância de abordagens estatísticas sofisticadas para a compreensão de temas complexos como governança corporativa e remuneração da alta administração. A literatura contemporânea, conforme argumentam Gutterman (2023) e Almici (2023), destaca que a adoção de modelos quantitativos robustos permite identificar padrões, relações e nuances que seriam negligenciados em análises superficiais. Especificamente, Jensen e Murphy (1990) demonstram que o alinhamento eficaz entre incentivos executivos e desempenho organizacional requer não apenas transparência e rigor contratual, mas também mecanismos institucionais que mitiguem conflitos de agência. Larcker e Tayan (2020) reforçam que a efetividade dos sistemas de governança depende da capacidade de mensuração e monitoramento de múltiplos vetores que compõem a remuneração, especialmente em mercados caracterizados por heterogeneidade institucional.

Os resultados obtidos neste estudo, ao explicar 80% ($R^2 = 0,801$; e $R^2 \text{ ajustado} = 0,789$) da variância do índice *QR_AA*, confirmam a relevância do arcabouço teórico utilizado e sugerem que abordagens analíticas integradas são indispensáveis para orientar políticas e práticas organizacionais mais equitativas, transparentes e alinhadas às demandas contemporâneas de governança corporativa no Brasil.

5.4.5 Coeficientes da Regressão: Análise Detalhada

A presente seção tem como objetivo examinar, de maneira detalhada e criteriosa, os coeficientes estimados para cada uma das variáveis do modelo de regressão múltipla aplicado ao índice *QR_AA*. A análise se inicia pelas variáveis principais que compõem o índice, explorando individualmente o impacto, direção, magnitude e significância estatística de cada fator sobre a qualidade da remuneração da alta administração. Para cada variável, são discutidos os achados empíricos à luz dos referenciais teóricos e evidências recentes da literatura, permitindo uma compreensão aprofundada de suas contribuições para a variação do *QR_AA* entre as empresas avaliadas.

A análise dos coeficientes segue a ordem das principais dimensões que compõem o *QR_AA* (F1 a F9), abordando de forma sequencial os diferentes aspectos da estrutura de incentivos, governança, transparência e controle adotados pelas empresas. Após a avaliação das variáveis integrantes do índice, são examinadas as variáveis de controle incluídas no modelo (Receita Líquida, *Enterprise Value*, ROA e Índice de Sharpe), permitindo aferir sua relevância adicional na explicação da qualidade da remuneração da alta administração.

O detalhamento dos coeficientes, sistematizado na Tabela 20 - Coeficientes da Regressão Linear - *QR_AA* (p.192), apresenta a magnitude, sinal e significância estatística de cada variável, bem como os valores do Fator de Inflação da Variância (VIF), assegurando a ausência de multicolinearidade relevante no modelo. A abordagem adotada nesta seção busca não apenas reportar resultados estatísticos, mas também interpretá-los à luz dos fundamentos teóricos e práticos que sustentam a construção do *QR_AA*, promovendo uma discussão crítica sobre os determinantes da qualidade da remuneração da alta administração nas companhias analisadas.

A Tabela 33 a seguir, resume a o resultado da relação empírica de cada variável com o índice de qualidade da remuneração da alta administração, permitindo a comparação direta dos efeitos e da robustez estatística entre os fatores explicativos e as variáveis de controle. A sistematização dos resultados, acompanhada das respectivas referências, favorece a compreensão integrada dos mecanismos de governança que mais contribuem para a variação observada no *QR_AA*.

Tabela 33 - Coeficientes da Regressão Múltipla e Interpretação dos Resultados

Variável	Coeficiente	p-value	VIF	Interpretação e Fundamentação Teórica	Principais Referências
F1	0,086	0,001***	1,184	Participação maior da remuneração variável eleva a qualidade do arranjo remuneratório, alinhando interesses e reduzindo custos de agência.	Jensen; Meckling (1976); Larcker; Tayan (2020); Almici (2023); Gutterman (2023)
F2	-0,007	0,411	1,192	O coeficiente de F2 reflete o contexto peculiar de 2024, marcado por resultados negativos que limitaram o papel disciplinador do retorno ao acionista sobre a remuneração. Embora não se evidencie estatisticamente neste recorte, F2 permanece central na teoria e em ciclos de desempenho regular. O peso qualitativo atribuído pelos especialistas reforça seu papel como disciplina de incentivos e pilar de governança.	Frydman; Jenter (2010); Bebchuk; Fried (2003); Kaplan; Minton (2012); Almici (2023)
F3	0,107	0,001***	1,788	Integração de critérios ESG à remuneração reforça o compromisso com sustentabilidade e reputação organizacional, elevando o QR_AA.	Almici (2023); Gutterman (2023); Marquezan <i>et al.</i> (2023)
F4	0,092	0,001***	1,465	Comitês formais garantem especialização e transparência, promovendo melhores práticas decisórias em remuneração.	Conyon (2014); Leblanc e Gillies (2015); Brandão <i>et al.</i> (2019); Larcker; Tayan (2020)
F5	-0,147	0,001***	1,472	Restrições a privilégios executivos ampliam a percepção de governança e disciplina interna. Controle rigoroso de regalias/privilégios eleva o QR_AA (prática restritiva é positiva).	Singh; Davidson (2003); Andrews; Linn; Li (2017); Rissatti <i>et al.</i> (2022); Njoku e Lee (2025); Smith (2021)
F6	0,053	0,002***	1,248	Alinhamento com planos de sucessão e metas de longo prazo assegura estabilidade e perenidade institucional.	Oliva; Albuquerque (2007); Berns; Klarner (2017); Almici (2023)
F7	0,180	0,001***	1,184	Alta proporção de conselheiros independentes fortalece governança e QR_AA	Core <i>et al.</i> (1999); Marquezan <i>et al.</i> (2023); Larcker; Tayan (2020)
F8	0,088	0,004***	1,058	D&O reflete maturidade de governança e compromisso institucional na proteção e integridade.	Chen <i>et al.</i> (2017); Asaoka (2021); Almici (2023)
F9	0,048	0,027**	1,210	Concentração acionária, quando associada à boa governança, favorece alinhamento e disciplina na política remuneratória e elevam o QR_AA	Jensen; Meckling (1976); Marquezan <i>et al.</i> (2023); Larcker; Tayan (2020)
ROA	0,139	0,011**	1,295	Maior eficiência operacional está associada a melhores práticas remuneratórias. Melhor desempenho operacional eleva QR_AA.	Bodie; Kane; Marcus (2024); Brealey; Myers; Allen (2023)
Índice Sharpe	0,142	0,003***	1,323	Políticas de remuneração tendem a ser superiores em empresas que ajustam retorno ao risco.	Dorn; Strobl (2023); Cornell; Damodaran (2020); Shiller (2016)

Fonte: Dados da pesquisa (2025). *, **, e *** correspondem 10%, 5%, e 1% nível significância

A seguir, são apresentados os resultados e interpretações para cada variável, em ordem sequencial, favorecendo a compreensão integrada dos fatores que explicam as diferenças observadas no *QR_AA*.

F1: Proporção entre Remuneração Fixa e Variável: O coeficiente positivo e significativo (0,086; $p < 0,001$; VIF=1,184) indica que uma maior participação da remuneração variável está associada a níveis superiores de qualidade na política de remuneração. Essa constatação está plenamente ancorada nos fundamentos de Jensen e Meckling (1976), para quem a vinculação da remuneração ao desempenho dos executivos representa o principal mecanismo de alinhamento entre interesses dos acionistas (principal) e dos gestores (agentes), reduzindo os custos de agência inerentes à separação entre propriedade e controle. Larcker e Tayan (2020) acrescentam que a adoção de remuneração variável, atrelada a métricas claras de performance, eleva a *accountability* e incentiva comportamentos voltados ao longo prazo. Ainda nesse contexto, Gutterman (2023) e Almici (2023) apontam que empresas que ampliam o peso da remuneração variável evidenciam maior maturidade institucional e aderência às melhores práticas globais, mitigando riscos de comportamentos oportunistas e reforçando o engajamento de executivos com resultados sustentáveis. Essa dinâmica é particularmente relevante em mercados emergentes, onde incentivos mal calibrados podem acirrar conflitos internos e fragilizar os mecanismos de governança corporativa.

F2: Alinhamento da Remuneração Alta Administração com Retorno ao Acionista: Apresentando coeficiente negativo não significativo (-0,007; $p = 0,411$), F2 sugere que, no contexto analisado (ano base de 2024), mecanismos tradicionais de alinhamento com o retorno ao acionista perderam efetividade, fenômeno que pode ser explicado por contextos de baixa lucratividade e resultados contábeis negativos (Frydman; Jenter, 2010). Ainda assim, o elevado peso qualitativo atribuído a essa variável na etapa qualitativa da pesquisa corrobora a sua centralidade teórica, que, em períodos de normalidade, tende a ser mais sensível. Bebchuk e Fried (2003) e Frydman e Jenter (2010) alertam para o risco de políticas remuneratórias dissociadas dos interesses dos acionistas, destacando que sistemas bem desenhados – que vinculam pagamento variável à geração efetiva de valor, elevam o padrão de equidade e eficiência. Kaplan e Minton (2012) defendem que, em ambientes de baixa lucratividade, essa associação pode perder efeito ou mesmo distorcer incentivos, o

que pode explicar a ausência de significância estatística nesta amostra. Almici (2023) enfatiza que a sensibilidade dessa variável pode variar conforme o ciclo econômico e o contexto institucional, e Larcker e Tayan (2020) observam que mecanismos de alinhamento são especialmente valorizados por investidores institucionais, pois reduzem assimetrias de informação e reforçam a transparência dos processos decisórios. Assim, a F2 permanece central na arquitetura das políticas de remuneração da alta administração e governança corporativa.

F3: Aderência aos Princípios de Sustentabilidade: A aderência da política de remuneração aos princípios de sustentabilidade apresenta coeficiente elevado (0,107; $p < 0,001$; VIF=1,788), refletindo a tendência internacional e nacional de integração de práticas ESG às métricas de avaliação da alta administração. Almici (2023) e Gutterman (2023) destacam que o avanço das agendas ESG tem impulsionado uma transformação nas expectativas dos *stakeholders*, levando à incorporação de métricas ambientais, sociais e de governança nos contratos de remuneração da alta administração. Marquezan *et al.* (2023) corroboram que a integração desses princípios amplia o comprometimento organizacional com valores de longo prazo, ao mesmo tempo que reduz o risco de práticas de *greenwashing*. Larcker e Tayan (2020) acrescentam que a aderência efetiva aos critérios ESG se traduz em maior atratividade para investidores institucionais e em vantagens reputacionais duradouras. Assim, o forte impacto de F3 no *QR_AA* evidencia a consolidação de práticas sustentáveis como dimensão essencial para o fortalecimento da governança e para a qualificação das estruturas de remuneração da alta administração.

F4: Institucionalização do Comitê de Remuneração e/ou Comitê de Pessoas: O coeficiente de F4 (0,092; $p < 0,001$; VIF=1,465) destaca-se como um dos maiores efeitos, sugerindo que a institucionalização de comitês formais é decisiva para aprimorar a governança e garantir transparência e *accountability* nos processos de remuneração da alta administração. Segundo Conyon (2014), Leblanc e Gillies (2015), Brandão *et al.* (2019) e Newman e Mozes (1999), a institucionalização de comitês de remuneração proporciona maior especialização, independência e transparência na definição das políticas de pagamento aos membros da alta administração. Larcker e Tayan (2020) salientam que a presença de comitês fortalece o monitoramento dos incentivos e amplia o escrutínio sobre os critérios de remuneração, reduzindo riscos de decisões arbitrárias ou favorecimento indevido. Almici (2023) argumenta que tais

estruturas promovem *accountability* e facilitam o alinhamento entre estratégia corporativa e incentivos de longo prazo. O resultado empírico encontrado neste estudo, portanto, valida o entendimento de que a formalização de processos decisórios, por meio de comitês especializados, é determinante para a elevação dos padrões de governança e qualidade das políticas remuneratórias.

F5: Controle de Regalias e Privilégios Concedidos à Alta Administração: O efeito negativo e significativo de F5 ($-0,147$; $p < 0,001$; $VIF = 1,472$) evidencia que práticas restritivas sobre privilégios executivos contribuem para aumentar a percepção de qualidade da remuneração da alta administração, reforçando o papel das políticas restritivas de benefícios na redução dos custos de agência, como proposto por Jensen e Meckling (1976) e ratificado por Andrews, Linn e Li (2017) e Rissatti *et al.* (2022). Jensen e Meckling (1976) sustentam que a concessão excessiva de benefícios discricionários amplia os custos de agência, podendo distorcer o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas. Andrews, Linn e Li (2017) e Rissatti *et al.* (2022) defendem que práticas restritivas e maior transparência na divulgação desses benefícios aumentam a confiança dos *stakeholders* e limitam comportamentos oportunistas. Larcker e Tayan (2020) e Almici (2023) enfatizam que, especialmente em mercados onde a estrutura de monitoramento é menos robusta, o controle estrito sobre regalias funciona como mecanismo adicional de governança, inibindo o uso indevido de recursos corporativos. Gutterman (2023) complementa que políticas bem delineadas nessa dimensão reduzem riscos reputacionais e fortalecem a legitimidade das lideranças executivas.

F6: Alinhamento com Plano de Sucessão do CEO: O coeficiente positivo e significativo ($0,053$; $p = 0,002$; $VIF = 1,248$) evidencia que o alinhamento da remuneração com planos formais de sucessão é valorizado pelo mercado e contribui para estabilidade e perenidade institucional. De acordo com Larcker e Tayan (2020) e Oliva e Albuquerque (2007), a existência de planos de sucessão transparentes e sua integração à política de incentivos mitigam riscos associados à descontinuidade de liderança e promovem estabilidade estratégica. Berns e Klarner (2017) destacam que o vínculo entre remuneração e metas de longo prazo favorece o desenvolvimento de competências organizacionais sustentáveis e fortalece a capacidade de retenção de talentos internos. Almici (2023) argumenta que esse alinhamento é visto como sinal de maturidade institucional e comprometimento com a perenidade dos negócios.

Assim, o impacto de F6 no *QR_AA* confirma a relevância dessa dimensão no contexto brasileiro e seu papel como indicador de governança avançada.

F7: Estrutura de Conselheiros Independentes: O coeficiente robusto (0,180; $p < 0,001$; $VIF = 1,184$) demonstra que a presença de conselheiros independentes, associados à remuneração do CEO, exerce impacto significativo e positivo sobre o *QR_AA*, corroborando as recomendações de Gutterman (2023) e Larcker e Tayan (2020) sobre a centralidade da independência dos conselhos na mitigação de conflitos de agência. Core *et al.* (1999) e Marquezan *et al.* (2023) sustentam que conselhos com alta proporção de membros independentes exercem função fiscalizadora autônoma, reduzindo a probabilidade de decisões que favoreçam excessivamente a alta administração em detrimento dos acionistas. Larcker e Tayan (2020) e Gutterman (2023) observam que a presença de conselheiros independentes eleva o nível de debate e controle sobre incentivos, funcionando como mecanismo essencial de mitigação dos conflitos de agência. Almici (2023) reforça que a independência dos conselhos é especialmente valorizada em ambientes institucionais marcados por concentração acionária e assimetrias informacionais, promovendo maior confiança entre os investidores.

F8: Controle da Relação do Seguro D&O e a Governança Corporativa: Apesar de apresentar menor magnitude (0,088; $p = 0,004$; $VIF = 1,058$), F8 é estatisticamente relevante e reflete o papel contemporâneo de instrumentos de proteção institucional (como o seguro D&O) para a governança, especialmente como complemento a sistemas de monitoramento formal. Chen *et al.* (2017), Asaoka (2021) e Larcker e Tayan (2020) destacam que o seguro D&O, ao proteger executivos e a própria organização de riscos jurídicos e litígios, reduz a aversão ao risco e facilita a atração de profissionais qualificados. Oliva e Albuquerque (2007) ressaltam que, para evitar o risco moral associado ao uso desse instrumento, é fundamental que haja políticas de governança bem estruturadas e mecanismos de controle efetivos. Almici (2023) observa que a contratação do seguro D&O é cada vez mais associada à maturidade das práticas de governança em empresas de capital aberto, refletindo transparência e comprometimento com a integridade dos processos decisórios.

F9: Concentração Acionária e Governança Corporativa: O coeficiente positivo e significativo (0,048; $p = 0,027$; $VIF = 1,210$) evidencia que estruturas acionárias mais concentradas – desde que acompanhadas de boas práticas de governança –

favorecem a qualidade das políticas de remuneração, apoiando os argumentos de Jensen e Meckling (1976) e Marquezan *et al.*, 2023. Jensen e Meckling (1976) alertam que, embora a concentração possa reduzir conflitos entre proprietários dispersos e a administração, o excesso de poder nas mãos de poucos acionistas pode gerar novas assimetrias e riscos de expropriação de minoritários. Marquezan *et al.* (2023) e Freitas *et al.* (2020) defendem que a eficácia desse arranjo depende da existência de mecanismos complementares de transparência, monitoramento e participação ativa dos *stakeholders*. Larcker e Tayan (2020) argumentam que o equilíbrio entre concentração e governança é decisivo para garantir decisões remuneratórias da alta administração alinhadas ao interesse coletivo, consolidando um ambiente institucional propício ao desenvolvimento sustentável.

Variáveis de Controle: As variáveis de controle inseridas no modelo, especificamente Receita Líquida Venda e *Enterprise Value*, ambas transformadas pelo logaritmo natural, não demonstraram significância estatística na explicação da qualidade da remuneração da alta administração. Esse resultado indica que o porte da empresa, medido por faturamento ou valor de mercado, não constitui, isoladamente, um determinante relevante para a sofisticação das políticas remuneratórias, alinhando-se às evidências de Hair Jr. *et al.* (2009) e Field (2024), que destacam a necessidade de cautela na inferência sobre tamanho e valor de mercado como preditores automáticos. Basco *et al.* (2022) reforçam que, em amostras heterogêneas, essas métricas podem capturar diferenças setoriais e estruturais, mas não necessariamente traduzem-se em melhor alinhamento de incentivos ou transparência nos processos de remuneração.

Por outro lado, o retorno sobre ativos (ROA) e o Índice de Sharpe apresentaram coeficientes positivos e significativos. Tal resultado revela que empresas com desempenho operacional mais robusto e com maior eficiência na geração de valor ajustado ao risco tendem a adotar políticas de remuneração da alta administração de maior qualidade. Essa associação é amplamente discutida na literatura de finanças corporativas e investimentos (Bodie; Kane; Marcus, 2024; Brealey, Myers e Allen, 2023), que defendem que a remuneração da alta administração deve ser sensível ao desempenho real, refletindo a capacidade da organização de converter recursos em retornos consistentes para os acionistas. Dorn e Strobl (2023), Jensen e Jones (2020) e Linton (2020) destacam que métricas de risco-retorno, como o Índice de Sharpe,

contribuem para calibrar incentivos, minimizando comportamentos oportunistas e favorecendo decisões orientadas ao valor de longo prazo. Cornell e Damodaran (2020) e Shiller (2016) acrescentam que o alinhamento entre desempenho e remuneração da alta administração fortalece a confiança dos investidores institucionais e contribui para a resiliência das práticas de governança em ambientes voláteis. Tais achados evidenciam que, para além de indicadores de porte, são as métricas de desempenho e risco ajustado que se revelam efetivamente discriminantes no desenho de políticas remuneratórias da alta administração, reafirmando a importância de uma abordagem multifatorial na avaliação da governança corporativa.

Esses resultados indicam que as variáveis selecionadas contribuem de modo significativo para a explicação da variação observada nos índices *QR_AA* entre as empresas analisadas, corroborando a importância dos mecanismos de governança corporativa como determinantes da qualidade da remuneração da alta administração.

5.4.6 Considerações sobre o Modelo Regressão Linear

Os resultados da regressão linear múltipla apontam para um modelo estatisticamente robusto, com elevada capacidade explicativa, validando os pressupostos teóricos de que a qualidade da remuneração da alta administração decorre da institucionalização de práticas, alinhamento de incentivos, adoção de políticas de sustentabilidade e monitoramento por estruturas de conselheiros independentes.

O modelo é consistente com os achados recentes da literatura nacional e internacional, especialmente no que se refere à centralidade dos comitês, sustentabilidade e independência dos conselhos como pilares das melhores práticas de governança corporativa (Larcker; Tayan, 2020; Almici, 2023; Gutterman, 2023).

A validação dos pressupostos estatísticos (normalidade, homocedasticidade e ausência de multicolinearidade) reforça a robustez do modelo, cuja interpretação dos coeficientes e correlações está fundamentada em um referencial teórico denso e atual, conferindo excelência científica à análise.

Portanto, os resultados apresentados na seção 4.8 estabelecem um patamar de compreensão sobre os determinantes das práticas de remuneração da alta administração no mercado brasileiro de capitais, oferecendo subsídios relevantes para

gestores, reguladores e pesquisadores, em conformidade com a literatura de referência do campo da governança corporativa.

5.5 Recomendações em Evidências Empíricas das Variáveis Explicativas

O objetivo dessa seção é fornecer diretrizes aplicáveis para gestores, conselhos de administração, membros da alta administração e profissionais de governança, demonstrando, com base nos coeficientes encontrados, como intervenções específicas nas práticas de remuneração e governança podem gerar ganhos incrementais no Índice *QR_AA*.

A argumentação está embasada nos autores citados ao longo desta tese, privilegiando exemplos realistas e as recomendações derivadas da literatura e dos achados empíricos do estudo. A compreensão aprofundada dos resultados da regressão linear múltipla permite propor recomendações concretas e tecnicamente embasadas para a elevação do Índice *QR_AA*, indicador sintético da qualidade das práticas de remuneração da alta administração e da aderência à governança corporativa.

Tais recomendações derivam tanto da análise quantitativa dos coeficientes obtidos quanto do arcabouço teórico estabelecido por autores como Jensen e Meckling (1976), Larcker e Tayan (2020), Gutterman (2023) e Almici (2023), além das contribuições de Frydman e Jenter (2010), Machado *et al.* (2024a) e Oliva e Albuquerque (2006). Os exemplos na Tabela 34 ilustram, para cada variável explicativa, como ajustes práticos e deliberados em políticas internas e estruturas de governança podem impulsionar o *QR_AA* de uma companhia aberta no Brasil, fornecendo um guia aplicável ao contexto profissional.

A Tabela 34, incorpora a síntese executiva nas recomendações do estudo, facilitando a compreensão e operacionalização dos resultados no ambiente corporativo. Considera-se os dados estruturados para demonstrar, de forma didática e aplicada, o efeito marginal de um incremento de 0,1 em cada variável do modelo, partindo da média do *QR_AA* (0,677). O valor “*QR_AA* ajustado” representa o novo patamar do índice, após a simulação do incremento isolado em cada variável.

Tabela 34 - Efeitos Incrementais das Variáveis no Índice QR_AA

Média Geral QR_AA	Variáveis QR_AA	Coeficiente B das Variáveis	Incremento Simulado	Efeito QR_AA (B × Incremento)	QR_AA Ajustado
0,677	F1: Proporção entre remuneração fixa e variável	0,086	0,1	0,0086	0,686
	F2: Alinhamento remuneração e retorno ao acionista	-0,007	0,1	0,0007	0,684
	F3: Aderência da política aos princípios de sustentabilidade	0,107	0,1	0,0107	0,688
	F4: Institucionalização do Comitê Remuneração/ Pessoas	0,092	0,1	0,0092	0,686
	F5: Controle de regalias e privilégios	-0,147	0,1	0,0147	0,692
	F6: Alinhamento com Plano de Sucessão CEO	0,053	0,1	0,0053	0,682
	F7: Estrutura de conselheiros independentes	0,180	0,1	0,0180	0,695
	F8: Controle da relação do Seguro D&O	0,088	0,1	0,0088	0,686
	F9: Concentração acionária e governança corporativa	0,048	0,1	0,0048	0,682

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos resultados da regressão linear múltipla (2025)

No que se refere à proporção entre remuneração fixa e variável (F1), a análise evidencia que elevações controladas da parcela variável, atreladas ao desempenho e resultados concretos, promovem ganhos no QR_AA. Por exemplo, uma empresa que aumente em 0,1 ponto à proporção de remuneração variável, mantendo controles de risco e métricas de longo prazo, pode esperar, considerando o coeficiente B de 0,086, um acréscimo de 0,0086 pontos no QR_AA. Gestores devem, portanto, rever periodicamente seus contratos de trabalho para garantir que componentes variáveis estejam adequadamente calibrados e vinculados a indicadores objetivos de performance, mitigando práticas excessivamente conservadoras que privilegiam apenas o fixo e, assim, desestimulam o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, conforme preconizado por Jensen e Meckling (1976) e Larcker e Tayan (2020).

A variável alinhamento entre remuneração da alta administração e retorno ao acionista (F2), embora não significativa estatisticamente neste ciclo, é valorizada teoricamente e também pela avaliação evidenciada pelos investidores e profissionais do mercado de capitais. Empresas que adotem mecanismos de remuneração fortemente correlacionados ao retorno aos acionistas ou ao crescimento do valor de mercado, quando os resultados macroeconômicos permitirem, tendem a ser mais bem avaliadas em períodos de bonança. Assim, o aprimoramento desse alinhamento – por

exemplo, elevando o score F2 em 0,1 ponto em cenário favorável – pode, mantendo todas as outras condições iguais (*ceteris paribus*), neutralizar riscos reputacionais e criar incentivos para decisões que maximizem o retorno de longo prazo. Larcker e Tayan (2020) sugerem que, mesmo em ciclos adversos, manter estruturas de remuneração vinculadas ao retorno ao acionista, ainda que com ajustes temporários, sinaliza comprometimento estratégico com a criação de valor.

No caso da aderência da política de remuneração da empresa aos princípios de sustentabilidade (F3), o impacto positivo observado sinaliza a importância de incluir metas de sustentabilidade ou ESG nos planos de remuneração variável. Um incremento de 0,1 na pontuação de F3, seja por meio de metas de diversidade, redução de emissões ou políticas de inclusão, resulta, segundo o coeficiente B de 0,107, em aumento de 0,0107 pontos no *QR_AA*. Empresas que desejem progredir nesse aspecto devem formalizar tais metas em contratos de remuneração, reportar avanços em relatórios de sustentabilidade e garantir auditoria externa desses indicadores, prática já amplamente adotada por companhias listadas nos segmentos mais avançados de governança da B3 (Guterman, 2023; Almici, 2023).

A institucionalização do comitê de remuneração e/ou comitê de pessoas (F4) representa um dos maiores potenciais de elevação do *QR_AA*. Por exemplo, se uma organização que não possui tal comitê implementa a estrutura, elevando sua pontuação em 0,1 ponto, o *QR_AA* subiria em 0,0092, conforme coeficiente B de 0,092. Recomenda-se que os conselhos promovam a instalação formal de comitês, assegurando ampla participação de membros independentes, elaboração de regimentos internos claros e atuação transparente. Relatórios de atividades do comitê devem ser divulgados a investidores e em assembleias, fortalecendo a percepção de governança robusta e alinhamento com as melhores práticas internacionais (Larcker; Tayan, 2020; Machado *et al.*, 2024a; Leblanc; Gillies, 2015).

Com relação ao controle de regalias e privilégios concedidos para alta administração (F5), a relação negativa identificada evidencia que o relaxamento nos controles tende a reduzir o *QR_AA*, em conformidade com a literatura de custos de agência (Jensen; Meckling, 1976; Singh; Davidson, 2003). Por exemplo, um aumento de 0,1 ponto na concessão de benefícios não auditados ou fora dos padrões de mercado implicaria redução de 0,0147 pontos no índice, dado o coeficiente B de -0,147. Portanto, recomenda-se a implementação de políticas de benefícios claras,

com teto definido, revisões periódicas por parte do comitê de remuneração e ampla divulgação dos critérios de elegibilidade, a fim de evitar práticas que possam ser vistas como abusivas ou lesivas ao interesse coletivo dos acionistas.

Quanto ao alinhamento da remuneração com o plano de sucessão do CEO (F6), a evidência empírica sugere que o fortalecimento de planos formais de sucessão, atrelando remuneração à formação de talentos e continuidade da gestão, contribui de forma positiva ao *QR_AA*. Um incremento de 0,1 ponto nessa variável implicaria aumento de 0,0053 no índice, segundo o coeficiente B de 0,053. Companhias que investem em processos estruturados de sucessão, com avaliação de potenciais internos, formação de *benchmarking* de lideranças e métricas vinculadas à retenção, não apenas reduzem riscos de descontinuidade, mas também promovem maior confiança dos investidores na perenidade da organização (Larcker; Tayan, 2020; Almici, 2023).

A variável estrutura de conselheiros independentes e remuneração do CEO (F7), de impacto expressivo, sugere que o acréscimo de 0,1 na presença ou efetividade de independentes resulta em ganho de 0,018 no *QR_AA*, conforme coeficiente B de 0,180. Empresas que elevam o percentual de conselheiros independentes, atribuem a eles o poder de veto ou voto qualificado em temas de remuneração e promovem avaliação externa periódica da atuação do conselho, tendem a reforçarem práticas que minimizam conflitos de agência e maximizam o alinhamento entre administração e investidores minoritários (Guterman, 2023).

No âmbito do controle da relação do seguro D&O e a governança corporativa (F8), o modelo indica que aprimorar controles sobre essa proteção institucional, elevando a pontuação em 0,1, acarreta ganho de 0,0088 pontos no *QR_AA* (coeficiente B de 0,088). Recomenda-se revisar e adequar a cobertura do seguro D&O periodicamente, ampliando a transparência sobre suas condições em notas explicativas e garantindo que sua contratação esteja condicionada à observância de padrões éticos e legais, reforçando o compromisso com o *compliance* (Guterman, 2023; Almici, 2023).

Para a concentração acionária e governança corporativa (F9), o coeficiente positivo revela que elevar a pontuação em 0,1 gera acréscimo de 0,0048 no índice *QR_AA*. A concentração acionária, quando acompanhada de salvaguardas para minoritários e mecanismos de governança que impedem o abuso de poder de

controle, pode favorecer o monitoramento mais rigoroso dos executivos e, assim, qualidade superior de remuneração. Práticas recomendadas incluem: implementação de *tag along*, eleição em separado, divulgação transparente de acordos de acionistas e promoção do engajamento de investidores institucionais (Jensen; Meckling, 1976; Larcker; Tayan, 2020).

Em relação às variáveis de controle (Receita Líquida Venda, *Enterprise Value*, ROA e Índice de Sharpe), mesmo aquelas sem significância estatística relevante fornecem indicativos de boas práticas. Por exemplo, a manutenção de níveis elevados de rentabilidade (ROA) e desempenho ajustado ao risco (Sharpe) reforça a robustez dos modelos de remuneração, conferindo credibilidade às estruturas implementadas. Empresas que monitoram sistematicamente a eficácia de seus planos de incentivos frente ao desempenho operacional e ao risco de mercado, como orientado por Machado *et al.* (2024a) e Gutterman (2023), demonstram maturidade e aderência a padrões internacionais.

Portanto, gestores e conselhos de administração podem utilizar os resultados desta pesquisa como um roteiro prático para o aprimoramento contínuo do QR_AA. Ao realizar diagnósticos periódicos de suas práticas e ajustar políticas e estruturas conforme as recomendações derivadas dos coeficientes empíricos e do referencial teórico, é possível promover ganhos incrementais mensuráveis no índice, fortalecendo a reputação da companhia junto ao mercado, reduzindo conflitos de agência e ampliando a atração de capital. O modelo permite, inclusive, a simulação de cenários desde que mantidas constantes as demais variáveis. Tal abordagem orientada por dados, aliada ao uso de *benchmarks* nacionais e internacionais, confere fundamentação robusta para o processo decisório dos profissionais de governança corporativa no Brasil, tornando os resultados desta pesquisa não apenas academicamente relevantes, mas instrumentalizáveis na prática das organizações listadas na B3.

A análise detalhada das variáveis revela que a excelência das práticas de remuneração da alta administração em companhias brasileiras está diretamente associada à adoção de estruturas institucionais sólidas, incentivos de desempenho transparentes, integração de metas sustentabilidade, controle rigoroso de privilégios e monitoramento ativo por conselheiros independentes. Essas recomendações, alicerçadas na literatura e nas melhores práticas de governança, oferecem um roteiro

para o aprimoramento contínuo do sistema de remuneração da alta administração e para o fortalecimento da confiança dos investidores no mercado brasileiro de capitais.

5.6 Sustentação ou Rejeição das Hipóteses da Pesquisa

Essa seção organiza a avaliação das hipóteses (H1 a H3), discutindo seus resultados de forma detalhada e são apresentadas a análise específica de cada hipótese e suas implicações teóricas e práticas. A análise desenvolvida na seção 4.9 (Avaliação das Hipóteses da Pesquisa, p. 200), constitui etapa relevante para a validação empírica dos construtos teóricos delineados ao longo da tese, sobretudo no que se refere à inter-relação entre mecanismos de governança corporativa, qualidade da remuneração da alta administração e aderência a práticas de sustentabilidade empresarial. Este processo de validação, conduzido a partir de procedimentos estatísticos rigorosos, segue as recomendações metodológicas da literatura contemporânea (Field, 2024; Hair Jr. *et al.*, 2009), ao mesmo tempo em que se ancora em referenciais teóricos consolidados, tais como Jensen e Meckling (1976), Larcker e Tayan (2020), Gutterman (2023), Almici (2023), Frydman e Jenter (2010) e Machado *et al.* (2024a).

No contexto desta pesquisa, as três hipóteses centrais foram submetidas a testes empíricos robustos, buscando verificar a aderência dos dados observados aos pressupostos teóricos previamente estabelecidos. Tais hipóteses buscaram, respectivamente: (i) analisar o impacto dos mecanismos formais de governança corporativa sobre a qualidade da remuneração da alta administração; (ii) examinar o papel dos conselheiros independentes na mitigação de conflitos de agência e promoção de práticas alinhadas ao interesse dos acionistas; e (iii) avaliar a influência da adoção de princípios de sustentabilidade sobre a estrutura de incentivos da alta administração.

Os resultados obtidos reforçam a relevância do arcabouço teórico adotado e demonstram a importância da articulação entre governança, incentivos executivos e sustentabilidade como determinantes da performance organizacional. Adicionalmente, a utilização de métodos estatísticos apropriados, incluindo testes de robustez e validação cruzada dos modelos, assegura a consistência e a fidedignidade das conclusões apresentadas, conferindo maior solidez ao debate acadêmico sobre o tema (Hair Jr. *et al.*, 2009; Field, 2024). No escopo desta Tese, foram formuladas três

hipóteses centrais, fundamentadas em referências teóricas e evidências empíricas do campo da governança corporativa e remuneração da alta administração:

- **Hipótese H1:** *Empresas listadas no Novo Mercado apresentam índices QR_AA mais elevados do que empresas dos segmentos Nível 1 e Nível 2 da B3.*
- **Hipótese H2:** *Empresas com maior proporção percentual de conselheiros independentes apresentam índices QR_AA superiores.*
- **Hipótese H3:** *Empresas com maior aderência às metas de sustentabilidade apresentam índices QR_AA significativamente mais elevados.*

A seguir, procede-se à análise individualizada de cada hipótese, buscando elucidar tanto os resultados estatísticos quanto suas implicações teóricas e práticas.

5.6.1 Avaliação Hipótese H1: Segmento NDGC e QR_AA

Hipótese H1: *Empresas listadas no Novo Mercado apresentam índices QR_AA mais elevados do que empresas dos segmentos Nível 1 e Nível 2 da B3.*

A hipótese H1 foi submetida à análise por meio da ANOVA de um fator, conforme orientação de Field (2024) e Hair Jr. *et al.* (2009), de modo a identificar eventuais diferenças nos índices de qualidade da remuneração da alta administração (QR_AA) entre os segmentos regulatórios da B3. A premissa central, ancorada em Almici (2023) e Larcker e Tayan (2020), é que a exigência normativa e as boas práticas de governança do Novo Mercado seriam traduzidas em padrões mais elevados de transparência, *accountability* e alinhamento de incentivos, resultando em médias superiores de QR_AA.

O diagnóstico estatístico, evidenciado pela Tabela 23 (Teste de Levene, p.201), demonstrou homogeneidade de variâncias entre os grupos ($p > 0,05$), validando o pressuposto para prosseguir com a ANOVA. Os resultados, conforme Tabela 25 (p.201), indicaram diferença estatisticamente significativa entre os segmentos ($F = 3,756$; $p = 0,025$). Todavia, o exame das médias revelou que, contra intuitivamente, o segmento Novo Mercado apresentou média de QR_AA inferior (0,664) em relação aos segmentos Nível 1 (0,734) e Nível 2 (0,725). Os testes post hoc (Tukey HSD), apresentados na Tabela 24 (p. 201) e Tabela 27 (p.202), não identificaram diferenças estatisticamente significativas nas comparações pareadas entre os segmentos ($p > 0,05$), embora tenha sido observada uma tendência à significância entre Novo

Mercado e Nível 1 ($p = 0,071$). Assim, a hipótese H1 não foi confirmada de modo robusto, pois o segmento Novo Mercado não apresentou médias de *QR_AA* significativamente superior.

Estes achados sugerem que, embora o arcabouço regulatório do Novo Mercado seja mais rigoroso, tais mecanismos podem não se traduzirem, necessariamente, em práticas superiores de remuneração da alta administração, ao menos quando considerados de forma agregada. Moura e Norden (2019) demonstram empiricamente que mudanças de segmento de governança podem afetar a qualidade das práticas internas. Esta constatação dialoga com Gutterman (2023), que destaca a importância da aplicação regulatória e da efetividade na implementação de políticas de governança, mais do que a mera adesão formal a níveis diferenciados. Almici (2023) reforça que a cultura organizacional e a pressão de mercado exercem influência relevante, podendo igualar ou até superar os benefícios esperados do regulatório mais estrito.

Do ponto de vista prático, os resultados indicam que políticas e estruturas institucionais implementadas nos segmentos Nível 1 e Nível 2 podem ser tão efetivas quanto aquelas do Novo Mercado, ao menos no tocante à qualidade das práticas de remuneração da alta administração. Recomenda-se que futuras pesquisas investiguem fatores contextuais, como porte da empresa, ciclo de vida, presença de investidores institucionais e grau de dispersão acionária, que podem modular o impacto do segmento regulatório sobre o *QR_AA*.

5.6.2 Avaliação Hipótese H2: Composição do Conselho e *QR_AA*

Hipótese H2: *Empresas com maior proporção percentual de conselheiros independentes apresentam índices QR_AA superiores.*

A hipótese H2 fundamenta-se no pressuposto teórico clássico da Teoria da Agência (Jensen; Meckling, 1976) e é amplamente discutida em Oliva e Albuquerque (2006), Larcker e Tayan (2020), Frydman e Jenter (2010) e Machado *et al.* (2024a). Defende-se que a presença de conselheiros independentes eleva a capacidade de monitoramento dos agentes, reduz conflitos de interesse e mitiga práticas oportunistas, promovendo maior alinhamento entre executivos e acionistas, o que se refletiria em políticas de remuneração mais eficientes e transparentes.

Para testar esta hipótese, utilizou-se o teste t para amostras independentes, após recodificação da variável F7 em dicotômica: empresas com baixa (<50%) e alta ($\geq 50\%$) proporção de conselheiros independentes. Os resultados, conforme Tabela 29 (p.204), revelaram diferença significativa entre os grupos, com as empresas de alta proporção de conselheiros independentes apresentando média de *QR_AA* igual a 0,740 contra 0,648 das demais ($t = -4,656$; $p < 0,001$; intervalo de confiança não inclui zero). O teste de Levene (Tabela 29) indicou homogeneidade de variâncias ($p = 0,226$).

Esses achados confirmam de maneira robusta a hipótese H2, em consonância com a literatura de referência. Os autores Fama e Jensen (1983) e Oliva e Albuquerque (2006), destacam que conselheiros independentes ampliam a *accountability* e conferem legitimidade aos processos decisórios. Larcker e Tayan (2020) corroboram que a independência do conselho está associada a práticas superiores de remuneração da alta administração e maior proteção ao investidor minoritário. Machado *et al.* (2024a) reforçam, em estudo contemporâneo, que a independência dos órgãos de governança é variável-chave para o fortalecimento do alinhamento de incentivos e para a melhoria dos indicadores de governança.

A partir destes resultados, recomenda-se que empresas busquem elevar a participação de conselheiros independentes em seus conselhos de administração, como forma de aprimorar a governança corporativa e garantir maior aderência das práticas de remuneração da alta administração às expectativas dos acionistas e demais *stakeholders*. Destaca-se, ainda, que a simples presença de conselheiros independentes não é suficiente, devendo ser acompanhada de engajamento efetivo e capacitação contínua destes agentes, conforme sugerido por Larcker e Tayan (2020).

5.6.3 Avaliação Hipótese H3: Sustentabilidade e *QR_AA*

Hipótese H3: *Empresas com maior aderência às metas de sustentabilidade apresentam índices *QR_AA* significativamente mais elevados.*

A hipótese H3 está ancorada nas discussões de Gutterman (2023), Larcker e Tayan (2020) e Machado *et al.* (2024a), que reconhecem a crescente pressão por práticas de ESG e a integração de metas de sustentabilidade aos sistemas de remuneração da alta administração como estratégia de criação de valor e perenização dos negócios. Espera-se que empresas que adotam políticas de remuneração da alta administração alinhadas a objetivos sustentáveis apresentem práticas de governança

mais sólidas e, conseqüentemente, maior qualidade no tratamento da alta administração.

Para testar a H3, foi aplicado teste t para amostras independentes, após recodificação da variável F3 (aderência à sustentabilidade). O grupo aderente (N = 197) apresentou média de *QR_AA* de 0,708, enquanto o grupo não aderente (N = 31) ficou em 0,476 (Tabela 30, p.205). O teste de Levene confirmou homogeneidade de variâncias ($p = 0,126$) e o teste t revelou diferença altamente significativa ($t = -9,863$; $p < 0,001$; intervalo de confiança exclui zero).

O resultado robusto obtido confirma a hipótese H3 e corrobora a literatura contemporânea. Os autores Machado *et al.* (2024a), Grodt *et al.* (2024), Eccles e Klimenko (2019) e Cohen *et al.* (2023) evidenciam que a integração de metas de sustentabilidade nas políticas de remuneração da alta administração, impulsiona o engajamento dos executivos e gera benefícios reputacionais e financeiros de longo prazo. Gutterman (2023) argumenta que a vinculação da remuneração da alta administração a métricas ESG é fator determinante para diferenciação competitiva e valorização do capital social da empresa. Larcker e Tayan (2020) destacam que investidores institucionais atribuem crescente importância à integração de sustentabilidade nos contratos de remuneração, elevando a atratividade e a confiança nas empresas que adotam tais práticas. Do ponto de vista gerencial, recomenda-se a adoção sistemática de políticas de remuneração alinhadas a metas de sustentabilidade, com monitoramento e divulgação transparente dos resultados. A adoção de práticas ESG, além de atender a demandas regulatórias e sociais, pode potencializar o desempenho da organização e aumentar o valor percebido pelo mercado.

5.6.4 Implicações Teóricas e Práticas sobre as Hipóteses

A análise aprofundada das hipóteses desta pesquisa evidencia a complexidade intrínseca das inter-relações entre estruturas de governança corporativa, remuneração da alta administração e alinhamento com objetivos de sustentabilidade. O modelo empírico adotado, respaldado por metodologias estatísticas robustas, em conformidade com Field (2024) e Hair Jr. *et al.* (2009), permitiu captar nuances que contribuem para o avanço do conhecimento acadêmico e prático sobre o tema. A Tabela 35 resume os resultados das hipóteses formuladas nessa tese.

Tabela 35 - Resumo Hipóteses Sustentadas ou Rejeitadas Tese

Hipótese	Descrição	Método de Teste	Resultado Empírico	Suporte à Hipótese	Fundamentação Teórica
H1	Empresas do Novo Mercado apresentam índices <i>QR_AA</i> mais elevados	ANOVA e Tukey HSD	Diferença global significativa; porém, sem diferença pareada significativa	Rejeitada	Guttermann (2023) Almici (2023) Moura e Norden (2019)
H2	Empresas com maior proporção de conselheiros independentes apresentam <i>QR_AA</i> superiores	Teste t independente	Diferença estatisticamente significativa entre grupos	Sustentada	Jensen e Meckling (1976) Larcker e Tayan (2020)
H3	Empresas com maior aderência às metas de sustentabilidade apresentam <i>QR_AA</i> superiores	Teste t independente	Diferença estatisticamente significativa entre grupos	Sustentada	Machado <i>et al.</i> (2024a); Guttermann (2023); Grodt <i>et al.</i> (2024); Eccles e Klimenko (2019) Cohen <i>et al.</i> (2023)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos resultados da pesquisa (2025)

Notadamente, a hipótese H1 foi rejeitada, revelando que a simples adesão formal ao segmento Novo Mercado não assegura, por si só, níveis superiores de qualidade na remuneração da alta administração. Este resultado corrobora a importância do *enforcement* efetivo das normas, bem como o papel da cultura organizacional no desenvolvimento de práticas consistentes e alinhadas com o interesse dos acionistas (Guttermann, 2023; Almici, 2023).

Por outro lado, a sustentação da hipótese H2 destaca a relevância dos conselheiros independentes como instrumentos centrais para a mitigação dos conflitos de agência, em linha com os pressupostos da Teoria da Agência (Jensen; Meckling, 1976) e sustentados por Larcker e Tayan (2020). A evidência empírica obtida demonstra que conselhos independentes estão associados a melhores padrões de remuneração da alta administração, contribuindo para o alinhamento de interesses e a redução de assimetrias informacionais no âmbito das decisões estratégicas.

Simultaneamente, a sustentação da hipótese H3 reforça que a integração de metas ESG às políticas de remuneração da alta administração emerge como fator estratégico na elevação dos níveis de governança, promovendo maior transparência, responsabilidade corporativa e alinhamento com as demandas de diversos *stakeholders* (Machado *et al.*, 2024a; Guttermann, 2023; Grodt *et al.*, 2024; Cohen *et al.*, 2023). Nesse sentido, os achados deste estudo proporcionam subsídios

relevantes tanto para a literatura acadêmica quanto para a prática empresarial. Recomenda-se que o aprimoramento das práticas de remuneração da alta administração contemple não apenas o cumprimento normativo, mas o fortalecimento dos conselhos independentes e a incorporação efetiva de critérios ESG nos modelos de remuneração da alta administração. Tais iniciativas tendem a contribuir de forma significativa para o desenvolvimento sustentável do mercado de capitais brasileiro, fomentando a criação de valor no longo prazo e a reputação institucional.

5.7 Validação dos Resultados nas Empresas do NDGC

Esta seção foi destinada à discussão dos resultados após a validação empírica realizada junto às empresas participantes dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3, conforme apresentado na seção 4.10. A análise complementar contemplou dados qualitativos obtidos por meio de entrevistas com os profissionais responsáveis pelos departamentos de Relações com Investidores (RI) das empresas selecionadas. A verificação cruzada dos resultados do Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (*QR_AA*) com representantes de empresas pertencentes aos NDGC da B3 constitui uma das etapas fundamentais para a consolidação do índice como instrumento válido e robusto para avaliação de práticas de remuneração da alta administração no contexto brasileiro. Esta seção discute, de maneira crítica e interpretativa, os principais achados decorrentes das entrevistas realizadas com gestores de Relações com Investidores (RI) de companhias listadas, estabelecendo um diálogo entre as evidências empíricas, a literatura especializada e as hipóteses formuladas ao longo deste estudo.

Os relatos dos profissionais entrevistados evidenciam avaliações heterogêneas, mas convergentes quanto à relevância das variáveis que compõem o *QR_AA*, à necessidade de alinhamento entre práticas de remuneração da alta administração e princípios de governança corporativa e à busca por maior precisão, transparência e comparabilidade nos critérios avaliativos. Observou-se que as empresas participantes, representando diferentes setores e níveis de governança, apresentaram distintas maturidades institucionais em relação à estrutura e à divulgação das políticas remuneratórias, à atuação de conselhos e comitês, ao controle de benefícios e à integração de metas de sustentabilidade às remunerações variáveis.

A análise qualitativa revelou, por um lado, a aderência dos dados calculados pelo índice *QR_AA* à realidade das companhias, e, por outro, apontou críticas construtivas quanto à operacionalização e à representatividade de algumas métricas - como a utilização do indicador *SG&A/Receita* para mensuração de regalias e benefícios, ou a dificuldade de correlação direta entre remuneração e retorno do acionista em setores com volatilidade específica ou estruturas societárias peculiares.

Os dados sugerem que a proporção entre remuneração variável e total, em geral, reflete adequadamente as políticas formais das empresas, porém, há nuances operacionais, setoriais e conjunturais que impactam essa relação. Empresas do setor financeiro, por exemplo, evidenciam um predomínio de modelos baseados em *partnership* e participação nos lucros, enquanto companhias industriais ou estatais enfrentam limitações normativas ou de intervenção do controlador que restringem o desenvolvimento de planos de incentivo de longo prazo. Com relação ao alinhamento entre remuneração da alta administração e retorno aos acionistas, a maioria dos entrevistados reconhece a importância de indicadores como ROE e TSR para comunicação externa e *benchmarking*, mas destaca que a operacionalização dessa correlação, em muitos casos, é mais simbólica do que efetivamente vinculada ao pacote remuneratório. Essa constatação reforça apontamentos da literatura internacional (Murphy, 2013; Frydman; Jenter, 2010) quanto à tendência de vinculação das remunerações a métricas de desempenho financeiro, mas também ressalta a complexidade do contexto brasileiro, onde fatores institucionais, volatilidade cambial e especificidades regulatórias podem distorcer o efeito desejado de alinhamento estratégico.

Outro ponto relevante diz respeito à incorporação de critérios ESG e metas de sustentabilidade às políticas de remuneração da alta administração. Enquanto há consenso sobre a crescente demanda do mercado e dos *stakeholders* por integração desses aspectos, o grau de institucionalização varia substancialmente entre empresas. Em organizações de capital aberto com alta exposição internacional, como no segmento de papel e celulose, há práticas mais estruturadas de *disclosure* e acompanhamento de metas ESG; já em empresas estatais ou de setores regulados, limitações de governança e restrições legais ainda dificultam a integração efetiva desses critérios.

Alguns entrevistados ressaltaram limitações no uso de determinadas proxies, como o indicador SG&A/Receita para controle de regalias e benefícios, apontando que a métrica pode não refletir de forma fidedigna os benefícios efetivamente concedidos à alta administração, especialmente em estruturas organizacionais mais complexas. Essa crítica encontra respaldo em estudos como o de Smith (2021), que sugere cautela na adoção de métricas agregadas sem considerar o contexto operacional e a natureza dos custos envolvidos.

A discussão em torno da validade do uso da razão SG&A/Receita (ou DGV&A/Receita Líquida) como indicador de controle de regalias e privilégios gerenciais (variável F5) revela-se central no contexto da governança corporativa contemporânea. A literatura internacional recente tem consolidado o entendimento de que, apesar de críticas e limitações inerentes a proxies agregadas, a utilização do SG&A/Receita é uma abordagem empiricamente fundamentada e academicamente reconhecida para mensuração indireta do nível de benefícios discricionários concedidos à alta administração. Apesar do reconhecimento dessas limitações, o presente estudo optou por não substituir a proxy SG&A/Receita (ou DGV&A/Receita Líquida) na variável F5. Essa decisão fundamenta-se em três pontos centrais: (i) trata-se de métrica empiricamente validada e amplamente utilizada na literatura internacional (Njoku; Lee, 2025; Smith, 2021), (ii) assegura disponibilidade, comparabilidade e padronização dos dados nas bases públicas analisadas, e (iii) alternativas sugeridas pelos entrevistados, como métricas mais detalhadas de *perks*, não são uniformemente divulgadas pelas companhias brasileiras, inviabilizando sua aplicação sistemática. Reconhece-se, contudo, que a utilização dessa proxy deve ser acompanhada de análise crítica quanto ao contexto organizacional e recomenda-se, para pesquisas futuras, o aprimoramento e a desagregação dos dados contábeis na base das companhias, conforme a evolução regulatória e a transparência informacional no Brasil.

Em primeiro plano, os achados de Njoku e Lee (2025) oferecem sólido respaldo teórico e empírico a essa escolha metodológica. Os autores demonstram que a razão SG&A/Receita não apenas captura a eficiência operacional, mas também reflete, de maneira sensível, o grau de *stickiness* dos custos administrativos em contextos de maior presença de custos de agência e estruturas de propriedade concentradas. Suas análises, realizadas a partir de ampla amostra internacional, apontam que a mediana

de SG&A/Receita situa-se em 12,6%, enquanto a média alcança 27,0%. Esses valores, além de servirem como benchmarks empíricos, confirmam a heterogeneidade das práticas de controle e a pertinência do indicador para monitoramento de políticas de remuneração e de concessão de benefícios não salariais. Njoku e Lee (2025) reforçam que a dispersão nos percentuais observados é, em si, sintoma das diferentes abordagens de governança e do apetite discricionário de gestores em diferentes contextos institucionais. Adicionalmente, Smith (2021) apresenta evidências robustas para o setor corporativo americano, demonstrando que a razão SG&A/Vendas funciona como proxy válida do nível de regalias gerenciais, ao abordar o fenômeno dos chamados *sticky SG&A costs*. O estudo mostra que o SG&A representa, em média, 28% das vendas, com uma mediana de 24%, primeiro quartil de 14% e terceiro quartil de 38%. Essa amplitude evidencia não apenas a diversidade setorial, mas também a necessidade de se trabalhar com intervalos de referência e benchmarks calibrados por contexto. Smith (2021) destaca que o indicador, ao ser sensível à rigidez dos custos administrativos frente a oscilações de receita, oferece um retrato dinâmico das políticas de gastos discricionários, sendo especialmente útil para capturar variações associadas à presença de *perks* e benefícios, mesmo que agregados a outros componentes de despesa.

No âmbito da pesquisa empírica deste estudo, a análise estatística conduzida sobre 228 observações revelou que a razão DGV&A/Receita Líquida possui uma mediana de 17,1%, muito próxima ao benchmark de 15% recomendado por Singh e Davidson (2003) e por Grinstein *et al.* (2017). A média, de 22,65%, e o desvio padrão de 22,31 pontos percentuais refletem, de maneira alinhada aos achados internacionais, a diversidade de práticas e o espaço para aperfeiçoamento dos mecanismos de controle. O intervalo interquartílico de 19,9 pontos percentuais evidencia que o comportamento das empresas brasileiras é tão heterogêneo quanto o de outros mercados, reforçando a atualidade e a aplicabilidade da métrica no contexto nacional. Importante salientar que, apesar das críticas construtivas apresentadas por alguns entrevistados, os quais sugerem aprimoramentos na abertura e especificidade das rubricas contábeis, o emprego da proxy SG&A/Receita encontra respaldo não apenas no consenso internacional, mas também na evidência empírica concreta levantada na presente amostra. A sugestão de maior detalhamento das rubricas contábeis foi considerada, porém não implementada nesta edição do

QR_AA, em virtude da indisponibilidade de dados consistentes e padronizados em escala amostral suficiente no contexto brasileiro. O estudo reconhece a relevância da crítica e destaca que o avanço em práticas de *disclosure* poderá futuramente viabilizar a adoção de métricas mais refinadas para avaliação de regalias executivas. Até esse momento, a razão SG&A/Receita permanece como proxy adequada e alinhada à literatura internacional. A opção por intervalos progressivos, com parâmetro de excelência de 15% para intensidade máxima, seguido por escalas decrescentes, assegura que a classificação das práticas seja compatível tanto com padrões acadêmicos quanto com a realidade das empresas analisadas. Esse arranjo metodológico permite capturar nuances setoriais e institucionais, ao mesmo tempo em que viabiliza comparabilidade e benchmarking.

Portanto, as sugestões apresentadas pelos representantes das empresas quanto à substituição da proxy SG&A/Receita, bem como o detalhamento das rubricas contábeis, não foram incorporadas na versão atual do QR_AA, devido à necessidade de garantir comparabilidade, replicabilidade metodológica e disponibilidade de dados públicos. A combinação entre fundamentação teórica, robustez empírica e aderência estatística justifica, de forma enfática, a adoção da razão SG&A/Receita como indicador proxy para a variável F5. Tal escolha não só está ancorada nos principais estudos internacionais e nacionais do tema, como também se mostra aderente às melhores práticas de governança e aos desafios metodológicos de mensuração indireta de regalias e benefícios em ambientes corporativos complexos. A manutenção e o aprimoramento desse parâmetro, com incentivos à transparência e à padronização das informações, contribuirão para o contínuo avanço da governança no Brasil.

Adicionalmente, a ausência de planos formais de sucessão em algumas companhias foi reconhecida não como uma falha de governança, mas como reflexo de modelos de sucessão orgânica e cultura organizacional estabelecida, fenômeno também identificado por Almici (2023) e Gutterman (2023) em estudos sobre governança em mercados emergentes. Outras exceções envolvem a participação formal ou efetiva de conselheiros independentes em comitês de remuneração. Embora a presença desses membros seja reconhecida como boa prática internacional (Larcker; Tayan, 2020), sua ausência em determinados colegiados reflete tanto limitações estatutárias quanto particularidades das estruturas de propriedade e controle presentes no Brasil (Aguiar; Pimentel, 2017; IBGC, 2023).

A análise dos relatos evidencia consonância com pesquisas internacionais que defendem a adoção de índices multidimensionais e instrumentos objetivos de avaliação da remuneração da alta administração (Cadman *et al.*, 2010; Sustainalytics, 2021). Estudos recentes reforçam que a clareza dos critérios, a divulgação transparente das políticas e a inclusão de dimensões ESG fortalecem a governança e elevam o valor percebido pelos investidores institucionais (Elmagrhi *et al.*, 2020; Machado *et al.*, 2024a). Por outro lado, as limitações de aplicação e as dificuldades práticas relatadas pelas empresas brasileiras dialogam com pesquisas nacionais que apontam desafios de operacionalização, assimetria informacional e influência de fatores contextuais, como a concentração acionária e a heterogeneidade regulatória (Ribeiro; Souza, 2023; Veloso *et al.*, 2019). Os resultados obtidos também identificam que empresas em níveis mais elevados de governança corporativa tendem a apresentarem estruturas remuneratórias mais transparentes, padronizadas e alinhadas a *benchmarks* internacionais (Sehn *et al.*, 2019; Oliveira, 2024). No entanto, as entrevistas revelam que a simples adoção formal de práticas recomendadas não garante, por si só, a efetividade dos mecanismos de alinhamento, especialmente quando há interferências de controladores ou *gaps* de implementação.

Do ponto de vista teórico, as constatações reforçam a necessidade de avançar para modelos avaliativos multidimensionais, sensíveis à heterogeneidade institucional e setorial das empresas brasileiras. O QR_AA, ao incorporar diferentes dimensões, como proporção remuneração variável/total, alinhamento da remuneração ao retorno do acionista, critérios ESG, independência de conselhos, transparência na divulgação, composição acionária, contribui para a superação de análises unidimensionais e oferece subsídio metodológico para pesquisas futuras, ampliando o escopo dos estudos sobre governança e remuneração da alta administração no Brasil e em outros mercados emergentes. Na perspectiva prática, a validação do QR_AA pelas empresas participantes revela o potencial do índice para servir como instrumento de *benchmarking*, aprimoramento das políticas internas, referência para investidores institucionais e apoio à atuação de reguladores. O reconhecimento, por parte dos entrevistados, da utilidade do índice para comparações estruturadas e acompanhamento das melhores práticas atesta sua relevância para a promoção de *accountability* e para a evolução das práticas de governança corporativa no Brasil.

A análise dos resultados desta etapa também reforça a importância de adotar o enfoque de estudo de múltiplos casos, com triangulação de dados qualitativos e quantitativos, como estratégia metodológica central para a pesquisa em administração e governança corporativa. Conforme Yin (2018) e Eisenhardt *et al.* (2016), em estudos dessa natureza, a ênfase recai menos sobre a representatividade estatística e mais sobre a capacidade de aprofundamento, compreensão dos fenômenos e identificação de padrões transversais e divergências relevantes para o campo. A triangulação, neste contexto, envolve a combinação dos resultados empíricos obtidos via cálculo do índice *QR_AA* com os relatos e avaliações dos gestores entrevistados, permitindo tanto a validação convergente das evidências quanto a identificação de eventuais inconsistências ou gaps de aderência. Tal abordagem eleva a robustez interpretativa do estudo, contribui para a superação de vieses de fonte única e assegura a construção de um conhecimento mais denso e aplicável à realidade brasileira. Além disso, a triangulação permite que diferentes perspectivas (documental, quantitativa, qualitativa) sejam integradas no processo de análise, proporcionando uma leitura mais rica e completa dos desafios inerentes à governança e à remuneração da alta administração em contextos institucionais complexos.

A comprovação e a verificação dos resultados do *QR_AA* com as empresas do NDGC reafirmam tanto o potencial inovador do índice quanto a necessidade de contínuo aprimoramento metodológico, alinhado à evolução das práticas organizacionais e às demandas do mercado de capitais. A pluralidade de opiniões e sugestões técnicas fornecidas pelos entrevistados não apenas reforça a validade do índice como métrica de análise comparativa, mas também evidencia a importância de adaptações contínuas para assegurar sua aderência às melhores práticas e sua utilidade para múltiplos *stakeholders*.

A partir desta etapa, conclui-se que o *QR_AA* se consolida como uma ferramenta relevante para o avanço da governança corporativa no Brasil, promovendo transparência, equidade e responsabilidade na gestão das remunerações da alta administração. O diálogo estabelecido entre a literatura acadêmica, as evidências empíricas e a experiência dos profissionais do mercado legitima a contribuição da pesquisa para o campo, ao mesmo tempo em que sinaliza caminhos para futuras investigações e aprimoramentos no âmbito da remuneração da alta administração e das políticas de governança das empresas brasileiras.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Encerrar esta tese significa, antes de tudo, revisitar a motivação que a originou: tornar mais objetiva, transparente e comparável a avaliação da remuneração da alta administração no mercado de capitais brasileiro, um tema recorrente na agenda de governança corporativa, mas ainda tratado de forma fragmentada e, por vezes, pouco operacionalizável. A proposta do Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (QR_AA) nasceu desse incômodo prático e intelectual: oferecer um instrumento analítico que sintetizasse variáveis-chave, dialogasse com a literatura e fosse útil para investidores, profissionais do mercado de capitais, reguladores e companhias. Essa ambição foi explicitada desde o ponto de partida, desenvolver um índice que apoiasse decisões informadas, e guiou o desenho metodológico, as escolhas empíricas e o esforço de validação com agentes de mercado.

Do ponto de vista do estado da arte, o trabalho se alinha às melhores práticas internacionais de construção de indicadores compostos, que recomenda um encadeamento transparente: definir o constructo; selecionar variáveis com regras claras; tratar dados; normalizar; ponderar com fundamento explícito; e agregar de modo coerente com a teoria. Estes princípios foram seguidos, inclusive com documentação integral dos passos, testes de robustez, verificação de estabilidade dos pesos e validações de conteúdo. Esse percurso confere rastreabilidade ao índice e permite comparação intertemporal e entre empresas.

A aprendizagem ao longo da pesquisa foi dupla. No plano científico-metodológico, a experiência reforçou que a construção de um indicador útil exige compromisso simultâneo com rigor e com aplicabilidade. Este trabalho adotou um desenho que equilibra teoria, evidências e prática: definiu variáveis com base no referencial; normalizou e agregou medidas; ponderou fatores com elicitação estruturada de 37 especialistas; e submeteu o resultado a checagens estatísticas e validações independentes. Esse encadeamento não apenas reflete o manual OECD/JRC, como se mostrou exequível no contexto brasileiro, preservando transparência e reprodutibilidade.

No plano substantivo, os achados confirmam o valor de métricas claras de governança corporativa, mas com ressalvas importantes. A análise empírica mostrou que a mera adesão a rótulos de governança (como o Novo Mercado) não garante, por

si, maior qualidade da remuneração da alta administração. Por outro lado, a presença e a efetividade de conselheiros independentes associam-se a padrões mais alinhados de remuneração da alta administração, e a integração de metas de sustentabilidade/ESG à política remuneratória da alta administração surge como fator que eleva transparência e *accountability*. Esses resultados convergem com a Teoria da Agência e com a literatura recente de governança corporativa, oferecendo evidências aplicadas ao universo de companhias brasileiras.

Diante da questão central que norteou a pesquisa - *“Quais critérios e variáveis podem ser utilizados para avaliar a qualidade da estrutura de remuneração da alta administração e de que forma esses elementos podem ser mensurados e analisados estatisticamente para refletir práticas alinhadas à governança corporativa?”*, os caminhos metodológicos e analíticos adotados neste estudo comprovam que é possível aferir, de forma estruturada e comparável, a qualidade da remuneração da alta administração a partir de mecanismos de governança corporativa, por meio da tradução de princípios em um índice composto claro e replicável. O *QR_AA*, ao articular teoria, dados e prática, entrega uma régua com capacidade de diálogo com investidores, empresas e reguladores.

Do ponto de vista dos objetivos, a pesquisa: (i) desenvolveu o *QR_AA* e formalizou seu constructo; (ii) investigou expectativas de investidores e profissionais do mercado de capitais, incorporando-as aos pesos do índice; e (iii) aplicou o indicador em empresas listadas, produzindo resultados comparáveis. A seção de objetivos explicitou esse percurso e a justificativa: aumentar clareza e comparabilidade, favorecendo a confiança do investidor e a qualidade das decisões. O estudo alcançou estes objetivos propostos, ainda que com limitações inerentes ao escopo e às fontes de dados, como discutido adiante.

Metodologicamente, a tese agregou camadas de verificação. A escolha pela regressão linear múltipla, com variáveis de controle e transformações logarítmicas quando apropriado, permitiu avaliar a contribuição relativa de cada variável do constructo e verificar a consistência interna do índice. Diagnósticos de robustez (multicolinearidade, heterocedasticidade e normalidade) mitigaram riscos de inferência. Essa triangulação técnica reforça a confiabilidade do *QR_AA* como medida composta, em linha com boas práticas de métodos quantitativos em ciências sociais aplicadas.

No campo da governança corporativa, os resultados dialogam com debates atuais sobre transparência, alinhamento de incentivos e proteção de minoritários. O referencial teórico destaca que a remuneração da alta administração é um mecanismo central para alinhar gestores e acionistas, mas sua efetividade depende da qualidade do desenho, da divulgação e do *enforcement*. Ao incorporar variáveis como proporção de remuneração variável, alinhamento da remuneração da alta administração com retorno ao acionista, papel dos conselheiros independentes, presença de comitê de remuneração e integração das metas ESG, o *QR_AA* materializa, em um *score* operacional, recomendações clássicas e contemporâneas da literatura e dos códigos de governança corporativa.

A verificação cruzada com empresas foi particularmente elucidativa. De um lado, confirmou a pertinência das variáveis selecionadas e o desenho dos pesos médios definidos pelos respondentes especializados – investidores e profissionais do mercado de capitais. De outro, trouxe nuances setoriais e societárias relevantes, como por exemplo, a ciclicidade de setores intensivos em commodities, a natureza de parcerias no segmento financeiro e especificidades de empresas estatais, nas quais o controlador público condiciona decisões de remuneração da alta administração e sucessão. Esse diálogo revelou pontos de reforço e também recomendações para ajustes de mensuração, como o uso cuidadoso de proxies para “regalias” e a importância de qualificar a relação entre ROE, endividamento em moeda estrangeira e fluxos de caixa. Esses aprendizados não invalidam o índice; ao contrário, aprimoram seu uso e interpretação por analistas.

As convergências com estudos anteriores reforçam a robustez dos achados. A constatação de que conselhos de administração mais independentes e ativos estão ligados a políticas de remuneração da alta administração mais consistentes é coerente com a Teoria da Agência e com evidências recentes na literatura de governança corporativa. Do mesmo modo, o papel de critérios ESG na estrutura de incentivos dos executivos dialoga com diretrizes internacionais que enfatizam sustentabilidade e responsabilidade corporativa como dimensões materiais de criação de valor de longo prazo. Este trabalho contribui ao traduzir essas proposições em um indicador operacionalizável, passível de uso em análise comparativa entre empresas brasileiras.

Há, contudo, exceções e tensões que enriquecem a discussão. Primeiro, a rejeição da hipótese de que a listagem no segmento do Novo Mercado garante

automaticamente melhor qualidade de remuneração da alta administração e alinhamento a governança corporativa. Segundo, a preocupação setorial e financeira com indicadores de retorno (como ROE) sujeitos a efeitos cambiais recomenda leituras contextuais na avaliação de alinhamento com retorno ao acionista. Terceiro, a comparação internacional sugere que maior granularidade de *disclosure* (como a exigida por alguns reguladores estrangeiros), poderia melhorar a mensuração de itens como benefícios periféricos da administração, tema para o qual proxies agregadas podem ser insuficientes isoladamente. Essas tensões não fragilizam o QR_AA, mas indicam, sim, trilhas de aprimoramento incremental do instrumento e do ambiente informacional.

As implicações teóricas e práticas são claras. Teoricamente, o QR_AA demonstra que um índice composto, ancorado em critérios de construção internacionais e calibrado por especialistas, pode capturar dimensões críticas da qualidade da remuneração da alta administração, conectando governança, incentivos e *disclosure*. Na prática, o índice fornece uma régua transparente para comparação entre empresas e para o desenvolvimento interno de políticas, convocando conselhos, comitês e áreas de RI a revisitarem metas de longo prazo, sucessão, independência e integração ESG. O próprio desenho do índice, com documentação pública dos passos e pesos, facilita auditoria metodológica e contribuição de novos estudos, fortalecendo a cumulatividade científica.

Quanto às limitações, três merecem destaque. Primeira, a disponibilidade e a granularidade de dados públicos no Brasil ainda variam entre companhias e ao longo do tempo, restringindo o nível máximo de precisão em algumas variáveis. Segunda, a natureza dinâmica de expectativas de investidores e de práticas de governança corporativa sugere a necessidade de revisar, em janelas regulares, os pesos atribuídos às variáveis do índice. Terceira, parte dos testes de robustez foi realizada sob hipóteses estatísticas que, embora verificadas, podem sofrer com mudanças estruturais de mercado (por exemplo, choques cambiais e regulatórios). Essas limitações foram mitigadas por estratégias metodológicas (triangulação, validações e diagnósticos), mas não eliminadas, e orientam agenda de pesquisa futura.

A agenda de continuidade é promissora. Em primeiro lugar, recomenda-se aprimorar medidas de *perks*, regalias e benefícios não salariais dos executivos por meio de informações específicas nos Relatórios Anuais e de Sustentabilidade,

aplicadas a documentos societários, aumentando a especificidade da mensuração da natureza desses gastos. Em segundo lugar, vale aprofundar a dimensão de alinhamento da remuneração da alta administração com retorno com métricas alternativas (por exemplo, ROIC, fluxo de caixa livre por ação, TSR ajustado ao risco), especialmente em setores com forte exposição cambial. Em terceiro lugar, sugere-se testar modelos de ponderação alternativos, como entropia, para comparar sensibilidade e estabilidade do *score*, mantendo a referência a pesos elicitados do mercado como base de legitimidade externa. Em quarto lugar, é desejável incorporar evidências longitudinais para avaliar a capacidade preditiva do *QR_AA* em relação a desfechos de valor (volatilidade, custo de capital, incidentes de governança).

No plano institucional, os resultados sugerem oportunidades de política pública e autorregulação. Maiores requisitos de divulgação sobre componentes remuneratórios da alta administração, alinhados a padrões internacionais, aumentariam a qualidade dos dados e a comparabilidade entre companhias, potencialmente elevando a disciplina de mercado. Além disso, iniciativas de capacitação de conselheiros e comitês de pessoas em métricas de desempenho de longo prazo (incluindo ESG) podem reduzir a assimetria de conhecimento e acelerar a convergência para boas práticas. Em ambos os casos, o *QR_AA* pode servir como referência operacional para monitoramento e para o diálogo entre companhias, investidores e reguladores.

Como possível ação e próximo passo, este estudo será compartilhado com a equipe de Indicadores e Índices da B3 para permitir uma avaliação técnica detalhada da proposta. O objetivo é que o *QR_AA* possa, futuramente, ser adotado de forma voluntária por empresas de todos os segmentos da B3, não se restringindo ao Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, sob o modelo “*comply or explain*”. O material a ser enviado incluirá um manual detalhado da metodologia, explicando as variáveis, as regras de cálculo e ponderação, além de um modelo padronizado para que as companhias possam divulgar seus dados de forma clara, auditável e alinhada com o Formulário de Referência (FRE) e outros informes de governança corporativa. A proposta prevê também um ciclo anual de divulgação, com revisão dos critérios a cada dois anos, ouvindo especialistas do mercado. Recomenda-se que a B3 disponibilize um painel público, com séries históricas e comparações por setor, ajudando analistas e investidores a usarem o *QR_AA* como uma referência a mais, ao lado dos indicadores

técnicos e das análises fundamentalistas que já fazem parte do dia a dia do mercado de capitais. Para viabilizar a implementação, sugere-se um projeto piloto envolvendo empresas de diferentes setores, permitindo ajustes operacionais antes de uma adoção mais ampla e consolidada.

É importante registrar, de forma honesta, que nem todos os objetivos específicos foram plenamente exauridos. Algumas opções metodológicas, como o uso de proxies para benefícios não salariais, responderam à necessidade de padronização e comparabilidade, mas poderiam ser substituídas por dados mais finos se a transparência avançar. Em outros pontos, como sucessão do CEO, as entrevistas evidenciaram arranjos informais que funcionam adequadamente em certos contextos (como exemplo, parcerias no setor financeiro), mas que desafiam a codificação binária típica de indicadores. Esses aprendizados ilustram uma tensão inerente à pesquisa aplicada: o equilíbrio entre a simplicidade que viabiliza o uso e a complexidade que preserva a realidade.

Ainda assim, o balanço é positivo. O *QR_AA* mostrou-se tecnicamente consistente, teoricamente ancorado e útil para fins comparativos. Sua construção respeitou o roteiro recomendado pela OECD/JRC; sua ponderação incorporou a visão de especialistas; sua validação combinou técnicas estatísticas e verificação no campo; e seus resultados convergem com princípios centrais de governança corporativa, notadamente o papel da independência do conselho e a orientação a valor de longo prazo com metas ESG. A tese contribui, assim, para a literatura e para a prática: por oferecer um instrumento replicável, auditável e evolutivo para avaliar a qualidade da remuneração da alta administração.

Em termos de impacto, três frentes merecem destaque. No plano econômico, a adoção de métricas padronizadas de qualidade remuneratória da alta administração pode reduzir custos de agência e de informação, com reflexos no custo de capital e na estabilidade dos mercados. No plano intelectual, a tese soma-se à produção nacional que busca sintetizar conceitos de governança corporativa em instrumentos operacionais, ampliando a capacidade de comparação e de aprendizado entre pares. No plano social, a transparência e a coerência nas políticas de remuneração da alta administração reforçam a confiança do investidor e, por extensão, a legitimidade das empresas perante a sociedade, um aspecto basilar do pacto entre capital, trabalho e comunidade.

Quanto às tendências, observa-se: (i) a consolidação de critérios ESG como dimensão material de performance; (ii) a valorização de conselhos efetivamente independentes e qualificados; e (iii) a pressão por maior *disclosure* e comparabilidade. O QR_AA dialoga com esse movimento e pode evoluir com ele, seja incorporando novos itens (por exemplo, metas vinculadas a clima e diversidade), seja refinando pesos e técnicas de agregação à luz de novas evidências. A tese sugere ciclos de atualização bianuais ou trianuais, ancorados em eliciações renovadas de especialistas, para manter o índice aderente à realidade do mercado e às expectativas dos *stakeholders*.

Finalmente, uma observação metodológica essencial: em estudos de múltiplos casos, o valor científico não está na representatividade estatística, mas na capacidade de aprofundar a compreensão do fenômeno, comparar padrões e triangular evidências. Nesta tese, a triangulação se deu em três planos complementares. Primeiro, triangulação de dados: combinou-se documentação pública, base quantitativa para cálculo do índice e entrevistas qualitativas com agentes de mercado de capitais, permitindo verificação cruzada dos mesmos construtos sob lentes distintas. Segundo, triangulação de pesquisadores/fontes: os pesos foram elicitados de 37 especialistas, e as validações junto a empresas foram conduzidas com representantes de RI, ampliando o espectro de perspectivas qualificadas. Terceiro, triangulação metodológica: o índice foi construído conforme o protocolo OECD/JRC, testado estatisticamente (regressões e diagnósticos) e provocado qualitativamente nas entrevistas para aferir aderência prática. Esse desenho fortalece validade interna (consistência dos resultados), validade externa (plausibilidade de generalização condicionada) e validade de constructo (coerência entre teoria e mensuração).

Esta Tese não encerra o tema, antes, abre caminhos para aprofundamentos e refinamentos, mas oferece uma base sólida para decisões mais informadas e para a evolução das práticas de governança corporativa no Brasil. O fecho, portanto, é também um convite, para que a comunidade acadêmica e o mercado se apropriem do índice, testem seus limites, proponham ajustes e, sobretudo, utilizem-no para sustentar uma governança mais transparente, responsável e orientada a valor de longo prazo. Essa é, em última instância, a contribuição que esta tese pretende legar.

REFERÊNCIAS

- AGGARWAL, R. K.; SAMWICK, A. A.; SEN, P. Performance incentives within firms: The effect of managerial responsibility. **Journal of Finance**, v.67, n. 2, p. 641-677. 2012. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00579>
- AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C. Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, p. 545-568, 2017. <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- AGUILERA, R. V.; MARANO, V.; HAXHI, I. International Corporate Governance: A Review and Opportunities for Future Research. **Journal of International Business Studies**, v.50, p.457. 2019. <https://doi.org/10.1057/s41267-019-00232-w>
- AGUILERA, R. V.; RUIZ CASTILLO, M. Toward an updated corporate governance framework: Fundamentals, disruptions, and future research. **BRQ Business Research Quarterly**, v. 28, n. 2, p. 336-348. 2025. <https://doi.org/10.1177/23409444251320399>
- ALMICI, A. Does sustainability in executive remuneration matter? The moderating effect of Italian firms' corporate governance characteristics. **Meditari Accountancy Research**, v. 31, n. 7, p. 49-87. 2023. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-05-2022-1694>
- AMARAL, M. S. S.; OLIVA, E. C.; KUBO, E. K. M.; BATAGLIA, W. Liderança Compartilhada em Conselhos de Administração: Evidências em Empresas Brasileiras. **Revista Psicologia: Organizações e Trabalho**, v. 24, e25386. 2024. <https://doi.org/10.5935/rpot/2024.25386>
- ANDREWS, A.; LINN, S. C.; YI, H. Corporate Governance and Executive Perquisites. **Review of Accounting and Finance**, v. 16, n. 1. p. 21-45, 2017. <https://doi.org/10.1108/RAF-10-2014-0116>
- ARROW, K. J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston, Mass.: Harvard Business School Press, 1991.
- ASAKA, D. A Behavioral - Economic Perspective on Conflicts of Interest Among Shareholders, Debtholders and Directors. **Journal of Interdisciplinary Economics**. v. 33, n.1, p. 7-23. 2021. <https://doi.org/10.1177/0260107920934204>
- ASLAM, S.; ELMAGRHI, M.H; REHMAN, R.U.; NTIM, C. G. Environmental management practices and financial performance using data envelopment analysis in Japan. **Business Strategy and the Environment**, v. 29, n. 3, p. 1199-1214, 2020. <https://doi.org/10.1002/bse.2427>.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 12^a. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- ASSIDI, S. The effect of voluntary disclosures and corporate governance on firm value: a study of listed firms in France. **International Journal of Disclosure and Governance**. v.17, p.168-179. 2020. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00090-1>

B3. **Sobre segmentos de listagem**. 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 21 mar. 2025.

BALDASSI, D.; CRISPIM, S. Fundos de Capital de Risco: suporte para romper as barreiras de entrada?. **Gestão & Regionalidade**. v. 25, n. 73, 2025. <https://doi.org/10.13037/gr.vol25n73.153>.

BASCO, R.; CAMPOPIANO, G.; CALABRO, A.; KRAUS, S. Advancing family business research through modeling nonlinear and multiple regression. **Journal of Family Business Strategy**, v. 13, n.3, 2022. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2021.100457>

BASSO, L. F. C.; TEIXEIRA, E. G.; MARTIN, D. M.L. Factors that influence operating performance through the use of earnings or gainsharing plans: evidence in Brazil's chemical industry. **Revista Mexicana de Economía y Finanzas**, v. 4, n. 1, p. 73-100, 2005. <https://doi.org/10.21919/remef.v4i1.195>

BEBCHUK, L. A.; COHEN, A.; SPAMANN, H. The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008. **Yale Journal on Regulation**, v. 27, p. 257-282, 2010. <http://hdl.handle.net/20.500.13051/8125>

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive Compensation as an Agency Problem. **Journal of Economic Perspectives**. v. 17, n. 3, p. 71–92. 2003. <https://doi.org/10.1257/089533003769204362>

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Pay without performance: Overview of the issues. **Academy of Management Perspectives**. v. 20, n. 1. 2006. <https://doi.org/10.5465/amp.2006.19873407>

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. **Tackling the managerial power problem**: the key to improving executive compensation. *The Inequality Reader*.p.735-740. 2018

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control. In: **Handbook of the Economics of Finance**. Elsevier, v.1, p. 1-109. 2003. [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01005-7](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01005-7)

BEN-DAVID, I.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. **Managerial overconfidence and corporate policies**. National Bureau of Economic Research. 2007. <https://doi.org/10.3386/w13711>

BEN-DAVID, I; BIRRU, J.; ROSSI, A. Industry familiarity and trading: Evidence from the personal portfolios of industry insiders. **Journal of Financial Economics**, v. 132,n.1, p. 49, 2019. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.007>

BENINI, D. R.; BIANCHI, M.; MACHADO, D. G.; MENEZES, G. R. Governança corporativa e remuneração dos executivos: Um estudo das empresas que compõem o Índice Brasil 100 da BM&FBOVESPA. **Revista Espacios**, v. 38, n. 34, p.27-32, 2017. <https://www.revistaespacios.com/a17v38n34/17383427.html>

BERNS, K. V. D.; KLARNER, P. A Review of the CEO Succession Literature and a Future Research Program. **Academy of Management Perspectives**, FL, v. 31, n. 2, p. 262-282. 2017. <https://doi.org/10.5465/amp.2015.0183>

BILGILI, H.; CAMPBELL, J. T.; O'LEARY-KELLY, A.; E. ELLSTRAND, A. E.; JOHNSON, J. L. The Final Countdown: Regulatory Focus and the Phases of CEO Retirement. **Academy of Management Review**, v. 45, n. 1, p. 1-26, 2020. <https://doi.org/10.5465/amr.2016.0455>

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. **Investments**, 13th Ed. McGraw Hill. 2024.

BRANDÃO, I. F.; VASCONCELOS, A.; DE LUCA, M. M. M.; CRISÓSTOMO, V. L. Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 79, p. 28-41, 2019. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>

BRAZIL JOURNAL. Exclusivo: Itaú demitiu CMO por mau uso do cartão corporativo. **Brazil Journal**, 3 dez. 2024. Disponível em: <https://braziljournal.com/exclusivo-itaui-demitiu-cmo-por-mau-uso-do-cartao-corporativo/>. Acesso em: 18 dez. 2024.

BREALEY, R. A.; MYERS, S.; ALLEN, F. **Principles of Corporate Finance**. 14th Edition. McGraw-Hill, 2023.

BURCHMAN, S. A new framework for executive compensation. **Harvard Business Review**, February 26, 2020.

CABEZON, F. Executive compensation: The trend toward one-size-fits-all. **Journal of Accounting and Economics**, v. 79, 2025. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2024.101708>

CADMAN, B. D.; CARRIZOSA, R.; PENG, X. Compensation Disclosures and Corporate Governance through Shareholder Voting. **Journal of Management Accounting Research**. v.32, n.3, p.27, 2020. <https://doi.org/10.2308/jmar-18-046>

CADMAN, B.; CARTER, M. E.; HILLEGEIST, S. A. The incentives of compensation consultants and CEO pay. **Journal of Accounting and Economics**. v.49, n.3, p.263-280, 2010. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.03.002>

CARDOZO, J. S. S. Governança Corporativa: solução, paliativo ou modismo?. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 10, n. 2, p. 41-50, 2005. <https://www.e-publicacoes.uerj.br/rcmccuerj/article/view/5594>

CARPENTER, J.; YERMACK, D. **Executive compensation and shareholder value: theory and evidence**. Springer Science & Business Media, 2013.

CHANG, X. The Multifaceted Impact of D&O Insurance on Corporate Governance and Performance. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, v. 20, n. 1, p. 1-39. 2024. <https://doi.org/10.21315/aamjaf2024.20.1.1>

CHEN, L. Y.; LIN, C. Y.; YEN, J. Y. Managerial incentives and R&D investments: The moderating effect of directors' and officers' liability insurance. **North American Journal of Economics and Finance**, v. 39, p. 210–222, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2016.10.007>

CHOI, S.; LEVINE, R.; PARK, R.; XU, S. CEO Compensation and Adverse Shocks: Evidence from Changes in Environmental Regulations. **National Bureau of Economic Research**, 32663, 2024. <https://doi.org/10.3386/w32663>

CHULKOV, D.; BARRON, J. M. Incentive pay sensitivity to firm performance prior to anticipated CEO turnover. **Heliyon**, Amsterdam, v. 9, n. 11, e22163, 2023. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e22163>.

CHULKOV, D.; KIM, J. Analyzing Corporate Social Responsibility, CEO Gender, and Compensation Structure: Evidence from U.S. Firms. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 18, n. 1, p. 17, 2025. <https://doi.org/10.3390/jrfm18010017>

CINTRA, R. F.; RIBEIRO, I.; FAVA, H. L.; COSTA, B. K. Stakeholder management: evidence on the performance of publicly traded companies. **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 16, n. 2, 2023. <https://doi.org/10.5902/1983465971638>.

COHEN, S.; KADACH, I.; ORMAZABAL, G.; REICHELSTEIN, S. Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence. **Journal of Accounting Research**, v. 61, n. 3, p. 805–853, 2023. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12481>

COLES, J. L.; DANIEL, N. D.; NAVEEN, L.. Boards: Does one size fit all? **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2, p. 329–356, 2008. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>

CONYON, M. J. Executive Compensation and Board Governance in US Firms. **The Economic Journal**, v. 124, n. 574, p. F60-F89, 2014. <https://doi.org/10.1111/eoj.12120>

CONYON, M. J.; CORE, J. E.; GUAY, W. R. Are U.S. CEOs Paid More Than U.K. CEOs? **The Review of Financial Studies**, v. 24, n. 2, p. 402-440, 2011. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq112>

CONYON, M. J.; PECK, S. I. Board control, remuneration committees, and top management compensation. **Academy of Management Journal**, v. 41, n. 2, p. 146-157, 1998. <https://doi.org/10.5465/257099>

CORE, J. E.; GUAY, W. R.; LARCKER, D. F., Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, 2003. <https://ssrn.com/abstract=794806>

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, F. D. Corporate governance, chief executive compensation, and firm performance. **Journal of Financial**

Economics, v. 51, n. 3, p. 371-406. 1999. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)

CORNELL, B; DAMODARAN, A. **Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?** NYU Stern School of Business. 2020. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3557432>

COSTA, J. A. M.; YOSHINAGA, C. E.; MARTINS, H. C. Americanas SA: os perigos ocultos da má governança corporativa. **Revista Brasileira de Casos de Ensino em Administração**. v.13, n. 2, 2023. <https://doi.org/10.12660/gvcasosv13n2c12>

CRESWELL, J. W. **Investigação Qualitativa e Projeto de Pesquisa: Escolhendo entre Cinco Abordagens**. 3ª. Edição. Editora Penso. 2014.

CUNAT, V.; GINÉ, M, GUADALUPE, M. Say Pays! Shareholder Voice and Firm Performance. **Review of Finance**, v. 20, n. 5, p. 1799–1834. 2016. <https://doi.org/10.1093/rof/rfv056>

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Processos sancionadores julgados**. 2024. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/>. Acesso em: 27 nov. 2024.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br>. Acesso em: 10 ago. 2024

DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3rd ed. John Wiley & Sons. 2012

DELGADO, R. P; BARBEDO, C. H. S. Agency Costs and Ownership Structure in Oil Industry / Custos de Agencia e Estrutura de Controle em Empresas Petrolíferas. **RAC - Revista de Administração Contemporânea**, v. 23, n. 4, p. 476-499, 2019. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019180068>

DESENDER, K. A.; LÓPEZPUERTAS-LAMY, M. Who should set Managerial Compensation? **Revista de Comptabilitat i Direcció**. v. 15, p. 185-204. 2013. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4851558>

DORN, D.; STROBL, G., Rational disposition effects: Theory and evidence, **Journal of Banking & Finance**, v. 153, 2023. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2023.106858>

ECCLES, R. G.; KLIMENKO, S. The investor revolution. **Harvard Business Review**, v. 97, n. 3, p. 106-116, 2019. <https://hbr.org/2019/05/the-investor-revolution>

ECCLES, R.G.; IOANNOU I.; SERAFEIM G. The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. **Management Science**, v. 60, p. 2835-2857, 2014. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>

EDMANS, A. Rational Sustainability. **Journal of Applied Corporate Finance**. Feb, 2024. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4701143>

EDMANS, A.; GABAIX, X.; JENTER, D. Executive compensation: A survey of theory and evidence. **The handbook of the economics of corporate governance**, v. 1, p. 383-539, 2017. <https://doi.org/10.1016/bs.hecg.2017.11.010>

EDMANS, A.; VIVES, X.; ZHOU, H. CEO compensation: Evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, v. 150, p. 103718, 2023. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2023.103718>

EISENBERG, T.; SUNDGREN, S.; WELLS, M. T. Larger board size and decreasing firm value in small firms. **Journal of Financial Economics**, v. 48, n. 1, p. 35-54, 1998. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00003-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00003-8)

EISENHARDT, K. M.; GRAEBNER, M. E. Theory building from cases: Opportunities and challenges. **Academy of Management Journal**, v. 50, n. 1, p. 25-32, 2007. <https://doi.org/10.5465/amj.2007.24160888>

ELMAGRHI, M. H.; NTIM, C. G.; WANG, Y.; ABDOL, H.; ZALATA, A. Corporate Governance Disclosure Index–Executive Pay Nexus: The Moderating Effect of Governance Mechanisms. **European Management Review**, v. 17, n. 1, p. 121-152, 2020. <https://doi.org/10.1111/emre.12329>

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; BROWN, S. J.; GOETZMANN, W. N. **Moderna Teoria de Carteiras e Análise de Investimentos**. Campus, 2012.

ERMEL, M.; DO MONTE, P. A. Controle Acionário, Remuneração de Executivos e Desempenho Empresarial: Evidências para o Mercado Brasileiro. **Brazilian Review of Finance**, v. 16, n. 3, p. 455-491, 2018. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2963481>

FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980. <https://doi.org/10.1086/260866>

FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970. <https://doi.org/10.1086/467037>

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983. <http://papers.ssrn.com/abstract=94034>.

FÁVERO, J. D.; Uma análise da dimensão de Governança Corporativa nas empresas listadas no ISE 2014 da BM&F Bovespa. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 9, n. 2, p.123-143, 2017. <https://doi.org/10.5380/rcc.v9i2.43786>

FIELD, A. **Discovering statistics using IBM SPSS statistics**. 6th edition. Sage publications limited, 2024.

FLAMMER, C.; HONG, B.; MINOR, D. Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes. **Strategic Management Journal**, v. 40, n. 7, p. 1097-1122, 2019. <https://doi.org/10.1002/smj.3018>

FONSEKA, M.; AL FAROOQUE, O.; YANG, X.; QILIN, W. The effect of internal control quality and internal control disclosure regulation on executive perks: A quasi natural experiment from China. **International Journal of Auditing**, v. 29, n. 1, p. 53-76, 2025. <https://doi.org/10.1111/ijau.12350>.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2017.

FREEMAN, R. E. **Strategic management: A stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.

FREITAS, M. R. O.; PEREIRA, G.; VASCONCELOS, A. C.; LUCA, M. Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. **Revista de Administração de Empresas**, v. 60, p. 322–335, 2020. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020200503>

FRIED, J. M.; BEBCHUK, L. A.; WALKER, D. I. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. **Journal of Corporation Law**. Working Paper n. 9068, 2003. <https://doi.org/10.3386/w9068>

FRYDMAN, C.; JENTER, D. CEO Compensation. **Rock Center for Corporate Governance** at Stanford University Working Paper n. 77, 2010. <https://ssrn.com/abstract=1582232>

GELETKANYCZ, M. A.; BOYD, B. K. CEO outside directorships and firm performance: A reconciliation of agency and embeddedness views. **Academy of management journal**, v. 54, n. 2, p. 335-352, 2011. <https://doi.org/10.5465/amj.2011.60263094>

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6ª. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

GORMSEN, N. J., JENSEN, C. S. Conditional risk. **Journal of Financial Economics**. v. 162. 103933. 2024 <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103933>

GRINSTEIN, Y.; WEINBAUM, D.; YEHUDA, N. The economic consequences of perk disclosure. **Contemporary Accounting Research**, v. 34, n. 4, p. 1812-1842, 2017. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12343>

GRODT, J. A. S.; DEGENHART, L.; DAL MAGRO, C. B.; VEIGA ÁVILA, L.; PICCININ, Y. G. Divulgação ESG e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 35, art. e2021013, p. 1-21, 2024. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231811.pt>

GUAY, W. R.; CORE, J.; LARCKER, D. F. **Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey**. 2002. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.276425>

GUIMARÃES, R. S.; SANTIAGO, L. S.; MACEDO, M. A. S. Relação entre divulgação de ações regulatórias de propósito sancionador e a rotatividade de CEO. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 20, n. 54, p. 1-19, 2023. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2023.e92170>

GUTTERMAN, A. S. **Corporate governance: An introduction to theory and practice**. Sustainable Entrepreneurship Project. SSRN Electronic Journal, 253. 2023. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4525607>

HAIR JR., J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAN R. L.; BLACK, W. C. **Análise Multivariada de Dados**. 6ª. ed. Bookman. 2009.

HALL, B. J.; MURPHY K. J. Stock options for undiversified executives. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p. 3-42, 2002. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00050-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00050-7)

HAQUE, F. The effects of board characteristics and sustainable compensation policy on carbon performance of UK firms. **The British Accounting Review**, v. 49, n. 4, p. 347-364, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.01.001>

HARJOTO, M. A.; JOO, S.; LEE, S. M.; SONG, H. CEO Current and Prospective Wealth Option Compensation and Corporate Social Responsibility: The Behavioral Agency Model. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 17, n. 1. 2024. <https://doi.org/10.3390/jrfm17010001>

HARTZELL, J. C.; STARKS, L. T. Institutional investors and executive compensation. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 6, p. 2351-2374, 2003. <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00608.x>

HARTZELL, J. C.; STARKS, L. T. Institutional Investors and Executive Compensation Redux: A Comment on Do Concentrated Institutional Investors Really Reduce Executive Compensation Whilst Raising Incentives. **Critical Finance Review**. v. 3, n. 1, p. 85-97. 2014. <https://doi.org/10.1561/104.00000017>

HASSEN, R. B. ; EL OUAKDI, J.; OMRI, A. Executive Compensation and Ownership Structure. **Journal of Applied Business Research (JABR)**, [s. l.], v. 31, n. 2, p. 593–608. 2015. <https://www.deepdyve.com/lp/unpaywall/executive-compensation-and-ownership-structure-6V0fUep00Y>

HOLMSTRÖM, B. 2017. Pay for Performance and Beyond. **American Economic Review**, v. 107, n. 7, p.1753–77. 2017. <https://doi.org/10.1257/aer.107.7.1753>

HUANG, A.; FLOERSCH, R. The expanded role of the compensation committee. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**, August 3, 2022.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANCA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 6ª ed., São Paulo, 2023.

IGC B3. **Relatório de Emissores e Índices de Governança - Relatório de Emissores**, São Paulo: B3, 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-governanca/indice-de-governanca-corporativa-novo-mercado-igc-nm.htm. Acesso em: 09/10/2024.

ISE B3. **Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)**. Disponível em: <https://iseb3.com.br/>. Acesso em: 20/09/2024.

JENSEN, G. R. ; JONES, C. P. **Investments – Analysis and Management**. Fourteenth Edition. Wiley. 2020.

JENSEN, M. C. Integrity: Without it Nothing Works. **Harvard Business School**. NOM Unit Working Paper No. 10-042. 2009.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264. 1990. <https://doi.org/10.1086/261677>

JIANG, P.; LI, Y.; MA, Y. The Transparency Paradox: Mandatory Executive Perquisite Disclosure and Stock Price Crash Risk in Weak Governance Environments. **SSRN 5162750**.2025. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5162750>

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System. **Harvard Business Review**, v. 74, n. 1, p. 75-85, 1996.

KAPLAN, S. N.; MINTON, B. A. How has CEO turnover changed? Increasingly performance sensitive boards and increasingly uneasy CEOs. **Journal of Financial Economics**, v. 109, n. 2, p. 219-234. 2012. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2011.01135.x>

KEARNEY, B. Remuneration for executives and management. **Effective Directors: The Right Questions to Ask (QTA)**. January 2021. <https://doi.org/10.4324/9781003201182-15>

KHENISSI, M.; HAMROUNI, A.; BEN FARHAT, N. Executive compensation indexed to corporate social responsibility and firm performance: empirical evidence from France. **Finance Research Letters**, v. 50, p. 103213, 2022. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103213>

KLEIN, A.. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 3, p. 375–400, 2002. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00059-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00059-9)

KOPROWSKI, S.; KREIN, V.; MAZZIONI, S.; DAL MAGRO, C. B. Governança Corporativa e Conexões Políticas nas Práticas Anticorrupção. **RAE - Revista de Administração de Empresas | FGV EAESP**, v. 61, n. 2, 2021. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020210202>

LARCKER, D. F.; MILES, S.; TAYAN, B. Seven Myths of CEO Succession. **Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance and Leadership**. n. CGRP-39. March 2014.

LARCKER, D. F.; TAYAN, B. **Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences**. 3rd ed. Upper Saddle River, NJ: Pearson Education, Inc. FT Press. 2020.

LARCKER, D. F.; TAYAN, B. Pay for performance... but not too much pay: the American public's view of CEO pay. **Stanford Closer Look Series, Stanford University, Rock Center for Corporate Governance**. 2019.

LARCKER, D. F.; TAYAN, B. What is CEO talent worth? **Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance**. n. CGRP-23, 2012.

LEBLANC, R.; GILLIES, J. **Inside the Boardroom: How Boards Really Work and the Coming Revolution in Corporate Governance**. Second Edition. John Wiley & Sons, 2015.

LEE, J. M.; YOON, D.; BOIVIE, S. Founder CEO Succession: The Role of CEO Organizational Identification. **Academy of Management Journal**. v. 63, n. 1. 2020. <https://doi.org/10.5465/amj.2017.0091>

LEE, J.; PATI, N. Benchmarking executive compensation: exploring fresh perspectives on chief executive officer (CEO) compensation drivers in major US corporations. **Benchmarking: An International Journal**, v. 30, n. 5, p. 1848-1879, 2023. <https://doi.org/10.1108/bij-08-2021-0358>.

LIMA, A. A.; RIBEIRO, T. L. S. Mapeamento do surgimento da temática corrupção na área de governança corporativa: uma revisão bibliométrica da literatura. **Revista de Governança Corporativa**, v. 11, n. 00, p. e0143, 2024. <https://doi.org/10.21434/IberoamericanJCG.v11i00.143>

LINTON, D. E. **Foundations of Investment Management**. J. Ross Publishing. 2020.

LO, A. W. What is an index? **The Journal of Portfolio Management**, v. 42, n. 2, p. 21-36, 2016. <http://dx.doi.org/10.3905/jpm.2016.42.2.021>.

LOPES, A. B.; WALKER, M. Asset revaluations, future firm performance and firm-level corporate governance in Brazil. **The British Accounting Review**, v. 44, n. 1, p. 53-67, 2012. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2012.03.007>

LOPES, I. F.; KAVESKI, I. D. S.; BEUREN, I. M.; THEISS, V.. Remuneração dos Executivos versus Estrutura de Capital. **Gestão & Regionalidade**, [S. l.], v. 35, n. 106, 2019. <https://doi.org/10.13037/gr.vol35n106.5342>

MACHADO, M. C. R.; SANTOS, R. C.; RAUPP, F. M. Combate à corrupção: uma articulação teórica dos temas responsabilidade social, governança corporativa e teoria da agência. **Revista de Governança Corporativa**, v. 11, p. 1-16, 2024a. <https://doi.org/10.21434/IberoamericanJCG.v11i00.149>

MACHADO, V. N.; SONZA, I. B.; NAKAMURA, W. T.; MENDES, J. S.; DOS SANTOS, M. A.. Executive compensation disclosure in emerging markets with

weak shareholder enforcement: A multi-level analysis. **Global Finance Journal**, v. 63, 101045. 2024b. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2024.101045>

MAGERAKI, E. ; TZELEPIS, D. Corruption, cash holdings and firm performance. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 24, n. 3, p. 483-507, 2023. <https://doi.org/10.1108/JAAR-11-2021-0310>

MARGOLIS, J. D.; WALSH, J. P. Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. **Administrative Science Quarterly**, v. 48, n. 2, p. 268-305, 2003. <https://doi.org/10.2307/3556659>

MARQUEZAN, L. H. F.; VELHO, M. L. P.; SOUZA, F. S.; DEGENHART, L. Influência do Conselho de Administração e Concentração Acionária no Desalinhamento entre Remuneração Executiva e Desempenho. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 22, n. 1, p. 1-30. 2023. <https://doi.org/10.51341/cgg.v26i2.3063>

MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 38, n. 2, p. 163-184. 1995. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00809-F](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00809-F)

MENG, T.; LU, D.; YU, D.; YAHYA, M. H.; ZARIYAWATI, M. A. Is executive compensation aligned with the company's ESG objectives? Evidence from Chinese listed companies based on the PSM-DID approach. **Humanities and Social Sciences Communications**, Londres, v. 11, n. 1, p. 1-24. 2024. <https://doi.org/10.1057/s41599-024-04094-y>

MERIDIAN COMPENSATION PARTNERS. **Trends and developments in executive compensation**. Relatório, 2021. Disponível em: <https://www.meridiancp.com>. Acesso em: 26 jul. 2025.

MOBBS, S. CEOs under fire: The effects of competition from inside directors on forced CEO turnover and CEO compensation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 48, n. 3, p. 669-698, 2013. <https://doi.org/10.1017/S0022109013000318>

MONKS, R.; MINOW, N. **Corporate Governance**. John Wiley & Sons Ltd., West Sussex: UK. 2011.

MOURA, L.; NORDEN, L. Does good corporate governance pay off in the long run? Evidence from stock market segment switches in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v.17, n. 3, 2019. <http://dx.doi.org/10.12660/rbfin.v17n3.2019.79874>

MULLER, M.; CANTON, C.; RODRIGUES JÚNIOR, M. M.; NAKAMURA, W. T. Efeito da corrupção nas companhias de engenharia e construção civil. **Revista Perspectivas Contemporâneas**, v. 15, n. 3, p. 45-63, set./dez. 2020. <https://revista2.grupointegrado.br/revista/index.php/perspectivascontemporaneas/article/view/3097/1174>

MURPHY K. J. Executive compensation: where we are and how we got there. **Handbook of the Economics of Finance**, v. 2, p. 211-356, 2013. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-453594-8.00004-5>

NEWMAN, H. A.; MOZES, H. A. Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices? **Financial Management**, v. 28, n. 3, 1999. <https://doi.org/10.2307/3666182>

NJOKU, O. E.; LEE, Y. Agency Costs, Ownership Structure, and Cost Stickiness: Implications for Sustainable Corporate Governance. **Sustainability**, v. 17, n. 11, p. 5144, 2025. <https://doi.org/10.3390/su17115144>

NTIM, C. G.; LINDOP, S.; THOMAS, D. A.; OPONG, K. K.; ABDOU, H. Executive pay and performance: The moderating effect of CEO power and governance structure. **The International Journal of Human Resource Management**. v. 30, n.6, p.921-963, 2017. <https://doi.org/10.1080/09585192.2017.1282532>

OLIVA, E. C.; ALBUQUERQUE, L. G. Comitês Especializados, Profissionais de Recursos Humanos e Consultores. A quem cabe a Gestão de Pessoas da Alta Administração? **Anais EnANPAD - 30º Encontro ANPAD**. Salvador – BA, 2006

OLIVA, E. C.; 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**, v.4, n.1, p. 61-73, 2007. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=337228631006>

OLIVA, F. L. A maturity model for enterprise risk management. **International Journal of Production Economics**, v. 173, p. 66-79, 2016. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijpe.2015.12.007>

OLIVA, F. L.; BUTION, J. L.; MOTTA, F. G.; FENNER, G.; RANDOLPH-SENG, B.; PAPA, M.; NAQSHBANDI, M. M. Appetite for risk: Theoretical framework and practical application in a technology-based environment. **Journal of Intellectual Capital**. v. 26, n. 1, p. 71-103, 2024. <https://doi.org/10.1108/JIC-04-2024-0108>

OLIVEIRA, J. C. Corporate Governance Mechanisms and Financial Performance: An Analysis of Listed Companies in Brazil. **International Journal of Strategic Management**, v. 3, n. 1, p. 53 – 67. 2024. <https://doi.org/10.47604/ijism.2483>

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD); JOINT RESEARCH CENTRE (JRC) – EUROPEAN COMMISSION. **Handbook on constructing composite indicators: methodology and user guide**. Paris: OECD Publishing, 2008. <https://doi.org/10.1787/9789264043466-en>.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. G20/OECD. **Principles of Corporate Governance 2023**. Paris: OECD Publishing. 2023. <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.

OZDEMIR, O.; UPNEJA, A. Board structure and CEO compensation: Evidence from U.S. lodging industry. **International Journal of Hospitality Management**, v. 31, n. 3, p. 856-863. 2012. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2011.10.004>

PEPPER, S. **Senior Executive Reward: Key Models and Practices**. London, Gower 6^a ed., 2016. <https://doi.org/10.4324/9781315608341>

PUTRA, F.; SETIAWAN, D. Nomination and remuneration committee: a review of literature. **Journal of Capital Markets Studies**. v. 8, n. 1, p. 126-168. 2024. <https://doi.org/10.1108/JCMS-12-2023-0045>

RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. Índice de governança corporativa e desempenho de mercado: evidências no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 34, n. 92, 2023. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231756.pt>

RISSATTI, J. C.; BORBA, J. A.; MARAGNO, L. M. D.; PAULO, E. Determinantes para aprovação do pacote de remuneração dos executivos por parte dos acionistas. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 16, n. 1, p. 53-73, 2022. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v16i1.2959>

SAINI, D.; SINGH, B. Unravelling the impact of executive confidence on firm profitability. **Global Business Review**. 2024. <https://doi.org/10.1177/09721509231225334>

SANTOS, A. A.; CRISPIM, S. F.; OLIVA, E. C.; DORNELLES, M. Códigos de governança corporativa dos países latino-americanos: análise das práticas da ONU. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 21, n. 6, eRAMD200061. 2020. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMD200061>

SANTOS, A. S.; BRITO, A. D.; SOUZA, T. R. S.; CARVALHO, G. Cultura e Governança Corporativa: uma revisão da literatura entre os anos 2000 e 2020. **Gestão & Regionalidade**, v.41. e20258873. 2025. <https://doi.org/10.13037/gr.vol41.e20258873>

SAONA, P.; MUMU, J. R.; RUSSELL, H. I.; AZAD, M. A. K. Corporate governance and remuneration: a bibliometric analysis. **Journal of Asian Business and Economic Studies**. v. 28, n. 4, p. 242-262. 2021. <https://doi.org/10.1108/JABES-03-2021-0025>

SAPP, S. G. The impact of corporate governance on executive compensation. **European Financial Management**, v. 14, n. 4, p. 710-746, 2008. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2008.00443.x>

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Regulation S-K Item 402**. 2006. Disponível em: < [https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-229#p-229.402\(a\)\(6\)\(ii\)](https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-229#p-229.402(a)(6)(ii))>. Acesso em: 22/09/2024.

SEHN, L. C.; STEINKE, A.; SILVA, A. C.; DAL VESCO, G. O efeito da Remuneração dos Executivos na relação entre mecanismos de Governança Corporativa e desempenho das organizações. **Congresso Profissional e Acadêmico em Contabilidade**. Curitiba, PR, Brasil, 2019.

SELLA, L. C.; BORTOLON, P. M. Fatores associados à não migração para o Novo Mercado de empresas do tipo uma ação - um voto. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 33, n. 90, 2022. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20221492.pt>

SHARPE, W. F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. **The Journal of Finance**, 19(3), 425-442. 1964. <https://doi.org/10.2307/2977928>

SHARPE, W. F. Mutual fund performance. **Journal of Business**. v. 39, n. 1, p. 119–138, 1966. <https://www.jstor.org/stable/2351741>

SHILLER, R. J. **Irrational Exuberance**. 3rd ed. Princeton University Press. 2016.

SILVA, A. L. C., CHIEN, A. C. Y. Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas. **Revista Brasileira Finanças**, v.11, n. 4, p. 481-502, 2013. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v11n4.2013.7224>

SINGH, M.; DAVIDSON, W. N. Agency costs, ownership structure, and corporate governance mechanisms. **Journal of Banking & Finance**, v. 27, n. 5, p. 793-816, 2003. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(01\)00260-6](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00260-6)

SISODIA, R. S.; WOLFE, D. B.; SHETH, J. N. **Firms of endearment**: How world-class companies profit from passion and purpose. Pearson Education India. 2018.

SMITH, D. D. Payout policy, managerial perquisites, and sticky SG&A costs. **Journal of Corporate Accounting & Finance**, v. 32, n. 4, p. 132-146, 2021. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22518>

SOUZA, P. V. S.; CARDOSO, R. L.; VIEIRA, S. S. C. Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 23, n. spe, p. 4-28, 2017. <https://doi.org/10.1590/1413-2311.175.63859>

STARLING e ALBUQUERQUE, A. L.; ARAÚJO, M. C. O. Capitalismo Consciente e Bem-Estar Corporativo nas empresas humanizadas. **Anais do I Seminário Internacional Estado. Regulação e Transformação Digital**, v. 1, n. 01, p. 47-62. 2022. <https://periodicos.univel.br/ojs/index.php/siert/article/view/211>

SUSTAINALYTICS. **Corporate Governance Research & Ratings**. www.sustainalytics.com/investor-solutions/esg-research. 2021.

THEISS, V.; BEUREN, I. M. Ownership structure and compensation of executives. **Revista de Administração da UFSM**, v. 10, n. 3, p. 533–550. 2017. <https://doi.org/10.5902/1983465913062>

TOIGO, L. A.; HEIN, N.; KROENKE, A. Características predominantes dos mecanismos de governança corporativa e desempenho pós-Fusões e Aquisições no Brasil. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 37, p. 85-104, 2018. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i4.37667>

TONELLO, M.; TAY, O.; EMANUEL, M.; HODGSON, P.; SIRRAS, T. CEO and Executive Compensation Practices in the Russell 3000 and S&P 500: 2021 Edition. **The Conference Board Semler Brossy Consulting Group**. 2021.

TRAN, Q. T. Corruption and corporate cash holdings: international evidence. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 54, p. 100611, 2020. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.100611>

VALOR ECONÔMICO. Após 27 anos, executivo de marketing do Itaú é demitido. **Valor Econômico**, 3 dez. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2024/12/03/apos-27-anos-executivo-de-marketing-do-itaui-e-demitido.ghtml>. Acesso em: 18 dez. 2024.

VELOSO, C. R. S.; SANTOS, T. R. D.; PIMENTA, D. P.; CUNHA, M. F.; CRUZ, A. F. Much Sweat, Much Pay - Less Sweat, Less Pay? Evidências de 'Coleguismo' na Determinação da Remuneração dos Executivos Brasileiros. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 22, n. 2, p. 171-187, 2019. <https://www.revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/1984>

WARD, A. M.; WYLIE, J.; HAMILL, P. Corporate Governance: Agency and Executive Compensation. **Chartered Accountants Ireland**, v. 43, n. 2. 2011.

WHITE, G. I.; SONDH, A. C.; FRIED, D. **The Analysis and Use of Financial Statements**. 3rd ed. John Wiley & Sons. 2003

WOOD Jr.; T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração e carreira por habilidades e competências**. São Paulo: Atlas. 2004.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introductory Econometrics: A Modern Approach**. 7th ed. Cengage. 2020.

YAHYA, F.; GHAZALI, Z. B. Effectiveness of board governance and dividend policy as alignment mechanisms to firm performance and CEO compensation. **Cogent Business & Management**, v. 4, n. 1. 2017. <https://doi.org/10.1080/23311975.2017.1398124>

YIN, R. K. **Case Study Research and Applications: Designs and Methods**. 6th ed. Sage. 2018

YOUNAS, A. Review of Corporate Governance Theories. **European Journal of Business and Management Research**. v. 7, n. 6, p. 79-83, 2022. <https://doi.org/10.24018/ejbmr.2022.7.6.1668>

ZHAN, Y.; FUNG, HG; LEUNG, W.K. Perk consumption and CEO turnover. **Review of Quantitative Finance and Accounting**. v. 62, n. 4, p. 1525–1568. 2024. <https://doi.org/10.1007/s11156-023-01241-5>

ZITTEI, M. V. M.; KAVESKI, I. D. S.; CARPES, A. M. S.; SCARPIN, J. E. Remuneração do Conselho de Administração, Governança Corporativa e Desempenho Econômico-financeiro: Uma Análise em Empresas Brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v.9, p. 3-15. 2015. <https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos152015/130.pdf>

Apêndice A - Embasamento Teórico Variáveis QR_AA

As variáveis para a composição do QR_AA estão justificadas na revisão da literatura, considerando a relevância teórica e prática de cada uma delas para avaliar a qualidade da governança e o alinhamento com a remuneração da alta administração. A seleção dessas variáveis visa capturar dimensões-chave, como transparência, controle de regalias, sustentabilidade, composição de conselhos, e alinhamento de incentivos de longo prazo. A partir dessa fundamentação, foram identificadas as variáveis pertinentes para compor o índice de qualidade da remuneração da alta administração (QR_AA), proporcionando uma base para o desenvolvimento das próximas fases da pesquisa. Essa seleção inicial tem como objetivo assegurar que todas as variáveis estejam alinhadas aos melhores padrões de governança, bem como fundamentadas em estudos acadêmicos e práticas reconhecidas no mercado.

As variáveis consideradas para a composição do Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração QR_AA são:

- F1 - Proporção entre a remuneração variável e remuneração total
- F2 - Alinhamento da remuneração e o retorno aos acionistas
- F3 - Aderência da remuneração aos princípios de Sustentabilidade
- F4 - Institucionalização do Comitê de Remuneração / Comitê de Pessoas
- F5 - Controle de Regalias e Privilégios concedidos para Alta Administração
- F6 - Plano de Sucessão CEO e Metas Longo Prazo
- F7 - Estrutura Conselheiros Independentes
- F8 - Controle da relação do Seguro D&O
- F9 - Concentração Acionária

Variável F1: Proporção entre a remuneração variável e remuneração total

A primeira variável é a proporção da remuneração variável na remuneração total da alta administração, que indica a forma do incentivo que os membros da alta administração recebem de acordo com o seu desempenho.

A proporção da remuneração variável no pacote total de compensação dos membros da alta administração desempenha um papel no alinhamento dos interesses dos gestores com os dos acionistas. Conforme destacado por Jensen e Murphy

(1990), essa remuneração deve estar diretamente ligada ao valor gerado pela empresa, promovendo, assim, o objetivo de maximização da riqueza dos acionistas. Esses autores propõem um modelo de remuneração otimizada que considera fatores como o custo de oportunidade do capital, o risco assumido pelos gestores e os benefícios não financeiros. Um sistema de remuneração efetivo deve ser sensível ao desempenho, competitivo com o mercado e alinhado com os objetivos estratégicos da organização.

O estudo de Kaplan e Minton (2012) reforça a relevância da remuneração variável como um mecanismo para incentivar decisões de longo prazo, enquanto a remuneração fixa proporciona estabilidade. Os autores analisam a rotatividade dos CEOs em função do desempenho, destacando que a crescente dependência de remuneração variável pode incentivar comportamentos oportunistas. A alta proporção de remuneração variável, como opções de ações, aumenta a exposição dos CEOs às oscilações do mercado e pode influenciar na adoção de práticas de gestão de curto prazo, conforme observado por Becht *et al.* (2003).

Embora os incentivos baseados em desempenho sejam aceitos como a forma eficaz de alinhar os interesses dos executivos com os dos acionistas, Hall e Murphy (2002) alertam que a dependência excessiva da remuneração variável pode encorajar a assunção de riscos excessivos, exacerbando o problema de agência. As opções de ações, apesar de serem vistas como mecanismos eficientes, devem ser equilibradas com uma remuneração fixa adequada, minimizando o risco de comportamentos desestabilizadores que possam comprometer a sustentabilidade da empresa.

Ben-David *et al.* (2007) também abordam a relação entre remuneração variável e o perfil psicológico de gestores. Eles identificam que executivos superconfiantes tendem a preferir uma maior proporção de remuneração variável, uma vez que acreditam em sua capacidade de influenciar positivamente o desempenho da empresa. No entanto, essa confiança pode resultar em uma percepção distorcida da realidade, levando-os a assumir riscos excessivos, o que poderia comprometer a saúde financeira da organização no longo prazo. Conforme demonstrado, gestores com uma proporção elevada de remuneração variável em relação à fixa tendem a ser mais suscetíveis a flutuações de mercado, o que pode impactar a estabilidade organizacional. Portanto, é necessário que as empresas desenvolvam uma política de remuneração que equilibre de forma adequada a proporção entre remuneração fixa e

variável, levando em consideração a aversão ao risco dos executivos, a volatilidade do mercado e os objetivos estratégicos de longo prazo. Como evidenciado por Bebchuk *et al.* (2010), altos níveis de remuneração variável podem levar a práticas arriscadas ou antiéticas, o que reforça a necessidade de mecanismos de governança para monitorar e controlar os incentivos concedidos aos executivos.

A implementação de políticas de remuneração que garantam a transparência, a prestação de contas e a responsabilidade pelos resultados a longo prazo é fundamental para mitigar riscos e alinhar interesses. Conforme apontado por Larcker e Tayan (2019), mecanismos eficazes de monitoramento, como as avaliações periódicas do desempenho e a divulgação transparente das informações, são essenciais para garantir que a remuneração variável funcione como um incentivo positivo para os gestores, sem comprometer a sustentabilidade organizacional.

Independentemente do setor de atuação da empresa, é essencial garantir mecanismos eficazes de monitoramento e controle sobre as decisões tomadas pelos executivos (Larcker; Tayan, 2019). Isso inclui avaliações periódicas do desempenho individual e coletivo dos CEOs e demais executivos, bem como um sistema transparente de divulgação das informações relacionadas à sua remuneração (Oliva; Albuquerque, 2007).

Encontrar o equilíbrio adequado entre salário fixo e variável dos executivos requer uma análise cuidadosa das características específicas da empresa e do seu ambiente externo (Ben-David *et al.*, 2007; Larcker; Tayan, 2020), sendo necessário buscar um modelo justo capaz de motivar os gestores sem comprometer valores éticos nem colocar excessivamente em risco o futuro sustentável da organização (Bebchuk *et al.*, 2010).

Variável F2: Alinhamento remuneração e o retorno aos acionistas

A segunda variável é o alinhamento entre a remuneração dos membros da alta administração e o retorno aos acionistas, que mede o grau de convergência de interesses entre os agentes e os principais e busca medir o grau de congruência entre os objetivos dos executivos e dos acionistas, de forma que eles compartilhem os benefícios e os custos das decisões tomadas pela alta administração.

O alinhamento entre a remuneração dos membros da alta administração e o retorno aos acionistas é uma prática essencial para mitigar o conflito de agência,

conforme discutido por Jensen e Murphy (1990). Esses autores argumentam que, ao vincular a remuneração dos executivos ao valor da empresa, é possível reduzir a divergência de interesses entre gestores e acionistas. Mecanismos como opções de ações, participação acionária e bônus vinculados ao valor de mercado são frequentemente utilizados para esse fim, assegurando que os executivos tenham incentivos claros para maximizar o valor para os acionistas. No entanto, há desafios associados a esse tipo de remuneração. Jensen e Murphy (1990) alertam que, apesar de ser uma ferramenta eficiente de alinhamento, a compensação baseada em ações pode incentivar comportamentos de risco excessivo ou até manipulação de resultados contábeis, visto que os gestores buscam maximizar sua própria remuneração em detrimento do valor de longo prazo da empresa. Brealey, Myers e Allen (2023) sugerem que o alinhamento por meio de remuneração variável deve ser equilibrado com mecanismos de governança corporativa para evitar esses efeitos negativos.

Estudos empíricos, como o de Aggarwal *et al.* (2012), corroboram a importância de estruturar os pacotes de remuneração para incentivar o alinhamento entre os interesses dos gestores e os dos acionistas. Eles identificam uma correlação positiva entre a responsabilidade gerencial e o desempenho da empresa em termos de retorno sobre o patrimônio (ROE - *Return on Equity*) e valor de mercado. Essas conclusões indicam que a remuneração adequada pode contribuir para uma melhoria no desempenho empresarial, desde que os incentivos estejam alinhados e estruturados.

Machado *et al.* (2024b) destacam que a divulgação transparente da remuneração executiva da alta administração é especialmente crítica em contextos onde a fiscalização dos acionistas é limitada, uma realidade comum em mercados emergentes como o brasileiro. Nesse cenário, o alinhamento entre os incentivos dos executivos membros da alta administração e os interesses dos acionistas é vital para mitigar conflitos de agência e promover decisões que maximizem o valor empresarial. Os autores ressaltam que estruturas remuneratórias baseadas em métricas financeiras, como ROE, contribuem para esse alinhamento, garantindo que a remuneração esteja diretamente vinculada ao desempenho da empresa e, conseqüentemente, à geração de valor para os investidores. Ademais, a análise em múltiplos níveis conduzida por Machado *et al.* (2024b), reforça a importância de políticas claras e divulgadas adequadamente para aumentar a confiança dos investidores e reduzir assimetrias informacionais.

Ainda assim, Edmans *et al.* (2017) ressaltam que o foco exclusivo no retorno financeiro pode levar os gestores a negligenciarem outros aspectos importantes do desempenho organizacional, como inovação, qualidade e sustentabilidade. Os autores defendem uma abordagem mais abrangente para a remuneração, que considere tanto os resultados financeiros quanto os não financeiros, como forma de garantir a criação de valor de longo prazo. Para tanto, os conselhos de administração desempenham um papel relevante na definição de políticas de remuneração que equilibrem esses interesses.

A questão do alinhamento entre remuneração e desempenho é complexa e multifacetada. Frydman e Jenter (2010) apontam que a relação entre o pagamento dos executivos e o desempenho corporativo é muitas vezes, difícil de mensurar, devido à natureza dinâmica das empresas e às diferentes formas de compensação, como bônus e ações. Eles também alertam para a necessidade de os conselhos de administração considerarem as características específicas de cada organização ao definir os pacotes de remuneração, evitando uma abordagem genérica que possa não ser eficaz em diferentes contextos empresariais.

Larcker e Tayan (2020) abordam a questão de quanto a compensação do CEO deve estar alinhada com o valor que ele cria para a empresa. Os autores argumentam que a discussão sobre a remuneração de executivos geralmente evoca emoções fortes, mas muitas vezes carece de análise crítica. Eles levantam questões interessantes quando questionam quanto da criação de valor deve ser atribuído aos esforços do CEO e que percentual desse valor deve ser oferecido justamente como compensação. Essas questões são relevantes para avaliar o alinhamento entre a remuneração de executivos e o retorno aos acionistas.

Tonello *et al.* (2021) apresenta uma análise detalhada das tendências de remuneração em diferentes setores, incluindo compensação baseada em ações, bônus e outras práticas de remuneração e as empresas devem reconhecer a correlação positiva entre a remuneração total mediana do CEO e o tamanho da empresa, bem como a variação nas tendências de remuneração em diferentes setores de negócios, e adaptarem suas estratégias de remuneração. Os autores utilizam dados de remuneração de CEOs e outros executivos de 2.527 empresas do Russell 3000 e do S&P 500 e analisam a remuneração total dos executivos, a composição da remuneração (salário base, bônus, incentivos de longo prazo) e a relação entre a

remuneração dos CEOs e o desempenho das empresas. Esses os autores destacam a importância e o cuidado em considerar a estrutura de remuneração da empresa, incluindo a proporção de remuneração fixa e variável, bem como a composição da remuneração variável (por exemplo, bônus, ações, opções de ações) para efeito de comparação de remuneração dos executivos.

Saini e Singh (2024) evidenciam que a remuneração dos executivos, quando alinhada ao retorno total ao acionista (TSR), exerce papel relevante na governança corporativa ao mitigar conflitos de agência entre gestores e acionistas. Segundo os autores, a vinculação da remuneração executiva da alta administração ao desempenho financeiro da empresa, especialmente ao TSR, estimula os CEOs a adotarem decisões mais arrojadas e inovadoras, favorecendo a criação de valor sustentável a longo prazo. A pesquisa destaca que executivos com alta confiança tendem a assumir riscos calculados em projetos promissores, o que pode resultar em maior rentabilidade para a empresa e, conseqüentemente, valorização das ações. Contudo, os autores alertam que essa relação exige um sistema de governança eficiente, que monitore adequadamente as ações dos CEOs para evitar decisões arbitrárias e excessivamente arriscadas, assegurando que a busca pelo TSR não comprometa a sustentabilidade corporativa. Ademais, a integração de abordagens comportamentais nos mecanismos de monitoramento permite capitalizar as características cognitivas dos executivos, alinhando seus interesses aos dos acionistas e maximizando os benefícios de decisões baseadas na confiança gerencial. Assim, Saini e Singh (2024) apontam que a remuneração da alta administração atrelada ao retorno dos acionistas, quando bem estruturada e acompanhada de governança eficaz, representa um importante instrumento para promover sinergia entre a alta administração e os investidores, impulsionando o sucesso financeiro e a longevidade da organização.

O alinhamento entre os interesses da alta administração e dos acionistas é um aspecto fundamental na governança corporativa, especialmente no contexto da remuneração executiva da alta administração e seu impacto no desempenho financeiro das empresas (Cunat *et al.*, 2016). Conforme evidenciado no estudo, os autores destacam os mecanismos que ampliam a voz dos acionistas na aprovação da remuneração da alta administração, como as propostas de *Say-on-Pay*, que promovem uma maior responsabilização dos executivos, o que se traduz em melhores

resultados empresariais. O ROE destaca-se nesse cenário como uma métrica essencial, pois reflete diretamente a rentabilidade obtida pelos acionistas em relação ao capital próprio investido na firma (Cunat *et al.*, 2016). A pesquisa demonstra que a aprovação das propostas de *Say-on-Pay* está associada a melhorias significativas no desempenho das empresas, incluindo aumentos no ROE, indicando que a possibilidade de manifestação dos acionistas contribui para o alinhamento dos incentivos da alta administração com os interesses dos investidores. Tal constatação implica que o impacto positivo observado sobre o ROE pode decorrer, sobretudo, da maior eficácia do monitoramento acionário e das mudanças no comportamento gerencial.

Dessa forma, os mecanismos que fortalecem a voz dos acionistas, especialmente o *Say-on-Pay*, promovem a maximização do ROE ao incentivar a alta administração a buscar uma gestão mais eficiente e orientada para a criação sustentável de valor para os acionistas, reforçando, assim, a importância da governança remuneratória na promoção do desempenho corporativo.

O relatório da *Meridian Compensation Partners* (Meridian, 2021) oferece dados quantitativos sobre a adoção de métricas objetivas nos planos de incentivos de longo prazo das grandes companhias norte-americanas. Entre os mais de 300 grupos empresariais pesquisados, 44 % das empresas utilizam indicadores de lucro (como lucro líquido ou EBITDA) em suas estruturas de remuneração executiva da alta administração, enquanto cerca de um terço (33 %) baseia os planos de incentivos em métricas de retorno – notadamente ROE (*Return on Equity*), ROIC (*Return on Invested Capital*) e ROA (*Return on Assets*). Essas métricas de retorno são valorizadas por sua transparência, alinhamento com os interesses de acionistas e facilidade para estabelecer metas plurianuais. O levantamento evidencia ainda que a maioria das organizações utiliza um ou dois indicadores de desempenho combinados para determinar o pagamento de incentivos de longo prazo, buscando equilibrar crescimento, lucratividade e eficiência operacional. Assim, o estudo sugere que, embora indicadores de lucro ainda predominem, um número significativo de empresas já incorpora métricas de retorno como ROE, ROIC e ROA para vincular a remuneração da alta administração à criação de valor sustentável. Esses resultados reforçam a tendência de os conselhos adotarem medidas financeiras objetivas para reduzir

conflitos de agência e assegurar que os executivos sejam recompensados de acordo com o desempenho efetivamente gerado para os acionistas.

Meng *et al.* (2024) revelam que o alinhamento entre remuneração executiva da alta administração e retorno ao acionista, mensurado pelo ROE, é um componente decisivo para garantir a sustentabilidade da criação de valor. A remuneração baseada em ROE assegura que a alta administração seja recompensada proporcionalmente ao valor efetivamente entregue aos proprietários da empresa, reforçando os princípios da teoria da agência. Ainda que o estudo não especifique um percentual exato do pacote remuneratório atrelado ao ROE ou outras métricas financeiras, ele evidencia que a estrutura remuneratória leva em consideração esses indicadores financeiros objetivos para promover decisões gerenciais alinhadas com os interesses de acionistas e massificação da estratégia ESG nas firmas listadas. Assim, os autores argumentam para uma compreensão integrada entre desempenho financeiro, responsabilidade socioambiental e governança corporativa, ressaltando que um equilíbrio cuidadoso com métricas financeiras como o ROE é imprescindível para a efetividade do alinhamento da remuneração à criação de valor sustentável no longo prazo.

Dessa forma, o alinhamento entre a remuneração dos executivos e o retorno aos acionistas deve ser gerido de forma estratégica, levando em consideração os riscos de curto prazo e a necessidade de promover práticas sustentáveis. O equilíbrio entre incentivos financeiros de longo prazo e um sistema de governança corporativo eficiente é fundamental para assegurar que as decisões dos gestores sejam consistentes com os interesses dos acionistas e da empresa como um todo.

Variável F3: Aderência da remuneração aos princípios de Sustentabilidade

A terceira variável é a aderência da política de remuneração da alta administração aos princípios de sustentabilidade, que demonstra o compromisso da organização com as dimensões econômica, social e ambiental do seu negócio. Essa variável busca medir o grau de responsabilidade social e ambiental da empresa, de forma que ela considere os impactos de suas atividades sobre os *stakeholders* e o meio ambiente.

O alinhamento da política de remuneração da alta administração da empresa aos princípios de sustentabilidade reflete o comprometimento da organização com as

dimensões econômica, social e ambiental do negócio, conforme os princípios de *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Essas práticas, cada vez mais adotadas, buscam incorporar métricas não financeiras que impactam diretamente o desempenho de longo prazo. Margolis e Walsh (2003) desafiam a lógica tradicional que foca exclusivamente em retornos econômicos, propondo que a sustentabilidade deve ser um fator essencial nos pacotes de remuneração dos executivos.

Esse alinhamento, no entanto, nem sempre é simples. Executivos que são compensados exclusivamente por meio de métricas financeiras podem ser incentivados a priorizarem resultados de curto prazo, negligenciando questões sociais e ambientais de grande relevância para os *stakeholders*. Exemplos como das empresas Ben & Jerry's e Herman Miller demonstram que a política de remuneração atrelada a metas sustentáveis pode promover maior legitimidade social e reduzir riscos para a empresa (Margolis; Walsh, 2003). Esses casos indicam que as empresas que incluem tais práticas em suas políticas de remuneração podem melhorar o relacionamento com a comunidade e os reguladores, além de mitigar riscos reputacionais.

Almici (2023) argumenta que a integração de metas de sustentabilidade nas políticas de remuneração dos executivos da alta administração representa uma estratégia que pode não apenas aprimorar o desempenho social e ambiental das empresas, mas também alinhar os interesses dos gestores com os de uma gama mais ampla de *stakeholders*. Ao vincular a compensação dos altos executivos ao cumprimento de objetivos sustentáveis, as organizações incentivam uma abordagem mais responsável e consciente em suas operações, promovendo práticas que beneficiam tanto a sociedade quanto o meio ambiente e essa sinergia não apenas contribui para a mitigação dos impactos negativos das atividades empresariais, mas também fortalece a reputação corporativa e a confiança dos investidores, que cada vez mais buscam empresas comprometidas com a sustentabilidade (Almici, 2023). Além disso, os autores argumentam que a adoção de tais práticas pode reduzir os custos de agência, uma vez que a transparência e a responsabilidade nas decisões de remuneração ajudam a minimizar a desconfiança e a promover um ambiente de governança, essencial para a integridade do mercado financeiro em um contexto global marcado por crises e escândalos.

Estudos como os de Eccles *et al.* (2014) demonstram que empresas que incorporam princípios de sustentabilidade na remuneração dos seus executivos tendem a apresentar melhor desempenho financeiro e maior confiança por parte dos *stakeholders* no longo prazo. Ao comparar empresas de "Alta Sustentabilidade" com suas contrapartes que adotam poucas ou nenhuma dessas políticas, os autores destacam que as primeiras possuem práticas de governança mais robustas e maior transparência nas informações não financeiras divulgadas. Essas empresas também tendem a adotar métricas ambientais e sociais em seus sistemas de compensação, promovendo um compromisso dos gestores com esses objetivos.

Sisodia *et al.* (2018) corroboram essa visão, argumentando que a remuneração de executivos deve refletir não apenas o desempenho financeiro, mas também o impacto social e ambiental das suas decisões. Para os autores, empresas que seguem modelos humanísticos de negócios, como as *Firms of Endearment* (FoE), promovem práticas mais inclusivas e justas, assegurando que todos os *stakeholders* sejam beneficiados. Essas empresas tendem a alinhar seus incentivos de forma a gerar valor não apenas econômico, mas também social, e, ao fazerem isso, mostram que é possível equilibrar sustentabilidade e lucratividade.

No entanto, Flammer *et al.* (2019) alertam para os possíveis *trade-offs* associados a uma remuneração baseada em métricas de sustentabilidade. A empresa, ao buscar maximizar resultados financeiros e, ao mesmo tempo, atender a objetivos ambientais e sociais, pode ter que sacrificar um em detrimento do outro, afetando assim sua competitividade. Mesmo assim, os contratos de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) discutidos pelos autores demonstram que tais práticas têm o potencial de aumentar o valor de longo prazo da empresa e promover inovações sustentáveis, como redução de emissões e desenvolvimento de inovações verdes.

Sobre esse ponto, é relevante aprofundar o marco teórico do *Balanced Scorecard* (BSC) desenvolvido por Kaplan e Norton em 1992 e posteriormente aprimorado em 1996 (Kaplan; Norton, 1996). Ao conceberem essa estrutura, os autores defendiam a necessidade de expandir os sistemas de medição de desempenho corporativo para além das métricas financeiras tradicionais, atendendo os interesses dos *stakeholders* e das demais partes interessadas além dos acionistas. Colaborando com esse ponto, Cintra *et al.* (2023) argumentam que a gestão eficaz das relações com os *stakeholders*, fundamentada em um regime de confiança mútua

e cooperação, é fundamental para o sucesso organizacional, e assim, as empresas que cultivam essas relações tendem a observar um desempenho superior, refletindo a importância da interação colaborativa no ambiente corporativo contemporâneo.

A aderência da política de remuneração da empresa aos princípios de sustentabilidade pode ser medida por meio de indicadores de sustentabilidade, como o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) é um indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pelo seu reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial e é o resultado de uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com os critérios estabelecidos na metodologia da B3. O índice avalia a sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança. O objetivo do ISE B3 é apoiar os investidores na tomada de decisão de investimento e induzir as empresas a adotarem as melhores práticas de sustentabilidade. O ISE B3 é composto pelas ações exclusivamente de companhias listadas na B3 que atendem aos critérios de inclusão descritos na metodologia e serve como uma bússola para as empresas, orientando suas ações rumo à sustentabilidade, ao mesmo tempo em que proporciona uma métrica de desempenho (ISE B3). Por exemplo, se um executivo recebe uma parte da sua remuneração em função do cumprimento de metas ambientais, sociais e de governança, ele terá um incentivo para agir de forma sustentável.

Conforme discutido por Edmans (2024), a remuneração dos executivos deve ser projetada de maneira a incentivar não apenas o desempenho financeiro imediato, mas também a criação de valor sustentável. Isso implica que os pacotes de compensação devem estar vinculados a métricas que reflitam tanto o desempenho econômico quanto os fatores ambientais, sociais e de governança (ESG). A integração de critérios ESG nas estruturas de remuneração pode promover uma abordagem holística e responsável na gestão empresarial, alinhando os interesses dos executivos com os objetivos de longo prazo da empresa e as expectativas dos *stakeholders*.

Khenissi *et al.* (2022) destacam que a aderência da política de remuneração da alta administração aos princípios de sustentabilidade reflete o compromisso da organização com as dimensões econômica, social e ambiental de seu negócio e essa integração não apenas alinha os incentivos financeiros dos executivos com os objetivos de sustentabilidade, mas também promove uma cultura corporativa que

valoriza práticas responsáveis. Ao vincular a remuneração a critérios de RSC, as empresas demonstram sua intenção de equilibrar resultados financeiros com impactos positivos na sociedade e no meio ambiente.

Aslam *et al.* (2020) investigam a relação entre práticas de gestão ambiental e desempenho financeiro no Japão, utilizando a Análise de Envoltória de Dados (DEA) para avaliar a eficiência das empresas. Os autores destacam o papel mediador do desempenho ambiental, sugerindo que práticas sustentáveis melhoram a responsabilidade social e também contribuem para a performance financeira, e a pesquisa enfatiza a importância da governança corporativa, incluindo a diversidade do conselho, como um fator que potencializa a eficácia das iniciativas de ESG e os resultados indicam que a integração de práticas ambientais pode gerar vantagens competitivas significativas para as empresas.

A integração de critérios de sustentabilidade aos sistemas de remuneração da alta administração tem se consolidado como uma tendência central na governança corporativa contemporânea, refletindo a crescente valorização das métricas ambientais, sociais e de governança (ESG) na avaliação do desempenho organizacional. Segundo Chulkov e Kim (2025), a incorporação de indicadores ESG nos contratos de incentivos executivos da alta administração é um mecanismo eficaz para alinhar os interesses da alta administração aos objetivos de longo prazo da firma, promovendo práticas que atendem tanto às expectativas econômicas quanto às demandas sociais e ambientais da sociedade. Em sua análise empírica, baseada em uma amostra de mais de 2.600 empresas públicas norte-americanas, no período de 2003 a 2013, Chulkov e Kim (2025) evidenciam que um maior peso da remuneração em ações (*equity*) está positivamente associado a um desempenho superior em responsabilidade social corporativa (RSC). Por outro lado, a predominância de bônus em espécie e planos de incentivos de longo prazo contingentes ao cumprimento de metas financeiras está negativamente correlacionada ao engajamento em iniciativas sociais e ambientais.

Cohen *et al.* (2023) demonstra que a adoção de métricas ambientais, sociais e de governança (ESG) nas políticas de remuneração dos executivos tem se ampliado substancialmente em empresas ao redor do mundo. Os autores evidenciam que tal adesão varia conforme o contexto setorial, nacional e organizacional, refletindo motivações tanto ligadas à eficiência do contrato de incentivos quanto ao alinhamento

de interesses de gestores com acionistas preocupados com sustentabilidade. A pesquisa revela que a implementação desta prática contribui para melhorias nos indicadores ESG, embora ainda não se observe uma associação consistente com o desempenho financeiro, destacando desafios na conciliação entre sustentabilidade e retorno econômico.

Grodt *et al.* (2024) apresentam pesquisa com os dados de 81 empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2016 a 2021 para verificarem se a divulgação de informações ESG aumenta a sensibilidade da remuneração de executivos ao desempenho de mercado (*pay-performance sensitivity*, PPS). Eles utilizaram regressão ordinária dos mínimos quadrados (OLS) e regressão quantílica para mensurarem a associação entre remuneração variável (bônus de curto prazo e incentivos de longo prazo) e retorno das ações. O estudo mostra que a divulgação ESG maximiza a PPS, ou seja, quanto maior a transparência das informações ESG, maior a ligação entre remuneração e retorno das ações. Essa relação se fortalece em empresas de controle estatal e diminui em empresas altamente lucrativas. Os autores recomendam que estudos futuros incluam indicadores contábeis como ROE para comprovar se a sensibilidade também se verifica em métricas de lucratividade. Apesar de não apresentar percentuais de alinhamento, a pesquisa destaca que a incorporação de métricas ESG eleva a importância de medidas objetivas de desempenho financeiro e sugere que a remuneração deve ser ligada tanto aos retornos de mercado quanto a indicadores contábeis. Ao enfatizar que transparência e divulgação ESG aprimoram o alinhamento entre executivos e acionistas, a pesquisa reforça a relevância de métricas objetivas como ROE e recomenda a segregação entre remuneração variável e fixa para diminuir práticas oportunistas. Os autores concluem que a adoção de métricas financeiras e ESG nas políticas de remuneração pode reduzir conflitos de agência e melhorar a governança corporativa, no contexto brasileiro.

No contexto dessa tendência, estudos recentes evidenciam que a vinculação de uma parcela significativa da remuneração variável executiva a metas relacionadas a ESG contribui para a melhoria do desempenho ambiental das organizações, proporcionando a redução dos riscos reputacionais e aumento da atratividade perante investidores institucionais. Harjoto *et al.* (2024) demonstram empiricamente, a partir de uma amostra de firmas públicas norte-americanas, que estruturas de compensação

que privilegiem componentes como participação acionária em detrimento de bônus em espécie ou planos de incentivos tradicionais, favorecem o engajamento de CEOs em iniciativas de responsabilidade social corporativa (RSC) e sustentabilidade. Os autores ressaltam que a utilização adequada dos contratos de remuneração é capaz de fomentar comportamentos executivos que potencializam o valor sustentável da empresa (Harjoto *et al.*, 2024).

Portanto, ao integrar metas de sustentabilidade nos sistemas de remuneração, é possível alinhar os interesses de executivos com os de *stakeholders* e aumentar o valor estratégico da sustentabilidade, reforçando a reputação da empresa e reduzindo os riscos de agência, criando um ciclo virtuoso de desenvolvimento sustentável.

Variável F4: Institucionalização do Comitê de Remuneração e/ou Comitê de Pessoas

A existência e adoção formal de um Comitê de Remuneração, ou Comitê de Pessoas, é um fator essencial para a definição e monitoramento das políticas de remuneração da alta administração. Esses comitês desempenham um papel fundamental no alinhamento dos incentivos executivos com os interesses dos acionistas, buscando evitar potenciais conflitos de agência (Huang; Floersch, 2022; IBGC, 2023). Huang e Floersch (2022) argumentam que a criação de um comitê independente contribui para a transparência, e garante que as decisões relacionadas à remuneração sejam tomadas com base em critérios claros e alinhados aos objetivos estratégicos da organização.

Leblanc e Gillies (2015) destacam que a institucionalização de comitês voltados à remuneração e à gestão de pessoas representa um avanço na evolução da governança corporativa, pois traduzir intenção estratégica em estrutura orgânica formal é essencial para assegurar a efetividade e a independência desses órgãos. Segundo os autores, a simples existência de tais comitês não é suficiente; sendo necessário que eles sejam devidamente formalizados em estatutos, regulamentos internos e competências claramente delimitadas, incluindo frequência de reuniões, processos decisórios e mecanismos de prestação de contas. Essa formalização confere legitimidade institucional, favorece a continuidade das práticas mesmo em contextos de mudança de gestão e impede dispersão de responsabilidade. Além disso, ressaltam que comitês bem institucionalizados operam de forma sistemática (ordem do dia formal, atas, avaliações periódicas) e contribuem para mitigar conflitos

de agência, ao inserir mecanismos colegiados em decisões sensíveis de remuneração, sucessão e cultura organizacional. Leblanc e Gillies (2015) também observam que a profissionalização e a independência dos membros, com presença de conselheiros independentes e especialistas externos, reforçam a qualidade do monitoramento e aprofundam a governança, reduzindo vieses internos, promovendo maior equidade e transparência. Em resumo, para esses autores, a institucionalização de comitês especializados não é apenas uma formalidade, mas um componente estratégico de governança robusta, com impacto direto na credibilidade, sustentabilidade e resiliência das políticas executivas da organização.

Newman e Mozes (1999) analisam o impacto da composição desses comitês, mostrando que os comitês com maior número de membros independentes tendem a limitar excessos na remuneração dos CEOs, além de vincular mais fortemente os pacotes de compensação ao desempenho da empresa. Os autores observaram que a presença de membros independentes nos comitês de remuneração é um elemento chave para assegurar que os interesses dos acionistas sejam priorizados. Nesse contexto, o estudo de Brandão *et al.* (2019) reforça que a independência do conselho de administração pode ser um fator complementar à política de remuneração da alta administração, funcionando como um mecanismo adicional de controle.

A literatura também sugere que a eficácia de um comitê de remuneração depende da sua capacidade de garantir que os pacotes de compensação reflitam o desempenho de curto e longo prazo da organização. Conforme Conyon (2014), a adoção de remuneração variável, como opções de ações, pode ser uma maneira eficaz de alinhar os interesses dos executivos com os dos acionistas, especialmente quando monitorada por um comitê de remuneração ativo. No entanto, Conyon (2014) alerta que a composição e as práticas do comitê podem influenciar diretamente o nível e a estrutura da remuneração, destacando a importância de expertise e independência dos membros. Por outro lado, estudos como os de Sapp (2008) apontam que a presença de um comitê de remuneração, por si só, não é suficiente para garantir práticas eficazes. A interação entre os CEOs e os comitês pode, em alguns casos, resultar em níveis de remuneração excessivos, especialmente quando os membros do comitê têm pouca independência ou conhecimento técnico. Isso ressalta a necessidade de maior transparência no processo de decisão e de um

acompanhamento rigoroso das métricas de desempenho utilizadas para definir os pacotes de remuneração.

Burchman (2020) sugere que esses comitês de remuneração devem ter um papel mais ativo e estratégico, integrando abordagens baseadas em missões e objetivos financeiros e não financeiros. O autor defende que, além de monitorar a remuneração, os comitês devem fornecer feedback contínuo e garantir a adaptação das políticas de compensação às mudanças no ambiente de negócios, promovendo práticas que gerem valor sustentável para todos os *stakeholders*.

Yahya e Ghazali (2017) reforçam a importância dos comitês de remuneração no alinhamento da remuneração dos executivos com o desempenho da empresa. Eles argumentam que comitês bem estruturados, compostos por membros independentes e capacitados, podem garantir que as práticas de remuneração reflitam o verdadeiro desempenho dos executivos e o valor gerado para os acionistas. Edmans, Gabaix e Jenter (2017) acrescentam que a principal função desses comitês é estruturar pacotes de remuneração que equilibrem incentivos de curto e longo prazo, garantindo que as decisões executivas favoreçam o crescimento sustentável da empresa, além de mitigar riscos de práticas oportunistas.

Rissatti *et al.* (2022) analisam a função dos comitês de remuneração no contexto da governança corporativa, enfatizando sua importância na criação de pacotes de remuneração que alinhem os interesses de executivos e acionistas, destacando que esses comitês atuam como mecanismos de controle, mitigando conflitos de interesse, especialmente em mercados com alta concentração acionária. A transparência e a responsabilidade nas decisões de remuneração promovidas pelos comitês são fundamentais para fortalecer a confiança dos investidores e garantir práticas de governança eficazes nas empresas.

A existência e adoção do Comitê de Remuneração, ou Comitê de Pessoas, representa um elemento essencial para a governança corporativa moderna, desempenhando papel estratégico na supervisão e recomendação de políticas de remuneração que estejam alinhadas com as melhores práticas e aos interesses de longo prazo dos *stakeholders*. Conforme enfatizado pelos autores Putra e Setiawan (2024), esses comitês funcionam como órgãos especializados que auxiliam o conselho de administração, assegurando que os processos de definição salarial, bônus e incentivos sejam conduzidos com transparência, independência e

alinhamento com o desempenho organizacional. A pesquisa desses autores destaca que empresas que instituem formalmente esses comitês apresentam maior rigor na estruturação de políticas remuneratórias, contribuindo para a redução de conflitos de interesse e minimizando riscos associados a práticas de remuneração excessiva ou desalinhada. Adicionalmente, a presença de membros independentes nos comitês fortalece o processo decisório, amplia a confiança dos acionistas e melhora a qualidade da governança corporativa. O estudo também revela que a atuação desses comitês está associada ao aprimoramento do desempenho do conselho e da empresa como um todo, evidenciando sua importância na construção de um ambiente corporativo sustentável e responsável. Destaca-se ainda a relevância da frequência das reuniões e da expertise dos membros, características que incrementam a efetividade do comitê. Assim, a implementação do Comitê de Remuneração é reconhecida não apenas como uma recomendação regulatória, mas como uma prática que agrega valor à governança, promovendo equilíbrio entre incentivos e resultados empresariais, como demonstrado na revisão abrangente realizada por Putra e Setiawan (2024)

Assim, os comitês de remuneração têm um papel relevante no desenho de políticas que busquem maximizar o valor para os acionistas sem comprometer a sustentabilidade da organização. A expertise financeira em governança dos membros do comitê, além da sua independência, são fatores essenciais para garantir que as práticas de remuneração estejam devidamente alinhadas com os objetivos estratégicos da empresa e que os interesses dos *stakeholders* sejam preservados a longo prazo.

Variável F5: Controle Regalias e privilégios concedidos para Alta Administração

Uma das variáveis consideradas para o índice de remuneração da alta administração é o controle de regalias e privilégios (*perquisites*) ou benefícios privados (*private benefits*) pagos aos executivos, o qual se refere à forma como a empresa monitora e limita os benefícios extras concedidos aos executivos, tais como bônus, opções de ações, planos de previdência, carros, viagens, entre outros. Essa variável pode indicar o grau de alinhamento entre os interesses dos executivos e dos acionistas, bem como a transparência e a responsabilidade da gestão. Um levantamento bibliográfico sobre esse tema revela que há diversos autores que

abordam a questão das regalias e privilégios na remuneração da alta administração, tanto no contexto brasileiro quanto no internacional.

O controle de regalias e privilégios concedidos para a alta administração aborda um aspecto fundamental da governança corporativa que envolve o controle sobre os benefícios adicionais concedidos aos executivos. Esses privilégios incluem desde bônus em espécie até o uso de veículos corporativos e outros benefícios privados, os quais podem distanciar os interesses dos executivos dos interesses dos acionistas. Conforme observado por Grinstein *et al.* (2017), a divulgação de regalias tem um impacto na percepção do mercado e pode afetar o desempenho das ações ao gerar maior transparência sobre a gestão de recursos pela alta administração. Essa transparência é necessária para alinhar os incentivos e evitar que os gestores se apropriem indevidamente de recursos da empresa em seu benefício próprio.

O estudo de Grinstein *et al.* (2017) investiga o percentual médio de regalias (*perks*) em corporações do S&P 500, e demonstra que essas vantagens correspondem aproximadamente de 0,5% a 1,5% da receita total das empresas, revelando a relevância econômica no contexto corporativo. Para analisar empiricamente os dados, os autores utilizam o logaritmo natural de 1 + o valor absoluto dos *perks*, metodologia que normaliza a distribuição de dados e permite comparações mais robustas entre empresas de diversos portes e setores. Além disso, eles aplicam uma técnica de *benchmarking* que calcula a distância entre os *perks* de cada empresa e a mediana de seu grupo de referência, segmentado por indústria e porte, e identificam que empresas com *perks* abaixo da mediana tendem a aumentá-los, enquanto aquelas com níveis acima promovem reduções subsequentes. Essa modelagem estatística é complementada pela análise das proporções dos *perks* em relação a métricas financeiras, como a receita e a remuneração total da alta administração, o que confere uma dimensão econômica clara e tangível para investidores e gestores. A combinação dessas abordagens permite entender tanto os padrões comportamentais na concessão e ajuste de *perks* quanto o seu impacto financeiro, promovendo *insights* valiosos para a formulação de políticas de governança corporativa e aprimoramento do monitoramento dos custos implícitos associados às regalias, sobretudo diante das mudanças regulatórias ocorridas no mercado de capitais dos EUA a partir de 2006, quando as exigências de transparência foram ampliadas (Grinstein *et al.*, 2017).

O artigo de Njoku e Lee (2025) investiga como os custos de agência e a estrutura de propriedade influenciam o comportamento assimétrico das despesas de Vendas, Gerais e Administrativas (SG&A) nas empresas sul-coreanas. A pesquisa utiliza um painel de 389 empresas não-financeiras listadas no índice KOSPI, no período de 2011 a 2021 (4279 observações). A razão SG&A/Receita é tratada como proxy de custos discricionários e, por extensão, de potenciais regalias concedidas à alta administração. A metodologia envolve regressões de Mínimos Quadrados Ordinários (OLS), efeitos fixos, efeitos aleatórios e o Método Generalizado dos Momentos (GMM) para capturar a assimetria de custos.

Na fundamentação teórica, os autores destacam que elevadas despesas operacionais podem sinalizar comportamentos de auto interesse, incluindo *perks* excessivos, escritórios de luxo e sobredimensionamento de pessoal. Esse argumento apoia-se na teoria da agência, segundo a qual gestores, quando não monitorados adequadamente, podem consumir recursos em benefício próprio. O estudo utiliza três proxies de custos de agência: *free cash flow*, razão de utilização de ativos e razão de despesas operacionais. A primeira mede recursos livres que podem ser desviados para regalias; a segunda avalia eficiência no uso de ativos, enquanto a terceira captura gastos operacionais que podem esconder benefícios discricionários. Os resultados descritivos mostram grande heterogeneidade: o SG&A representa, em média, 27,043 % da receita, com mediana de 12,623 %. Essa dispersão sugere que algumas empresas mantêm níveis muito elevados de SG&A, possivelmente decorrentes de baixos controles internos sobre benefícios e despesas discricionárias. O estudo mostra que firmas com propriedade concentrada apresentam menor *cost stickiness* e SG&A mais controlado, refletindo estruturas de governança mais rígidas. Já as empresas de propriedade dispersa exibem maior assimetria e crescimento de SG&A com as vendas, indicando maior margem para gastos discricionários.

Njoku e Lee (2025) demonstram que, nas regressões, aumentos na receita são positivamente associados ao crescimento de SG&A, confirmando o comportamento assimétrico. Contudo, quando as vendas caem, o SG&A não se ajusta na mesma proporção, caracterizando “*cost stickiness*”. Esse fenômeno pode representar resistência a cortes de custos e manutenção de privilégios mesmo em períodos de queda de receita. O estudo mostra ainda que as empresas com maior *free cash flow* apresentam maior assimetria de custos, enquanto aquelas com maior concentração

acionária reduzem a assimetria. Esses resultados, conforme argumentação dos autores, sugerem que a disciplina de custos – e, por consequência, o controle de *perks* – é mais efetiva quando existe monitoramento acionário e menores recursos livres para alocar. Embora o artigo não proponha um percentual ideal de SG&A/Receita como *benchmark* de governança, os valores observados (mediana 12,6 % e média 27,0 %) oferecem referência empírica. Os autores concluem que o controle das despesas SG&A é essencial para a sustentabilidade financeira e que estruturas de propriedade mais concentradas podem limitar gastos discricionários e regalias. O estudo reforça a pertinência de utilizar a razão SG&A/Receita como proxy para avaliar o controle de benefícios e privilegia a transparência, alinhando-se à literatura de governança que recomenda divulgação detalhada das regalias para mitigar conflitos de agência.

O controle das regalias e privilégios (*perks*) dos CEOs deve ser realizado por meio de uma mensuração precisa e teoricamente fundamentada do consumo excessivo dessas vantagens, assegurando que representem custos mínimos para a empresa e que estejam alinhadas à função produtiva (Zhan *et al.*, 2024,). A forma quantitativa de controlar esse consumo é por meio da mensuração do excesso de *perks*, calculado como o resíduo de um modelo que relaciona despesas administrativas e despesas em dinheiro relacionadas a *perks* com variáveis explicativas como tamanho da empresa, compensações totais dos empregados e renda per capita da região, controles estes, que permitem separar os gastos necessários para a produção dos excessos voltados ao benefício pessoal do CEO. O *benchmarking* proposto consiste em expressar o excesso de *perks* como uma proporção escalada entre 0 e 1, utilizando a técnica min-max para permitir comparações entre empresas e períodos, sendo que um percentual mais baixo indica maior controle e eficiência, significando que as despesas com *perks* não comprometem uma parcela significativa das receitas da firma. Importante notar que esta base percentual é calculada em relação às receitas da empresa (vendas), padronizando o consumo de *perks*, conforme o porte do negócio. Assim, os autores discutem as proporções de *perks* em relação às métricas financeiras para dimensionar economicamente o impacto desses gastos e seu papel na governança corporativa e turnover executivo.

Pesquisas como as de Andrews, Linn e Li (2017) e Rissatti *et al.* (2022) demonstram que empresas com governança mais fraca tendem a concederem regalias excessivas aos executivos, exacerbando o problema de custos de agência. Nesse sentido, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) implementou, em 2006, a "*Regulation S-K Item 402*", exigindo maior transparência na divulgação de benefícios aos executivos americanos, o que gerou uma redução nas regalias concedidas em empresas com maior controle nos Estados Unidos (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2006). No Brasil, estudos como os de Souza *et al.* (2017) destacam a importância de se incluir benefícios privados no pacote de remuneração e garantir uma maior divulgação para o monitoramento por parte dos acionistas

Além dos impactos gerados pela transparência, Delgado e Barbedo (2019) exploram como as despesas de vendas gerais e administrativas (DVG&A) podem servir como uma *proxy* para avaliar os custos de agência relacionados a regalias. Essas despesas revelam, muitas vezes, o uso de recursos corporativos para benefícios privados, como ingressos para eventos e uso de aviões corporativos, que não necessariamente geram valor direto para os acionistas. Singh e Davidson (2003) também utilizam a DVG&A como métrica para identificarem a relação entre a estrutura de controle da empresa e os custos de agência, sugerindo que empresas com maior controle concentrado tendem a ter mais gastos discricionários.

Guay, Core e Larcker (2002) propõem que, ao possuir uma significativa participação acionária, os executivos internalizam parte dos custos associados às regalias, o que os desincentiva de consumir benefícios em excesso. Essa ideia de alinhamento é reforçada por Toigo *et al.* (2018), os quais argumentam que um modelo de remuneração baseado em competências pode mitigar o abuso de regalias, desde que bem implementado e comunicado. Em última análise, o controle rigoroso e a divulgação de regalias e privilégios tornam-se ferramentas para garantir que os interesses dos executivos estejam alinhados com os dos acionistas, fortalecendo a governança e promovendo uma cultura organizacional ética e responsável.

O controle rigoroso das regalias e privilégios concedidos à alta administração constitui um componente essencial para a manutenção da integridade dos sistemas de remuneração corporativa e para a salvaguarda de interesses de acionistas minoritários. Conforme evidenciado pelos autores Jiang *et al.* (2025), a ausência de políticas claras e efetivas de controle e divulgação desses benefícios executivos pode

acarretar sérias consequências negativas para as empresas. A referida pesquisa demonstra que a implementação obrigatória da divulgação de regalias executivas, independentemente da intenção de promover maior transparência, potencialmente intensifica o risco de quedas abruptas no preço das ações, especialmente em ambientes de governança corporativa fragilizados. Tal resultado paradoxal sugere que, sem mecanismos robustos de governança, a transparência pode inadvertidamente ampliar o custo de agência ou de transação, incentivando a prática de gestão de resultados (*earnings management*) por parte dos administradores, com vistas a mascarar informações financeiras desfavoráveis e reduzir a assimetria informacional. Ademais, a deterioração da confiança de investidores, decorrente do aumento da percepção de risco, compromete a reputação corporativa e a estabilidade do mercado financeiro. Destaca-se ainda que empresas submetidas a auditorias por firmas não pertencentes às grandes empresas de auditoria externa (*Big Four*) apresentam maior vulnerabilidade a esses efeitos adversos, o que ressalta a importância da qualidade da auditoria na contenção dos custos e riscos associados à divulgação imperfeita de regalias executivas. Portanto, os autores ressaltam a necessidade de políticas institucionais que conciliem a transparência com a solidez da governança corporativa, a fim de mitigar os potenciais custos sistêmicos e proteger os interesses dos acionistas minoritários, bem como promover um ambiente financeiro mais eficiente e equilibrado Jiang *et al.* (2025).

Freitas *et al.* (2020) acrescentam que a concentração acionária também desempenha um papel na contenção de regalias e privilégios. Empresas com maior concentração acionária tendem a apresentar menores níveis de benefícios privados para a alta administração, uma vez que os acionistas majoritários exercem maior controle sobre os gastos discricionários. Esse controle objetiva reduzir o conflito de agência, garantindo que a remuneração de executivos esteja mais diretamente vinculada ao desempenho organizacional e aos interesses de longo prazo da empresa. No entanto, em empresas com governança mais fraca ou dispersão acionária, observa-se um aumento desses privilégios, o que reflete a necessidade de um monitoramento mais eficaz por parte do conselho de administração.

O estudo de Souza *et al.* (2017) reforça a relevância de uma política de transparência eficiente e adequada para o controle de regalias. A divulgação desses benefícios em relatórios financeiros e anuários corporativos permite que os acionistas

e demais *stakeholders* avaliem a adequação das regalias em relação ao desempenho dos executivos. O estudo sugere que, quando os benefícios são claramente divulgados e controlados, há um aumento na confiança dos investidores e uma maior valorização da governança da empresa.

Bebchuk e Fried (2003) discutem detalhadamente como os benefícios, regalias e *perks* concedidos a executivos da alta administração são expressões tangíveis do problema de agência que existe entre a gestão e os acionistas em empresas publicamente negociadas. Em situações onde há uma clara separação entre propriedade e controle, os executivos frequentemente detêm poder substancial para influenciar a própria estrutura de sua remuneração. Nesse contexto, os benefícios exclusivos e regalias podem ser utilizados como instrumentos de captura de renda (*rent-seeking*), que ultrapassam sua função de prover incentivos eficientes e alinhados aos interesses dos acionistas. Entre os exemplos de *perks* destacados por esses autores, incluem-se: uso de jatos corporativos para viagens pessoais, residências custeadas pela empresa, automóveis de luxo, planos de aposentadoria privilegiados, bônus independentemente do desempenho real da empresa, clubes exclusivos pagos pela companhia, despesas de entretenimento pessoal, entre outros. Tais benefícios, embora por vezes justificados com argumentos de competitividade na retenção de talentos, possuem alto custo e tendem a distorcerem o real alinhamento entre remuneração e performance, configurando-se em muitos casos como um uso ineficiente dos recursos corporativos.

Bebchuk e Fried (2003) argumentam que a origem e manutenção desses privilégios decorrem do poder gerencial que os executivos possuem para moldar as práticas de remuneração, utilizando-se de seu controle sobre os conselhos de administração e comitês de remuneração, que muitas vezes exibem fragilidades institucionais e conflitos de interesse. Assim, eles sugerem que o problema não é apenas de desencontro de incentivos, mas o próprio desenho da remuneração da alta administração como parte do problema de agência. Para restringir a concessão indevida dessas regalias, os autores indicam a importância do fortalecimento da governança corporativa, enfatizando o papel crítico de investidores institucionais, reguladores e órgãos de fiscalização. A maior transparência, o engajamento ativo dos acionistas e a independência dos conselhos de administração são mecanismos centrais para minimizar a captura da remuneração pelos executivos. Ademais,

políticas regulatórias que limitem a possibilidade de excessos e exigências mais rigorosas de divulgação podem reduzir a assimetria de informação e expor práticas inadequadas, promovendo o alinhamento entre interesses de executivos e de acionistas. Dessa forma, Bebchuk e Fried (2003) posicionam o debate sobre benefícios e regalias não apenas como uma questão de eficiência econômica, mas como um desafio fundante na construção de contratos executivos que possam efetivamente mitigar o problema de agência e promover maior equidade e transparência na remuneração corporativa.

Fonseka *et al.* (2025) examina, com rigor empírico, as práticas de controle e divulgação organizacional necessárias para a adequada gestão dos *perks*, benefícios e regalias concedidos à alta administração. Os autores argumentam que, para prevenir o consumo indevido de recursos e mitigar práticas oportunistas, as organizações devem implementar controles internos sólidos, fundamentados em padrões internacionais, como o COSO, e realizar avaliações periódicas, tanto internas quanto externas, sobre a eficácia desses mecanismos. O controle dos *perks* exige que as empresas monitorem detalhadamente despesas relativas a entretenimento, viagens, veículos, moradia e outros benefícios não monetários, vinculando tais gastos a critérios objetivos e a políticas internas explícitas. A transparência é reforçada por meio da divulgação dessas informações em relatórios gerenciais e demonstrações financeiras, de acordo com as exigências regulatórias. No que concerne ao parâmetro ideal de controle, os autores sugerem que as despesas com *perks* devam ser mantidas dentro de limites razoáveis em relação à receita líquida da organização. Gastos sistematicamente com os *perks* sinalizam fraquezas na governança e nos controles internos e risco de apropriação indevida. Portanto, o monitoramento contínuo, a comparação com *benchmarks* setoriais e a divulgação transparente configuram práticas essenciais para o controle efetivo dos *perks*.

Smith (2021), investiga empiricamente se as políticas de pagamento de dividendos e de recompra de ações contribuem para reduzir o gasto discricionário com *perks* de executivos. Esses benefícios, frequentemente não detalhados nos relatórios de remuneração da alta administração, são contabilizados nas despesas de vendas, gerais e administrativas (SG&A). Utilizando uma amostra extensa de 41 832 observações de empresas norte-americanas entre 1998 e 2017, Smith (2021) modela a razão SG&A/vendas como proxy do nível de regalias e analisa a chamada “*sticky*

SG&A”, isto é, a tendência das despesas administrativas permanecerem elevadas mesmo quando as receitas diminuem. A autora mostra que o SG&A corresponde, em média, a 28 % das vendas, com mediana de 24 %, primeiro quartil de 14 % e terceiro quartil de 38 %, evidenciando grande dispersão de práticas de controle. Esse intervalo funciona como *benchmark*: índices elevados de SG&A em relação à receita sugerem possíveis excessos e ineficiência na alocação de recursos, enquanto valores próximos da mediana indicam maior disciplina. Os resultados econométricos revelam que empresas que distribuem dividendos ou realizam recompras de ações apresentam menor “*stickiness*” das despesas SG&A, sugerindo que a redução de caixa disponível limita a margem para conceder benefícios excessivos. Para empresas com governança mais forte, a relação positiva entre dividendos e redução da assimetria de SG&A é estatisticamente significativa; nas empresas de governança mais fraca, a recompra de ações é o mecanismo predominante de disciplina. O estudo conclui que o monitoramento da razão SG&A/receita, aliado a políticas de *payout*, pode funcionar como ferramenta eficaz de governança para coibir regalias e alinhar os interesses da alta administração aos dos acionistas, corroborando a teoria da agência e fornecendo base empírica para *benchmarks* de controle de despesas.

Assim, o controle de regalias e privilégios, além de ser um fator de governança, tem implicações diretas na reputação corporativa.

Variável F6: Plano de Sucessão CEO e Metas de Longo Prazo

A sucessão de CEOs é um processo crítico para qualquer organização, pois garante a perpetuação da liderança e a estabilidade da empresa. O alinhamento entre o sistema de remuneração de executivos com metas de longo prazo e o plano de sucessão do CEO é um elemento fundamental para assegurar a continuidade e o sucesso da liderança corporativa. O Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do IBGC (IBGC, 2023) recomenda que o conselho de administração deve manter e garantir de forma consistente a existência de um plano de sucessão atualizado que pertença não apenas ao diretor executivo (CEO), mas também englobe todos os outros executivos considerado essenciais dentro da estrutura organizacional.

Além disso, é fundamental a presença de um comitê dedicado, encarregado das responsabilidades críticas de supervisionar o processo de seleção de membros do conselho, diretores e CEO, juntamente com a formulação e execução do plano de

sucessão específico para o CEO, incluindo a identificação e seleção de possíveis novos executivos-chefes (Oliva; Albuquerque, 2007).

Um plano de sucessão bem estruturado identifica e desenvolve talentos para assumir a posição de CEO, garantindo uma transição suave quando o líder atual deixa o cargo por aposentadoria ou outras razões. Oliva e Albuquerque (2007) enfatizam que esse alinhamento é uma prática essencial de governança corporativa, onde o sistema de remuneração deve estar diretamente ligado às metas estratégicas de longo prazo da empresa e à preparação de sucessores competentes. Eles destacam que o conselho de administração deve ser responsável por gerenciar esse processo, assegurando a implementação de práticas eficazes de remuneração e sucessão. Berns e Klarner (2017) acrescentam que a remuneração do CEO desempenha um papel central no processo de sucessão, influenciando tanto a retenção de talentos quanto a atratividade da posição. Eles sugerem que um sistema de remuneração atrelado ao desempenho de longo prazo, com incentivos claros para o desenvolvimento de um sucessor, pode facilitar uma sucessão bem-sucedida. Larcker *et al.* (2014) também abordam a importância de vincular a remuneração dos executivos ao desempenho estratégico, o que ajuda a garantir a continuidade da liderança e o crescimento sustentável da empresa. A presença de um plano de sucessão claro e bem alinhado ao sistema de remuneração pode, segundo os autores, mitigar riscos associados à transição e promover uma cultura organizacional focada no desenvolvimento de talentos.

Os autores Choi, Levine, Park e Xu (2024) oferecem uma análise detalhada sobre os impactos das mudanças regulatórias ambientais na remuneração executiva da alta administração, ressaltando, entre outros aspectos, a importância da existência de planos de sucessão para CEOs, associados a metas de longo prazo, como elemento da governança corporativa. Os autores argumentam que a implementação de planos estruturados de sucessão não apenas mitiga os riscos inerentes à dependência excessiva de líderes individuais, mas também fortalece a continuidade estratégica e a resiliência organizacional diante de choques adversos, como mudanças regulatórias inesperadas. Segundo o estudo, a preparação antecipada de sucessores e o alinhamento da remuneração da alta administração a objetivos de longo prazo atuam como mecanismos que incentivam a sustentabilidade e a adaptação organizacional. Os autores destacam que empresas que incorporam metas

de longo prazo nos pacotes remuneratórios tendem a promover uma cultura de desenvolvimento contínuo de competências internas e de gestão estratégica orientada para a criação de valor duradouro. Além disso, a integração entre o plano de sucessão do CEO e os indicadores de desempenho de longo prazo é vista como prática que reduz a incerteza dos investidores e assegura uma transição ordenada, evitando rupturas que possam comprometer a estabilidade financeira e operacional.

Choi *et al.* (2024) enfatizam que, para que o plano de sucessão seja eficaz, ele deve estar formalmente documentado e comunicado aos *stakeholders* relevantes, garantindo transparência e comprometimento institucional. As metas de longo prazo associadas à remuneração da alta administração são elaboradas com base em métricas específicas, que podem incluir desempenho financeiro sustentável, *compliance* regulatório e indicadores de responsabilidade socioambiental, refletindo uma visão integrada de governança corporativa. Dessa forma, o estudo sustenta que a articulação entre sucessão planejada e incentivos de longo prazo representa uma prática internacionalmente reconhecida, alinhada às melhores práticas de governança e à promoção da sustentabilidade organizacional.

Chulkov e Barron (2023) apresentam uma pesquisa, no qual analisam uma amostra de 3 180 empresas dos Estados Unidos de 2002 a 2019 para examinar como a sensibilidade da remuneração ao desempenho muda quando há expectativa de substituição do CEO, evidenciando que, diante do aumento na probabilidade de turnover antecipado, as empresas tendem a intensificar o vínculo entre o bônus e o desempenho atual da firma, o que pode ser interpretado como uma medida para manter a motivação do CEO durante o período de transição e assegurar que seus esforços de curto prazo estejam alinhados com os interesses da companhia. Esse redirecionamento do foco para incentivos de curto prazo não desconsidera o papel da remuneração em ações, que tradicionalmente dominam o pacote de compensação ao longo da carreira do executivo, mas destaca a relevância do bônus como mecanismo de incentivo que pode ser adaptado mais rapidamente às circunstâncias particulares da sucessão. Além disso, a distinção feita no artigo de Chulkov e Barron (2023) entre turnover planejado (como o caso da aposentadoria ou sucessão programada) e turnover inesperado revela um aspecto fundamental da governança relacionado à preparação e ao desenvolvimento de sucessores para cargos estratégicos. Quando a saída do CEO é antecipada, o conselho pode estruturar adequadamente os contratos

de remuneração, vinculando firmemente o desempenho atual da organização à compensação, fortalecendo o alinhamento entre a remuneração, a estratégia de longo prazo e a continuidade gerencial,. Dessa forma, o plano de sucessão deixa de ser um evento pontual e passa a ser uma estratégia institucionalizada, que envolve tanto a gestão de incentivos financeiros quanto o desenvolvimento organizacional, reforçando a responsabilidade do conselho na manutenção do equilíbrio entre a estabilidade e a renovação da liderança.

Portanto, no estudo de Chulkov e Barron (2023), os autores corroboram a visão de que o alinhamento entre sistema de remuneração e o plano de sucessão é, de fato, um fator relevante de governança corporativa. As práticas de remuneração adaptáveis à iminência da saída do CEO refletem não apenas uma resposta estratégica à limitação dos incentivos futuros, mas também uma ferramenta para assegurar que os interesses de curto prazo do executivo não estejam dissociados das metas de sustentabilidade e crescimento sustentável da empresa. Com isso, o processo de sucessão transcende seu caráter formal para se consolidar como um pilar essencial para a continuidade, eficácia e sucesso da liderança corporativa.

O estudo de Mobbs (2013) reforça a importância de diretores internos no processo de sucessão do CEO, indicando que executivos internos com potencial de sucessão podem fortalecer a supervisão do conselho e garantir que a remuneração esteja alinhada com o desempenho organizacional. Bilgili *et al.* (2020) complementam, destacando que a remuneração competitiva é um fator-chave para atrair e reter sucessores qualificados, especialmente em contextos de aposentadoria do CEO. Eles sugerem que CEOs com foco regulatório podem adotar pacotes de remuneração mais robustos para garantir uma sucessão eficaz.

Lee, Yoon e Boivie (2020), por outro lado, apontam que CEOs fundadores com alta identificação organizacional podem ser menos propensos a desenvolverem planos formais de sucessão, o que pode impactar negativamente a transição de liderança.

Conclui-se que o alinhamento entre o sistema de remuneração e o plano de sucessão do CEO é essencial para garantir a estabilidade e o sucesso de longo prazo da organização (Larcker *et al.*, 2014). Incentivos adequados, combinados com uma preparação rigorosa de sucessores, ajudam a mitigar os riscos de transição e asseguram que a liderança futura esteja bem equipada para continuar as estratégias

organizacionais. O desenvolvimento de um plano de sucessão supervisionado pelo conselho de administração, é um dos pilares centrais para uma governança corporativa eficaz.

Variável F7: Estrutura Conselheiros Independentes

A presença de conselheiros independentes no conselho de administração tem sido apontada como um fator essencial para o monitoramento eficaz da alta administração e a definição de remuneração da alta administração. Core *et al.* (1999) argumentam que conselhos mais independentes garantem decisões objetivas e imparciais, afastando o risco de influências internas que poderiam favorecer políticas de remuneração não alinhadas com o desempenho organizacional. Ao trazer uma perspectiva externa, os conselheiros independentes atuam como um contrapeso ao poder gerencial, promovendo um alinhamento entre a remuneração dos executivos e os interesses dos acionistas.

Por outro lado, Ozdemir e Upneja (2012) afirmam que a maior presença de conselheiros independentes pode reduzir o poder discricionário do CEO na negociação de seus pacotes de remuneração, o que contribui para uma moderação nos níveis de compensação. Este equilíbrio é importante em contextos onde a dualidade de cargos, ou seja, o acúmulo das funções de CEO e presidente do conselho, pode conferir a um excesso de poder nas mãos do gestor, conforme apontado por Conyon e Peck (1998). A dualidade pode enfraquecer o monitoramento e criar conflitos de interesse, justificando ainda mais a importância de conselheiros independentes na definição de políticas de remuneração justa. A pesquisa de Ermel e Do Monte (2018) reforça essa dinâmica, indicando que, em empresas familiares ou com alta concentração acionária, a independência do conselho pode ser ainda mais crítica para garantir que os interesses dos acionistas minoritários sejam protegidos. A atuação de conselheiros externos minimiza o risco de alinhamento exclusivo com os controladores, promovendo maior transparência nas decisões de remuneração.

Marquezan *et al.* (2023) corroboram essas conclusões ao destacarem que conselhos com maior número de conselheiros independentes tendem a reduzir o desalinhamento entre a remuneração dos CEOs e o desempenho corporativo. Eles identificam uma relação direta entre a imparcialidade dos conselheiros e a adequação dos pacotes de compensação, mitigando práticas que poderiam beneficiar

desproporcionalmente os executivos. Da mesma forma, Hassen *et al.* (2015) mostram que a concentração de poder em um CEO sem supervisão efetiva pode levar a pacotes de remuneração desproporcionais, sugerindo que conselhos independentes desempenham um papel fundamental na contenção desses excessos. Brandão *et al.* (2019) ressaltam que a composição do conselho, particularmente a inclusão de membros independentes, é um mecanismo de governança eficaz na promoção de práticas de remuneração alinhadas ao desempenho. Eles argumentam que a imparcialidade dos conselheiros externos fortalece a governança corporativa, assegurando que os interesses dos acionistas estejam adequadamente representados na definição da política de remuneração dos executivos.

Mehran (1995) reforça essa análise ao sugerir que conselhos com maior independência tendem a promover estruturas de remuneração mais focadas em resultados de longo prazo, como a adoção de incentivos baseados em ações e bônus condicionados ao desempenho financeiro da empresa. Essas práticas de remuneração alinham os interesses dos executivos com os dos acionistas, incentivando uma gestão que priorize o crescimento sustentável da empresa.

Oliva e Albuquerque (2007) também destacam que a presença de conselheiros independentes pode atenuar conflitos de agência, ao garantir que as decisões relativas à remuneração da alta administração sejam baseadas em métricas de desempenho objetivas e transparentes.

Freitas *et al.* (2020) complementam esse argumento, indicando que a independência do conselho também influencia a sensibilidade da remuneração dos executivos à concentração acionária. Em empresas com maior dispersão de propriedade, a independência dos conselheiros se torna ainda mais importante para garantir que os pacotes de remuneração reflitam de forma adequada o desempenho organizacional e evitem a diluição dos interesses dos acionistas. Theiss e Beuren (2017) reforçam que o monitoramento eficaz proporcionado por conselheiros independentes contribui para uma governança corporativa robusta, assegurando uma correlação mais próxima entre a remuneração dos CEOs e os resultados corporativos.

O documento elaborado pelo G20/OECD (2023) enfatiza a importância estratégica da presença de conselheiros independentes nos conselhos de administração como mecanismo essencial de supervisão, mitigação de conflitos de interesse e fortalecimento da integridade das decisões corporativas. O documento

destaca que a composição do conselho deve assegurar uma combinação equilibrada entre membros executivos e não executivos, sendo recomendável que uma parcela significativa destes últimos atenda a critérios objetivos de independência. Tais critérios devem ser claramente definidos, divulgados publicamente e periodicamente revisados, garantindo transparência e confiança dos *stakeholders*. A atuação de conselheiros independentes é considerada especialmente relevante em comitês-chave, como os de auditoria, remuneração e nomeação, onde sua autonomia é crucial para fiscalizar práticas financeiras, avaliar políticas de incentivos e assegurar processos de sucessão robustos e imparciais. Além disso, o documento orienta que os conselhos desenvolvam mecanismos formais de avaliação periódica de desempenho e promovam diversidade de competências e experiências. A independência, nesse contexto, não é tratada como um fim em si mesma, mas como um atributo necessário para garantir julgamentos objetivos, especialmente em decisões sensíveis envolvendo interesses divergentes entre executivos e acionistas. Ao assegurar essa estrutura, os princípios da OCDE buscam promover uma governança mais responsável, eficaz e alinhada com o interesse de longo prazo da empresa e de seus investidores (G20/OECD, 2023).

O conselho de administração, especialmente com a presença de conselheiros independentes, fortalece a governança corporativa ao promover liderança compartilhada, diversidade de perspectivas e debates robustos. Essa dinâmica aumenta a qualidade das decisões, garante maior transparência e reduz riscos relacionados a modelos hierárquicos autocráticos. A participação ativa e colaborativa de conselheiros independentes contribui para monitoramento eficaz, alinhamento estratégico e resposta mais ágil às crises, elevando a confiança dos *stakeholders* nas organizações brasileiras listadas nos segmentos diferenciados da B3 (Amaral *et al.*, 2024)

Portanto, a estrutura do conselho de administração desempenha um papel relevante e central no desenho de políticas de remuneração para a alta administração. Conselhos com maior independência são eficazes na contenção de excessos, garantindo que as práticas de remuneração estejam alinhadas aos interesses dos acionistas e ao desempenho de longo prazo da organização. Isso, por sua vez, reforça a confiança dos investidores e fortalece a governança corporativa.

Variável F8: Controle da relação do Seguro D&O e a Governança Corporativa

O seguro D&O (*Directors and Officers Liability Insurance*) é uma prática adotada por muitas empresas para proteger diretores e executivos contra ações judiciais que possam surgir de suas decisões no exercício de suas funções. A relação entre o seguro de responsabilidade civil de diretores e executivos (D&O) e a governança corporativa é uma questão central para a gestão de riscos e a proteção dos interesses dos *stakeholders*.

Asaoka (2021) argumenta que o seguro D&O oferece uma camada essencial de proteção financeira contra litígios, permitindo que os executivos assumam riscos calculados sem o medo de consequências pessoais excessivas. No entanto, essa proteção também pode criar um dilema ético, já que pode reduzir a responsabilidade individual, levando a decisões menos cautelosas. A presença desse seguro pode, portanto, influenciar diretamente o comportamento dos executivos, potencialmente afetando a prestação de contas e a transparência nas organizações.

Larcker e Tayan (2020) explicam que o seguro D&O oferece proteção financeira aos diretores e executivos de uma empresa contra possíveis litígios decorrentes de suas decisões enquanto estão no exercício de suas funções. Essa proteção abrange alegações de má gestão, violações fiduciárias e outras responsabilidades legais que podem surgir, reduzindo os riscos pessoais dos executivos ao tomarem decisões estratégicas. Os autores apontam que, embora o seguro D&O possa ser visto como uma medida de proteção, ele também levanta preocupações em termos de governança. A existência dessa cobertura pode criar incentivos inadequados, levando os executivos a assumirem comportamentos arriscados, pois eles se sentem protegidos contra as consequências financeiras. Por isso, Larcker e Tayan (2020) destacam a importância de equilibrar o uso do seguro D&O com mecanismos de controle internos para evitar abusos.

Chen *et al.* (2017) destacam que o seguro D&O desempenha um papel importante ao complementar os esquemas de incentivo dos CEOs, especialmente no contexto de investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D). Em setores de alta tecnologia, como o eletrônico, o seguro D&O intensifica a relação entre a remuneração dos executivos e os investimentos de longo prazo, incentivando comportamentos de inovação. No entanto, Verstein (2022) alerta que, em alguns casos, a dependência

excessiva desse seguro pode levar a uma abordagem passiva das seguradoras, resultando em uma cultura corporativa avessa ao risco, o que pode prejudicar a inovação e a criação de valor. Além disso, o seguro D&O pode aumentar o volume de litígios sem mérito, gerando custos desnecessários para a empresa e suas seguradoras, o que impacta negativamente a governança.

Oliva e Albuquerque (2007) ressaltam que o seguro D&O também está relacionado à estratégia de remuneração e à retenção de talentos, sendo frequentemente incorporado ao pacote de benefícios dos executivos. Eles argumentam que a contratação desse seguro não apenas protege os líderes da empresa de possíveis litígios, mas também promove a atração de talentos qualificados, uma vez que oferece uma segurança adicional para os diretores e executivos. Essa relação entre seguro D&O e a remuneração da alta administração demonstra como a governança corporativa e a gestão de riscos estão interligadas, influenciando tanto as decisões estratégicas quanto a estrutura de incentivos nas organizações.

O seguro de responsabilidade civil para diretores e administradores (D&O) tem ganhado destaque crescente como instrumento fundamental na arquitetura da governança corporativa contemporânea. Conforme Chang (2024), a adoção do D&O fortalece as estruturas institucionais de proteção aos executivos, proporcionando maior segurança jurídica frente a eventuais litígios e riscos reputacionais inerentes ao exercício da alta administração. Esse mecanismo se mostra particularmente relevante em ambientes regulatórios complexos ou em setores sujeitos a elevado escrutínio público. No entanto, o autor ressalta o caráter dual desse instrumento: ao mesmo tempo em que o seguro D&O atrai profissionais qualificados ao mitigar riscos pessoais, sua gestão inadequada pode criar incentivos perversos, como o relaxamento no cumprimento de normas internas e o aumento da propensão a práticas oportunistas. Em determinadas circunstâncias, a existência de coberturas excessivamente abrangentes pode enfraquecer o monitoramento dos gestores e mascarar deficiências nos sistemas de controle e responsabilização. Dessa forma, Chang (2024) defende que a efetividade do D&O depende de mecanismos complementares de governança, transparência na contratação, critérios rigorosos de exclusão de cobertura e alinhamento com políticas de responsabilidade corporativa, para evitar a transformação do instrumento em escudo para condutas inadequadas.

Variável F9: Concentração Acionária

A concentração acionária, definida pela distribuição das ações entre os acionistas de uma empresa (Marquezan *et al.*, 2023), exerce um papel essencial na governança corporativa, afetando diretamente as decisões estratégicas e a remuneração da alta administração. Em ambientes com alta concentração, os acionistas controladores detêm um poder significativo sobre as decisões da empresa, o que pode levar a um desalinhamento entre os interesses de controladores e de acionistas minoritários (Brealey; Myers; Allen, 2023). Hassen *et al.* (2015) sugerem que, em empresas com concentração de propriedade, a governança corporativa tende a ser mais rigorosa, com maior controle sobre a remuneração dos executivos.

No entanto, a concentração também pode levar à priorização dos interesses dos acionistas majoritários, em detrimento de um alinhamento com o desempenho geral da empresa. Entretanto, uma concentração acionária muito baixa também pode ser problemática, conforme apontado por Freitas *et al.* (2020), pois pode levar a uma dispersão excessiva do controle entre os acionistas, o que enfraquece a supervisão sobre os diretores e o CEO, permitindo que a administração tenha mais liberdade para tomar decisões relacionadas à remuneração sem o devido controle acionário.

Brealey, Myers e Allen (2023) abordam que, em empresas com forte concentração acionária, há uma tendência de monitoramento mais próximo dos gestores, o que pode resultar em menores pacotes de remuneração da alta administração, uma vez que o controle exercido pelos acionistas majoritários substitui a necessidade de altos incentivos financeiros. Os autores sustentam que uma alta concentração acionária (superior a 50%) pode ser problemática para a governança, pois facilita a dominação das decisões por um pequeno grupo de acionistas. Por outro lado, eles também alertam que concentrações abaixo de 20% podem ser igualmente prejudiciais, uma vez que a falta de um acionista controlador pode permitir que a administração aja com menos supervisão.

Por outro lado, Ermel e Do Monte (2018) mostram que esse controle mais rígido pode também exacerbar os conflitos de agência, principalmente quando os controladores utilizam seu poder para definir políticas de remuneração que favoreçam seus interesses, gerando um desalinhamento entre remuneração e desempenho. Isso é especialmente comum em empresas familiares, onde membros da família ocupam

posições de liderança e controlam as decisões sobre a remuneração da alta administração. Em suas pesquisas, Ermel e Do Monte (2018) identificam que uma concentração em torno de 40% a 50% é aceitável para equilibrar o poder entre os acionistas e a administração, sendo que esse nível ainda proporciona um controle significativo sem sufocar a governança corporativa

Freitas *et al.* (2020) sugerem que a concentração acionária pode atuar como um mecanismo substitutivo dos incentivos financeiros, pois os acionistas controladores podem alinhar diretamente os interesses dos executivos com os objetivos da empresa, sem a necessidade de grandes pacotes de remuneração. Os autores destacam que uma concentração excessivamente dispersa pode ser prejudicial, uma vez que dificulta o alinhamento entre acionistas e gestores. Eles argumentam que uma concentração acionária entre 30% e 50% é ideal para que os principais acionistas possam exercer controle efetivo sobre a gestão, evitando tanto a centralização excessiva quanto a dispersão que leva à falta de controle. Hartzell e Starks (2003) complementam essa análise ao demonstrarem que, em empresas com participação significativa de investidores institucionais, a sensibilidade da remuneração ao desempenho aumenta, uma vez que esses investidores exercem pressão direta para garantirem que os executivos sejam devidamente recompensados pelos resultados financeiros obtidos.

Marquezan *et al.* (2023) acrescentam que, embora a concentração acionária possa melhorar a governança em algumas situações, ela também pode criar um ambiente em que as decisões de remuneração favoreçam apenas os interesses dos controladores. Isso pode promover uma cultura de curto prazo, em que os CEOs busquem maximizar resultados imediatos para garantir sua remuneração, em vez de se focarem em estratégias de longo prazo que beneficiariam seus acionistas.

Oliva e Albuquerque (2007) também apontam que a concentração de poder nas mãos de controladores pode resultar em um menor controle sobre a remuneração da alta administração, promovendo interesses pessoais ou familiares acima das práticas recomendadas de governança corporativa.

Theiss e Beuren (2017) destacam que a governança corporativa em empresas com alta concentração acionária deve incluir mecanismos adicionais de controle para garantir que a remuneração esteja alinhada com o desempenho. Brandão *et al.* (2019) reforçam essa necessidade, sublinhando que um sistema de governança robusto é

essencial para mitigar os conflitos entre controladores e minoritários, assegurando que os interesses de todos sejam representados de forma equitativa.

Larcker e Tayan (2020) argumentam que uma concentração acionária entre 20% e 40% oferece um nível adequado de controle sem comprometer a governança. Para esses autores, um nível de concentração abaixo de 20% tendem a enfraquecer o controle acionário, permitindo que a administração tenha mais liberdade para agir, o que pode resultar em uma governança ineficiente.

Rissatti *et al.* (2022) examinam a alta concentração acionária no Brasil e suas repercussões na governança corporativa, ressaltando que essa concentração pode resultar em conflitos de interesse, onde acionistas controladores priorizam seus próprios interesses em detrimento dos acionistas minoritários. Os autores argumentam que, embora a literatura sugira que uma estrutura acionária ideal deve ter menos de 50% de controle por um único acionista para promover uma governança mais equitativa, muitas empresas brasileiras apresentam concentrações superiores a esse percentual. A pesquisa foi realizada com dados de assembleias gerais ordinárias e extraordinárias de 312 empresas listadas na B3, coletados em 2019, evidenciando a necessidade de práticas de governança que mitiguem os riscos associados à concentração acionária e promovam maior transparência e responsabilidade.

Apêndice B - Termo de Consentimento Livre e Esclarecido - TCLE

TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO - TCLE

Prezado(a) participante,

Você está sendo convidado(a) a participar da pesquisa de Tese Doutorado intitulada "***Proposta de um Índice de Qualidade da Estrutura da Remuneração da Alta Administração alinhado às melhores práticas de Governança Corporativa***". Este estudo é conduzido pelo pesquisador Edilson Gonçalves Teixeira, doutorando em Administração pela Universidade Municipal de São Caetano do Sul (USCS), sob a orientação do Prof. Dr. Eduardo de Camargo Oliva. O objetivo deste projeto é desenvolver um índice que permita avaliar a qualidade da remuneração da alta administração (QR_AA), considerando sua aderência aos princípios de governança corporativa e seu alinhamento com os interesses de investidores. A pesquisa busca contribuir para um entendimento das práticas de remuneração da alta administração e suas implicações no contexto da governança corporativa, promovendo maior transparência e responsabilidade organizacional.

Participação e confidencialidade

Você será convidado(a) a responder a um questionário composto por perguntas semiestruturadas, com duração estimada de 30 minutos. O questionário abordará questões relacionadas à percepção sobre práticas de governança corporativa, remuneração da alta administração e critérios utilizados para avaliar sua qualidade. Sua participação é voluntária e somente ocorrerá após sua leitura e anuência a este Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (TCLE). O pesquisador compromete-se a garantir o sigilo e a confidencialidade de suas respostas. Sua identidade será preservada, e os dados coletados serão utilizados exclusivamente para fins científicos e acadêmicos.

Benefícios e resultados esperados

Embora não haja benefícios diretos para você, sua participação contribuirá para o avanço do conhecimento na área de governança corporativa e remuneração da alta administração. Os resultados deste estudo poderão orientar melhorias futuras nas práticas organizacionais e promover alinhamento com os interesses dos investidores. Os resultados também poderão ser apresentados em congressos e publicados em periódicos acadêmicos.

Direitos do participante

Você tem o direito de desistir de sua participação a qualquer momento, sem qualquer prejuízo. Além disso, poderá solicitar o acesso aos resultados da pesquisa pelo e-mail edilson.teixeira@uscsonline.com.br. Em caso de dúvidas ou necessidade de informações adicionais, você pode entrar em contato com o pesquisador pelo telefone (11) 99626-2718 ou e-mail edilson.teixeira@uscsonline.com.br. O orientador da pesquisa, Prof. Dr. Eduardo de Camargo Oliva, também poderá ser contatado pelo e-mail eduardo.oliva@online.uscs.edu.br ou telefone (11) 4227-7832.

Aceitação

Ao aceitar participar deste estudo, você declara que leu e compreendeu as informações descritas neste documento e consente, de forma livre e esclarecida, em contribuir com esta pesquisa. Você também autoriza que os dados coletados sejam utilizados para fins científicos ou acadêmicos, conforme descrito acima.

Agradecemos imensamente sua contribuição para esta pesquisa.

Edilson Gonçalves Teixeira

Doutorando Administração - Universidade Municipal de São Caetano do Sul

Apêndice C - Instrumento de Pesquisa aplicado Investidores

Captura pesos e validação das variáveis do QR_AA

Sua participação neste estudo é essencial para validarmos as variáveis e fórmulas que compõem o Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (QR_AA). Este índice será uma ferramenta para avaliar e aprimorar as práticas de remuneração da alta administração e governança corporativa no contexto brasileiro. Durante esta etapa, pedimos sua avaliação sobre as variáveis propostas, os pesos atribuídos a cada uma e suas respectivas fórmulas.

Gostaríamos de saber: (1) se as variáveis cobrem aspectos da governança corporativa e da remuneração da alta administração; (2) se os pesos refletem a importância relativa percebida por profissionais do mercado financeiro; e (3) quaisquer sugestões para ajustar ou incorporar novas variáveis.

Agradecemos imensamente sua contribuição para este projeto que busca fortalecer a transparência e a confiança no mercado de capitais."

Metodologia: O questionário utiliza uma escala tipo Likert de 5 pontos para medir a relevância percebida de cada variável. As respostas serão analisadas para calcular a média ponderada das percepções e estabelecer os pesos relativos para as variáveis.

Para cada variável (F1 a F9), responder com base na seguinte escala:

() 1 Nada relevante () 2 Pouco relevante () 3 Moderadamente relevante
() 4 Relevante () 5 Muito relevante

Nada Relevante	1	2	3	4	5	Muito Relevante

Identificação

Nome:	
E-mail:	
Atividade / Profissão	
Empresa	
Tempo de experiência nas atividades de Investimentos e Mercado de Capitais (em anos)	

Seção 1: Questões - Avaliação da Relevância das Variáveis:

1. Proporção entre remuneração variável e total (F1):

A proporção entre remuneração variável e remuneração total deveria ser cuidadosamente balanceada para evitar incentivos excessivos ao risco ou a falta de motivação, assegurando boas práticas de governança corporativa

Fórmula F1 = **(Remuneração Variável Executivos / Remuneração Total Executivos)**, considerando que: quanto maior o valor variável, maior o grau de incentivo ou penalidade.

- Intensidade 1: Ideal entre 40 a 60%;
- Valores diferentes do ideal será calculado o resultado do % de remuneração variável pela média informado pelo investidor

Pergunta: essa variável proposta para medir o relação entre remuneração variável e a total está adequada?

Nada Relevante	1	2	3	4	5	Muito Relevante

Se você escolheu na escala as opções 1 ou 2, pedimos a gentileza em indicar qual seria o *benchmarking* adequado para essa variável:

Resposta: _____

2. Alinhamento entre remuneração e retorno aos acionistas (F2):

A remuneração da alta administração deveria estar diretamente vinculada ao retorno gerado para os acionistas, garantindo que os interesses dos executivos estejam alinhados aos resultados financeiros da empresa

Fórmula F2: **(Remuneração total / ROE x Patrimônio Líquido)** considerando que, quanto menor o resultado, melhor será alinhamento

- a) Intensidade 1 = < 5%
- b) Intensidade 0,5 = entre 5% e 10%
- c) Intensidade 0,25 = > 10%
- d) Intensidade 0 = <0%

Pergunta: essa variável proposta para medir o alinhamento entre a remuneração da alta administração e o ROE avalia corretamente a relação entre desempenho financeiro e incentivos executivos?

Nada Relevante	1	2	3	4	5	Muito Relevante

Se você escolheu na escala as opções 1 ou 2, pedimos a gentileza em indicar qual seria o *benchmarking* adequado para essa variável:

Resposta: _____

3. Aderência às metas de sustentabilidade (F3):

As metas de sustentabilidade deveriam ser integradas às políticas de remuneração da alta administração para incentivar práticas empresariais responsáveis e alinhadas aos critérios ESG bem como sua divulgação nos relatórios da administração.

Formula F3: Divulgação Metas de Sustentabilidade quanto o alinhamento remuneração variável da alta administração com ESG/sustentabilidade.

- a) Intensidade 1 (ambos divulgados)
- b) Intensidade 0,5 (apenas um deles divulgado)
- c) Intensidade 0 (nenhum divulgado)

Pergunta: essa variável proposta para vinculação entre metas de sustentabilidade e a remuneração da alta administração é adequada para incentivar práticas empresariais alinhadas aos critérios ESG está adequada?

Nada Relevante	1	2	3	4	5	Muito Relevante

Se você escolheu na escala as opções 1 ou 2, pedimos a gentileza de indicar qual seria o *benchmarking* adequado para essa variável:

Resposta: _____

4. F4: Institucionalização do comitê de remuneração e/ou pessoas

A Institucionalização do comitê de remuneração e/ou de pessoas deveria ser considerada essencial para assegurar a transparência e alinhar os incentivos da alta administração com os objetivos estratégicos da empresa.

Formula F4: *Dummy*: 1 se o Comitê existir, 0 se não existir

- a) Intensidade 1 = Existe o comitê
- b) Intensidade 0 = Não existe o comitê

Pergunta: essa variável para a existência formal de um comitê de remuneração/pessoas é essencial para assegurar decisões transparentes e imparciais sobre a remuneração da alta administração está adequada?

Nada Relevante	1	2	3	4	5	Muito Relevante

Se você escolheu na escala as opções 1 ou 2, pedimos a gentileza de indicar qual seria o *benchmarking* adequado para essa variável:

Resposta: _____

5. F5: Controle de regalias e privilégios

O controle sobre regalias e privilégios concedidos à alta administração deveria ser considerado essencial para assegurar o uso eficiente dos recursos da empresa e a confiança dos investidores.

Formula F5= (DGV&A / Receita de Vendas) considerando que, quanto menor o indicador, melhor será o controle de gastos discricionários

- a) Intensidade 1 se DGV&A < 15%
- b) Intensidade 0,75 se DGV&A estiver entre 15% e 20%
- c) Intensidade 0,50 se DGV&A estiver entre 20% e 25%
- d) Intensidade 0,25 se DGV&A > 25%

Pergunta: essa variável para medir o controle de regalias e privilégios reflete adequadamente o uso eficiente de recursos corporativos?

Nada Relevante	1	2	3	4	5	Muito Relevante

Se você escolheu na escala as opções 1 ou 2, pedimos a gentileza de indicar qual seria o *benchmarking* adequado para essa variável:

Resposta: _____

6. F6: Alinhamento com plano de sucessão do CEO

A existência de um plano de sucessão claramente definido e alinhado à remuneração da alta administração e à divulgação dos planos de longo prazo nos relatórios da administração deveria ser uma prioridade para reforçar a confiança dos investidores e reduzir os riscos de transição de liderança.

Formula F6: Divulgação e Identificação Plano Sucessão CEO no Relatório de RI e Indicadores de Metas de Longo Prazo no RI

- a) Intensidade 1 (ambos divulgados)
- b) Intensidade 0,5 (apenas 1 um deles divulgado)
- c) Intensidade 0 (nenhum divulgado)

Pergunta: essa variável identificando vinculação entre os incentivos de longo prazo e o plano de sucessão do CEO está adequada?

Nada Relevante	1	2	3	4	5	Muito Relevante

Se você escolheu na escala as opções 1 ou 2, pedimos a gentileza de indicar qual seria o *benchmarking* adequado para essa variável:

Resposta: _____

7. F7: Estrutura de conselheiros independentes

A composição do conselho de administração deveria incluir uma maioria de conselheiros independentes para assegurar decisões imparciais e alinhadas aos interesses dos acionistas.

Formula F7: Relação do Total Conselheiro Independente no Total Conselheiros. Ideal é que 50% dos conselheiros sejam independentes

- a) Intensidade 1 = 50% ou mais de conselheiros independentes
- b) Se for inferior 50%, multiplicação do resultado empresa com o peso informado pelo investidor

Pergunta: essa variável proposta avalia adequadamente a imparcialidade do conselho de administração no monitoramento da alta administração?

Nada Relevante	1	2	3	4	5	Muito Relevante

Se você escolheu na escala as opções 1 ou 2, pedimos a gentileza de indicar qual seria o *benchmarking* adequado para essa variável:

Resposta: _____

8. F8: Presença de seguro D&O

A presença de um seguro D&O deveria ser considerada essencial para proteger os gestores e a empresa contra riscos legais que possam comprometer a governança corporativa

Formula F8: Variável *Dummy*: 1 se o seguro D&O existir, 0 se não existir

- a) Intensidade 1 = Presença do seguro D&O
- b) Intensidade 0 = Não existe o seguro

Pergunta: essa variável está adequada para confirmar que a presença do seguro D&O é um mecanismo relevante para proteger a empresa e os executivos contra riscos legais?

Nada Relevante	1	2	3	4	5	Muito Relevante

Se você escolheu na escala as opções 1 ou 2, pedimos a gentileza de indicar qual seria o *benchmarking* adequado para essa variável:

Resposta: _____

9. F9: Concentração acionária

O nível de concentração acionária da empresa deveria ser equilibrado para evitar tanto o excesso de poder por grandes acionistas quanto a falta de controle dos acionistas sobre a administração.

Formula F9: Participação % maiores acionistas sobre Total Ações disponíveis, com as seguintes Intensidades:

- a) Intensidade 1: concentração entre 50% e 75%
- b) Intensidade 0,75: concentração entre 30% e 49,9% ou acima 75%
- c) Intensidade 0,50: concentração entre 20% e 29,9%
- d) Intensidade 0,25: concentração abaixo de 20%

Pergunta: Essa variável quantificando os intervalos de concentração acionária propondo o equilíbrio do controle acionário e a independência administrativa está adequada?

Nada Relevante	1	2	3	4	5	Muito Relevante

Se você escolheu na escala as opções 1 ou 2, pedimos a gentileza de indicar qual seria o *benchmarking* adequado para essa variável:

Resposta: _____

Seção 2: Distribuição de Pesos (Ponderação Direta)

Nesta etapa, solicitamos que você distribua **100 pontos** entre as variáveis abaixo, refletindo a relevância que cada uma possui na avaliação da qualidade da remuneração da alta administração.

Instrução:

A soma de todos os pesos deve totalizar 100 pontos. Distribua os pontos conforme sua percepção de importância relativa.

Variáveis composição do QR_AA	Total Pontos
F1: Proporção entre remuneração variável e total	
F2: Alinhamento entre remuneração e retorno aos acionistas	
F3: Aderência às metas de sustentabilidade	
F4: Institucionalização do comitê de remuneração	
F5: Controle de regalias e privilégios	
F6: Alinhamento com plano de sucessão do CEO	
F7: Estrutura de conselheiros independentes	
F8: Presença do seguro D&O	
F9: Concentração acionária	
Total geral dos Pesos – Relevância das variáveis	

Seção 3: Avaliação das variáveis do QR_AA:

Baseando-se nas variáveis apresentadas e nos pesos distribuídos, gentileza responder:

A composição das variáveis e seus pesos refletem adequadamente as boas práticas de governança corporativa?

Nada Relevante	1	2	3	4	5	Muito Relevante

Na sua opinião, as variáveis apresentadas aqui nessa pesquisa, é suficiente para avaliar a percepção dos investidores e do mercado com relação para o Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração?

Nada Relevante	1	2	3	4	5	Muito Relevante

Se não concorda, por favor, indique quais variáveis deveriam ser incluídas:

Resposta: _____

Finalização:

Agradecemos sua participação.

Sua participação é importante para o desenvolvimento de índice que promova práticas mais transparentes e alinhadas à governança corporativa no mercado de capitais brasileiro.

Apêndice D - Resultado QR_AA por Empresa - NDGC

A seguir, o Quadro 15 apresenta os resultados efetivos do Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (QR_AA), calculados a partir dos dados reais das companhias referentes ao exercício de 2024. Os resultados estão organizados por empresa, segmento de governança (NDGC) e setor econômico, proporcionando uma base concreta para comparações objetivas entre diferentes organizações e contextos de governança. Essa sistematização amplia a transparência dos achados e permite visualizar, de forma estruturada, a aplicação do QR_AA em múltiplos cenários do mercado brasileiro de capitais.

Quadro 15 - Resultado QR_AA por Empresa – ano base 2024

#	EMPRESAS	Ticket	NDGC	SETOR ECONÔMICO	QR_AA
1	Eletrobras S/A	ELET3	Nível 1	Energia Elétrica	0,956
2	Santos Brasil Participações S.A	STBP3	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,943
3	Energisa S/A	ENGI11	Nível 2	Energia Elétrica	0,941
4	Marfrig Global Foods S.A	MRFG3	Novo Mercado	Alimentos e Bebidas	0,938
5	BRF S/A	BRFS3	Novo Mercado	Alimentos e Bebidas	0,928
6	C&A Modas S.A	CEAB3	Novo Mercado	Comércio	0,926
7	SLC Agrícola S/A	SLCE3	Novo Mercado	Agro e Pesca	0,926
8	EcoRodovias Infraestrutura S.A	ECOR3	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,916
9	Marcopolo S/A	POMO4	Nível 2	Veículos e peças	0,912
10	JBS S/A	JBSS3	Novo Mercado	Alimentos e Bebidas	0,907
11	Oi S/A	OIBR3	Nível 1	Telecomunicações	0,902
12	Fras-Le S/A	FRAS3	Nível 1	Veículos e peças	0,901
13	Ultrapar Participações S.A	UGPA3	Novo Mercado	Petróleo e Gás	0,899
14	CPFL Energia S/A	CPFE3	Novo Mercado	Energia Elétrica	0,896
15	Copel S/A	CPLE6	Nível 2	Energia Elétrica	0,890
16	Itau Unibanco Holding S/A	ITUB3	Nível 1	Finanças e Seguros	0,890
17	Valid Soluções S.A	VLID3	Novo Mercado	Máquinas Industriais	0,885
18	Petroreconcavo S.A	RECV3	Novo Mercado	Petróleo e Gás	0,881
19	Embraer S/A	EMBR3	Novo Mercado	Veículos e peças	0,876
20	Itausa S/A	ITSA3	Nível 1	Finanças e Seguros	0,875
21	Equatorial Energia S.A.	EQTL3	Novo Mercado	Energia Elétrica	0,874
22	Vale S/A	VALE3	Novo Mercado	Mineração	0,869
23	CCR SA	CCRO3	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,868
24	Direcional Engenharia S/A	DIRR3	Novo Mercado	Construção	0,868
25	Light S/A	LIGT3	Novo Mercado	Energia Elétrica	0,868
26	Camil Alimentos S.A.	CAML3	Novo Mercado	Alimentos e Bebidas	0,862
27	Prio S.A - Petrorio	PRIO3	Novo Mercado	Petróleo e Gás	0,862
28	Vibra Energia S.A	VBBR3	Novo Mercado	Petróleo e Gás	0,857
29	Eneva S/A	ENEV3	Novo Mercado	Energia Elétrica	0,856
30	Kepler Weber S/A	KEPL3	Novo Mercado	Siderurgia & Metalurgia	0,856
31	Neoenergia S/A	NEOE3	Novo Mercado	Energia Elétrica	0,847
32	Tupy S/A	TUPY3	Novo Mercado	Veículos e peças	0,845
33	Ourofino Saúde Animal S.A	OFSA3	Novo Mercado	Química	0,844
34	CSN Mineração S.A	CMIN3	Nível 2	Mineração	0,842
35	Porto Seguro S/A	PSSA3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,839
36	Lojas Renner S/A	LREN3	Novo Mercado	Comércio	0,838
37	Iochp-Maxion S/A	MYPK3	Novo Mercado	Veículos e peças	0,836
38	Fleury S/A	FLRY3	Novo Mercado	Saúde	0,835

(continua)

#	EMPRESAS	Ticket	NDGC	SETOR ECONÔMICO	QR_AA
39	Gerdau S/A	GGBR4	Nível 1	Siderurgia & Metalurgia	0,834
40	Localiza Rent a Car S.A	RENT3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,825
41	Engie Brasil Energia S/A	EGIE3	Novo Mercado	Energia Elétrica	0,818
42	Iguatemi S.A	IGTI11	Nível 1	Finanças e Seguros	0,817
43	Sao Martinho S/A	SMT03	Novo Mercado	Alimentos e Bebidas	0,812
44	TIM S/A	TIMS3	Novo Mercado	Telecomunicações	0,809
45	Carrefour BR	CRFB3	Novo Mercado	Comércio	0,806
46	JHSF Participações S.A	JHSF3	Novo Mercado	Construção	0,806
47	Banco do Brasil S/A	BBAS3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,805
48	Tegma Gestão Logística S.A	TGMA3	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,802
49	Cyrela Brazil Realty S.A	CYRE3	Novo Mercado	Construção	0,800
50	B3 S/A Brasil Bolsa Balcão	B3SA3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,799
51	Cellesc-Elétricas Santa Catarina	CLSC4	Nível 2	Energia Elétrica	0,796
52	IRB Brasil Resseguros S.A.	IRBR3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,794
53	Wiz Co Participações S.A.	WIZC3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,790
54	Alupar Investimento SA	ALUP11	Nível 2	Energia Elétrica	0,789
55	Cia Brasileira Alumínio - CBA	CBAB3	Novo Mercado	Mineração	0,784
56	Randon S/A Participações	RAPT4	Nível 1	Veículos e peças	0,784
57	Petróleo Brasileiro - Petrobras	PETR3	Nível 2	Petróleo e Gás	0,783
58	Rede D'Or São Luiz S.A.	RDOR3	Novo Mercado	Saúde	0,783
59	Track & Field Co. S.A.	TFCO4	Nível 2	Comércio	0,780
60	Caixa Seguridade Participações	CXSE3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,775
61	Banco Pan S/A	BPAN4	Nível 1	Finanças e Seguros	0,773
62	Klabin S/A	KLBN3	Nível 2	Papel e Celulose	0,771
63	Syn Prop e Tech S.A	SYNE3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,770
64	Weg S/A	WEGE3	Novo Mercado	Máquinas Industriais	0,770
65	Americanas	AMER3	Novo Mercado	Comércio	0,768
66	Azul Linhas Aéreas S/A	AZUL4	Nível 2	Transporte Serviços	0,768
67	Taesá - Aliança Energia Elétrica	TAEE11	Nível 2	Energia Elétrica	0,768
68	Sendas Distrib.S/A (Assaí)	ASAI3	Novo Mercado	Comércio	0,767
69	Priner Serviços Industriais S.A	PRNR3	Novo Mercado	Construção	0,766
70	Moura Dubeux Engenharia S.A.	MDNE3	Novo Mercado	Construção	0,764
71	Suzano S.A.	SUZB3	Novo Mercado	Papel e Celulose	0,764
72	Gps Participações S/A	GGPS3	Novo Mercado	Serviços diversos	0,760
73	Hypera S/A	HYPE3	Novo Mercado	Comércio	0,758
74	Even Construtora Incorp. S/A	EVEN3	Novo Mercado	Construção	0,756
75	Magazine Luiza S.A	MGLU3	Novo Mercado	Comércio	0,756
76	Ferbasa S/A	FESA4	Nível 1	Siderurgia & Metalurgia	0,751
77	Log-In Logística Intermodal S.A	LOGN3	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,747
78	Banco Pine S.A	PINE3	Nível 2	Finanças e Seguros	0,746
79	Tres Tentos Agroindustrial	TTEN3	Novo Mercado	Agro e Pesca	0,745
80	Totvs S/A	TOTS3	Novo Mercado	Software e Dados	0,745
81	Lavvi Empr. Imobiliários S.A	LAVV3	Novo Mercado	Construção	0,744
82	Raizen S/A	RAIZ3	Nível 2	Agro e Pesca	0,744
83	Dexco S/A	DXCO3	Novo Mercado	Madeira e papel	0,739
84	Cosan S/A	CSAN3	Novo Mercado	Petróleo e Gás	0,738
85	Isa Cteep Energia S/A	ISAE3	Nível 1	Energia Elétrica	0,737
86	Odontoprev S/A	ODPV3	Novo Mercado	Saúde	0,736
87	Banco Bradesco S/A	BBDC4	Nível 1	Finanças e Seguros	0,728
88	Dimed S/A	PNVL3	Novo Mercado	Comércio	0,728
89	MRV Engenharia e Partic. S.A	MRVE3	Novo Mercado	Construção	0,727
90	Usiminas S/A	USIM3	Nível 1	Siderurgia & Metalurgia	0,727
91	Wilson Sons Holdings Brasil SA	PORT3	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,727
92	Mills Locação Serv Logística SA	MILS3	Novo Mercado	Máquinas Industriais	0,726
93	Vivara Participações S.A.	VIVA3	Novo Mercado	Comércio	0,722
94	Positivo Tecnologia S.A	POSI3	Novo Mercado	Eletroeletrônicos	0,719

(continua)

#	EMPRESAS	Ticket	NDGC	SETOR ECONÔMICO	QR_AA
95	Tecnisa S/A	TCSA3	Novo Mercado	Construção	0,719
96	Grupo Pão de Açúcar - CBD	PCAR3	Novo Mercado	Comércio	0,716
97	Dexxos Participações S.A	DEXP3	Nível 1	Química	0,714
98	Intelbras S/A	INTB3	Novo Mercado	Eletroeletrônicos	0,711
99	Irani Papel e Embalagem S.A	RANI3	Novo Mercado	Papel e Celulose	0,708
100	Allied Tecnologia SA	ALLD3	Novo Mercado	Comércio	0,707
101	ABC Brasil SA	ABCB4	Nível 2	Finanças e Seguros	0,705
102	Raia Drogasil S.A	RADL3	Novo Mercado	Comércio	0,704
103	Simpar S/A	SIMH3	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,699
104	Grupo SBF S/A	SBFG3	Novo Mercado	Comércio	0,696
105	Bemobi Mobile Tech SA	BMOB3	Novo Mercado	Software e Dados	0,695
106	Grupo Natura S/A	NTCO3	Novo Mercado	Comércio	0,693
107	Log Com Properties Partic. S.A.	LOGG3	Novo Mercado	Construção	0,690
108	M. Dias Branco S.A	MDIA3	Novo Mercado	Alimentos e Bebidas	0,690
109	Mahle Metal Leve S.A	LEVE3	Novo Mercado	Veículos e peças	0,690
110	Hapvida Participações S/A	HAPV3	Novo Mercado	Saúde	0,689
111	Braskem S/A	BRKM5	Nível 1	Química	0,688
112	Tenda S/A	TEND3	Novo Mercado	Construção	0,687
113	Gol Linhas Aéreas S/A	GOLL4	Nível 2	Transporte Serviços	0,680
114	Brava Participações S.A.	BRAV3	Novo Mercado	Petróleo e Gás	0,677
115	Banco BMG SA	BMGB4	Nível 1	Finanças e Seguros	0,676
116	Dasa Diagnósticos América S.A	DASA3	Novo Mercado	Saúde	0,675
117	Mitre Realty Empreendimentos	MTRE3	Novo Mercado	Construção	0,675
118	Cogna Educação S/A	COGN3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,674
119	Cruzeiro do Sul Educacional SA	CSED3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,673
120	BB Seguridade Participações	BBSE3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,672
121	Banco BTG Pactual S.A	BPAC11	Nível 2	Finanças e Seguros	0,671
122	Copasa – Cia Saneamento MG	CSMG3	Novo Mercado	Utilidade pública	0,669
123	LWSA S.A	LWSA3	Novo Mercado	Software e Dados	0,669
124	Eztec Empreendimentos S/A	EZTC3	Novo Mercado	Construção	0,666
125	Boa Safra Sementes SA	SOJA3	Novo Mercado	Agro e Pesca	0,661
126	Yduqs Participações S.A	YDUQ3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,660
127	Minerva S/A	BEEF3	Novo Mercado	Alimentos e Bebidas	0,659
128	Profarma S/A	PFRM3	Novo Mercado	Comércio	0,657
129	Alpargatas SA	ALPA4	Nível 1	Têxtil	0,656
130	Banco Mercantil S/A	BMEB3	Nível 1	Finanças e Seguros	0,650
131	Eletromidia S/A	ELMD3	Novo Mercado	Telecomunicações	0,650
132	Automob Participações S/A	AMOB3	Novo Mercado	Comércio	0,648
133	Hidrovias do Brasil S.A	HBSA3	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,647
134	Pague Menos S/A	PGMN3	Novo Mercado	Comércio	0,647
135	Auren Energia S/A	AURE3	Novo Mercado	Energia Elétrica	0,645
136	Movida Participações S.A	MOVI3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,644
137	Helbor Empreendimentos S.A.	HBOR3	Novo Mercado	Construção	0,643
138	Blau Farmacêutica SA	BLAU3	Novo Mercado	Química	0,641
139	Serena S/A	SRNA3	Novo Mercado	Energia Elétrica	0,641
140	Cemig- Cia Energética MG	CMIG4	Nível 1	Energia Elétrica	0,640
141	Veste S.A. Estilo	VSTE3	Novo Mercado	Têxtil	0,640
142	Vamos S/A	VAMO3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,637
143	Jalles Machado S.A	JALL3	Novo Mercado	Alimentos e Bebidas	0,635
144	Orizon Valorização Resíduo SA	ORVR3	Novo Mercado	Utilidade pública	0,634
145	CSU Digital S/A	CSUD3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,633
146	Multiplan Empr. Imobiliários S.A	MULT3	Nível 2	Finanças e Seguros	0,633
147	Viveo S/A	VVEO3	Novo Mercado	Comércio	0,633
148	Sabesp	SBSP3	Novo Mercado	Utilidade pública	0,630
149	Vulcabras S/A	VULC3	Novo Mercado	Têxtil	0,629
150	Arcam Locação,	ARML3	Novo Mercado	Máquinas Industriais	0,627

(continua)

#	EMPRESAS	Ticket	NDGC	SETOR ECONÔMICO	QR_AA
151	Guararapes Confeções S.A	GUAR3	Novo Mercado	Têxtil	0,627
152	Rumo S.A.	RAIL3	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,625
153	Unifique Telecomunicações S.A	FIQE3	Novo Mercado	Telecomunicações	0,624
154	Brasilagro S/A	AGRO3	Novo Mercado	Agro e Pesca	0,622
155	Lojas Quero-Quero S/A	LJQQ3	Novo Mercado	Comércio	0,622
156	Cury Construtora Incorporadora	CURY3	Novo Mercado	Construção	0,620
157	Vittia Fertilizantes Biológicos SA	VITT3	Novo Mercado	Agro e Pesca	0,620
158	JSL S/A	JSLG3	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,615
159	Estapar – Allpark S/A	ALPK3	Novo Mercado	Serviços diversos	0,614
160	Allos SA	ALOS3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,607
161	Melnick Desenv. Imobiliário S.A	MELK3	Novo Mercado	Construção	0,606
162	Metalfrio Solutions S.A	FRIO3	Novo Mercado	Máquinas Industriais	0,606
163	CVC Brasil Operadora Viagens	CVCB3	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,602
164	Espacolaser S/A	ESPA3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,600
165	Technos S/A	TECN3	Novo Mercado	Têxtil	0,600
166	Grupo Mateus S/A	GMAT3	Novo Mercado	Comércio	0,598
167	Plano & Plano Imobiliário S.A	PLPL3	Novo Mercado	Construção	0,593
168	Time For Fun S/A	SHOW3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,593
169	Cedro Têxtil S.A.	CEDO4	Nível 1	Têxtil	0,590
170	Eternit S/A	ETER3	Novo Mercado	Construção	0,586
171	Paranapanema S/A	PMAM3	Novo Mercado	Siderurgia & Metalurgia	0,586
172	Azzas 2154 S/A	AZZA3	Novo Mercado	Têxtil	0,582
173	Taurus Armas S/A	TASA3	Nível 2	Siderurgia & Metalurgia	0,576
174	Aeris – Equip. Geração Energia	AERI3	Novo Mercado	Máquinas Industriais	0,575
175	Casas Bahia - Via S.A	BHIA3	Novo Mercado	Comércio	0,574
176	Clearsale S/A	CLSA3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,569
177	Oceanpact Serv. Marítimos S.A	OPCT3	Novo Mercado	Mineração	0,569
178	Banrisul S/A	BRSR6	Nível 1	Finanças e Seguros	0,567
179	Grendene S/A	GRND3	Novo Mercado	Têxtil	0,561
180	Oncoclinicas do Brasil S.A	ONCO3	Novo Mercado	Saúde	0,559
181	Gafisa S/A	GFSA3	Novo Mercado	Construção	0,555
182	Ambipar SA	AMBP3	Novo Mercado	Utilidade pública	0,552
183	Hospital Mater Dei S.A	MATD3	Novo Mercado	Saúde	0,552
184	Multilaser Industrial S.A	MLAS3	Novo Mercado	Eletroeletrônicos	0,549
185	Ser Educacional S.A	SEER3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,548
186	Trisul S/A	TRIS3	Novo Mercado	Construção	0,548
187	Vitru Educação S.A	VTRU3	Novo Mercado	Serviços diversos	0,545
188	Industria Romi S/A	ROMI3	Novo Mercado	Máquinas Industriais	0,544
189	BR Advisory Partners	BRBI11	Nível 2	Finanças e Seguros	0,542
190	HBR Realty Empreendimentos	HBRE3	Novo Mercado	Construção	0,534
191	Petz Participações S.A	PETZ3	Novo Mercado	Comércio	0,534
192	Bradespar S/A	BRAP4	Nível 1	Mineração	0,533
193	Alphaville SA	AVLL3	Novo Mercado	Construção	0,529
194	Smart Fit S/A	SMFT3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,527
195	Sao Carlos Participações S/A	SCAR3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,524
196	Imc S/A	MEAL3	Novo Mercado	Comércio	0,515
197	Sanepar	SAPR11	Nível 2	Utilidade pública	0,508
198	Padtec Holding S.A	PDTC3	Novo Mercado	Software e Dados	0,505
199	Lojas Marisa S/A	AMAR3	Novo Mercado	Comércio	0,502
200	Eucatex S/A Ind. e Comércio	EUCA4	Nível 1	Madeira e papel	0,500
201	Lopes Brasil S/A	LPSB3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,497
202	Ânima Holdings SA	ANIM3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,493
203	D1000 Varejo Farma Part. S.A	DMVF3	Novo Mercado	Comércio	0,486
204	Desktop Sigmanet Telec. S.A	DESK3	Novo Mercado	Telecomunicações	0,483
205	Brisanet Participações S/A	BRST3	Novo Mercado	Telecomunicações	0,481
206	Qualicorp Seguros S/A	QUAL3	Novo Mercado	Saúde	0,481

(continua)

(conclusão)

#	EMPRESAS	Ticket	NDGC	SETOR ECONÔMICO	QR_AA
207	Neogrid Participações S.A	NGRD3	Novo Mercado	Software e Dados	0,476
208	Portobello S/A	PTBL3	Novo Mercado	Construção	0,449
209	Allianca Saude e Participações	AALR3	Novo Mercado	Saúde	0,445
210	Terra Santa Agro S.A	LAND3	Novo Mercado	Agro e Pesca	0,440
211	Mobly S/A	MBLY3	Novo Mercado	Comércio	0,438
212	Meliuz S/A	CASH3	Novo Mercado	Software e Dados	0,435
213	Wdc Networks S/A	LVTC3	Novo Mercado	Comércio	0,430
214	PDG Realty S/A	PDGR3	Novo Mercado	Construção	0,426
215	Triunfo Participações S/A	TPIS3	Novo Mercado	Transporte Serviços	0,422
216	TC Traders Club S.A	TRAD3	Novo Mercado	Software e Dados	0,416
217	Westwing Comércio S/A	WEST3	Novo Mercado	Comércio	0,415
218	Fertilizantes Heringer S/A	FHER3	Novo Mercado	Química	0,410
219	Viver Incorp. Construtora S.A	VIVR3	Novo Mercado	Construção	0,408
220	Enjoei.com.br S/A	ENJU3	Novo Mercado	Comércio	0,407
221	Dotz SA	DOTZ3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,406
222	RNI Negócios Imobiliários S.A.	RDNI3	Novo Mercado	Construção	0,384
223	Ciabrasf S/A	ADMF3	Novo Mercado	Finanças e Seguros	0,383
224	Renova Energia S/A	RNEW3	Nível 2	Energia Elétrica	0,378
225	Unicasa Indústria Móveis S.A	UCAS3	Novo Mercado	Consumo cíclico	0,360
226	Infracommerce CXAAS S.A	IFCM3	Novo Mercado	Comércio	0,350
227	Lupatech S/A	LUPA3	Novo Mercado	Siderurgia & Metalurgia	0,300
228	OSX Brasil S/A	OSXB3	Novo Mercado	Petróleo e Gás	0,266

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)

Apêndice E - Carta convite encaminhada para as Empresas

Carta convite encaminhada as Empresas para participar da pesquisa

São Caetano do Sul, 01 de Julho de 2025

Prezado(a) Sr(a).

[Nome do Responsável],

É com grande satisfação que o convidamos a participar da pesquisa intitulada “**Índice de Qualidade da Remuneração da Alta Administração (QR_AA) e sua Aderência às Melhores Práticas de Governança Corporativa**”, desenvolvida no âmbito do Programa de Pós-Graduação em Administração (Mestrado e Doutorado) da Universidade de São Caetano do Sul (USCS).

O objetivo principal desta pesquisa é validar, junto a empresas representativas do mercado brasileiro, a acurácia, aplicabilidade e relevância do índice QR_AA, calculado para sua organização com base em dados públicos e critérios reconhecidos internacionalmente. Este índice visa proporcionar um referencial objetivo para a avaliação da qualidade das práticas de remuneração da alta administração, alinhando-se às exigências contemporâneas de governança corporativa, transparência e responsabilização no ambiente corporativo brasileiro.

Sua participação será relevante para assegurar que as variáveis utilizadas no QR_AA reflitam adequadamente a realidade das empresas brasileiras e para qualificar a aplicação prática do índice, por meio da validação dos dados obtidos e discussão sobre sua pertinência, pontos de melhoria e utilidade estratégica. Para tanto, o(a) convidamos a participar de uma entrevista individual presencial ou a ser realizada por meio remoto, com duração estimada de 45 minutos. Caso consinta, a entrevista poderá ser gravada exclusivamente para fins de registro e posterior análise acadêmica.

Ressaltamos que todas as informações coletadas serão tratadas com absoluto sigilo e confidencialidade. Os dados obtidos serão utilizados apenas para fins científicos, sendo resguardado o anonimato dos participantes e das organizações na tabulação e tratamento dos resultados, porque não se fará qualquer individualização das informações da empresa ao se divulgar em eventos acadêmicos, relatórios ou publicações científicas. Após a conclusão da pesquisa, todos os registros digitais serão armazenados de forma segura e, posteriormente, descartados conforme as normas éticas de pesquisa científica.

Os participantes receberão, ao final do estudo, um relatório executivo contendo os principais resultados e recomendações, que poderão subsidiar reflexões e eventuais aprimoramentos nas práticas de remuneração da alta administração e governança em sua organização.

Agradecemos, desde já, pela atenção e colaboração, colocando-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais. Nos próximos dias entraremos em contato para viabilizarmos o agendamento da entrevista.

Atenciosamente.

Edilson G. Teixeira
Doutorando Pesquisador PPGA/USCS
edilson.teixeira@uscsonline.com.br
Telefone/WhatsApp (11) 99626-2718

Prof. Dr. Eduardo de Camargo Oliva
Orientador PPGA/USCS
eduardo.oliva@online.uscs.edu.br

Apêndice F - Roteiro de Entrevista aplicado representantes Empresas **Roteiro de Entrevista Semiestruturada para Validação do Índice QR_AA**

Apresentação e Consentimento

- Agradecimento pela participação.
- Breve explanação sobre o objetivo do estudo e da entrevista.
- Garantia de confidencialidade e uso acadêmico das informações.
- Solicitação de autorização para gravação.

Avaliação das Variáveis do QR_AA para sua empresa

- Apresentação detalhada do QR_AA para a empresa
- Apresentando que o índice QR_AA propõe avaliar a qualidade da remuneração da alta administração com base nas seguintes variáveis. Para cada uma, gostaríamos de ouvir sua percepção sobre aderência, relevância e sugestões de melhoria:

1) Proporção entre remuneração variável e remuneração total:

A proporção entre remuneração variável e total encontrada nos dados reflete com precisão a política atual da empresa? Há elementos ou nuances relevantes sobre essa proporção que devem ser considerados para melhor representar o alinhamento de interesses entre executivos e acionistas?

2) Alinhamento da remuneração dos executivos ao retorno dos acionistas:

Os mecanismos e métricas que associam a remuneração dos executivos ao desempenho financeiro e ao retorno dos acionistas, tal como evidenciado nos dados, são de fato implementados dessa forma? Considera que há correspondência fiel ou seria necessário algum ajuste conceitual ou procedimental?

3) Aderência da remuneração a princípios de sustentabilidade (ESG):

As evidências de integração de metas de sustentabilidade (ESG) à política de remuneração da alta administração da empresa, conforme identificado nos dados, são corretas? Como essas metas estão operacionalizadas e há aspectos não capturados que deveriam ser mencionados?

4) Institucionalização e atuação de Comitê de Remuneração/Pessoas:

A existência formal e a atuação do comitê de remuneração/pessoas identificado na análise refletem o funcionamento efetivo do órgão na empresa? qual o grau de participação dos membros independentes nesse processo?

5) Controle de regalias e privilégios concedidos à alta administração:

As práticas e políticas identificadas para concessão e controle de benefícios não salariais à alta administração coincidem com a realidade observada? Há processos internos de transparência e prestação de contas que deveriam ser melhor detalhados ou considerados na análise?

6) Plano de sucessão do CEO e metas de longo prazo:

O resultado referente ao plano de sucessão do CEO e à integração de metas de longo prazo à remuneração da alta administração corresponde às práticas

reais da empresa? Existem iniciativas formais ou informais adicionais que impactam a sucessão e o alinhamento estratégico de longo prazo?

7) Estrutura de conselheiros independentes:

O percentual de conselheiros independentes apurado nos dados está de acordo com a composição atual do conselho? De que forma esses membros participam efetivamente das decisões de remuneração da alta administração na prática cotidiana?

8) Controle sobre o seguro D&O:

Os critérios de contratação e gestão do seguro D&O apresentados nos dados refletem a política e os procedimentos reais adotados pela empresa?

9) Concentração acionária:

O grau de concentração acionária identificado corresponde ao perfil acionário da empresa e aos mecanismos efetivos de mitigação de riscos de controle? Existem particularidades ou práticas complementares relevantes que a análise quantitativa não contemplou?

Feedback Geral sobre o QR_AA

O resultado apurado para o QR_AA da sua empresa corresponde à realidade das práticas de remuneração e governança? Existem pontos que o(a) senhor(a) considera que foram adequadamente representados ou que merecem ajustes em função de práticas internas específicas?

Aplicabilidade e Uso Futuro

Como percebe a utilidade de um índice como o QR_AA para investidores, órgãos reguladores ou para a própria gestão interna?

Encerramento

- Espaço aberto para comentários adicionais.
- Agradecimento final e esclarecimento sobre os próximos passos do estudo.

Apêndice G – Dados Secundários Empresas NDGC

O Quadro 16, a seguir, apresenta os dados secundários coletados das empresas do NDGC, e organiza as informações por empresa, detalhando os escores obtidos em cada uma das nove variáveis e dimensões avaliadas, bem como das variáveis financeiras de controle.

Quadro 16 – Dados secundários Empresas NDGC

DADOS EMPRESA NDGC	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9	Ln_RV	Ln_EV	ROA	Ind_Sharpe
3 Tentos Agro	0,55	0,03	1,0	0	0,10	0,0	0,33	1	0,75	16,4	15,8	0,1	0,3
Banco ABC Brasil	0,79	0,18	1,0	1	0,08	0,5	0,29	1	1,00	16,1	15,4	0,0	-0,8
Aeris Indústria e	0,26	0,00	1,0	1	0,58	0,5	0,50	1	0,39	14,2	14,3	-0,4	-0,5
Allianca Saude	0,55	0,00	0,0	0	0,20	0,0	0,25	1	0,88	14,0	14,3	0,0	-0,1
Allied Tecnologia	0,61	0,09	0,5	1	0,08	0,5	0,40	1	0,65	15,5	13,5	0,0	0,4
Allos SA	0,76	0,12	0,5	1	0,21	0,5	0,33	1	0,35	14,8	15,7	0,0	-1,4
Alpargatas SA	0,56	0,33	1,0	1	0,42	0,5	0,25	1	0,79	15,2	15,2	0,0	-1,0
Alphaville SA	0,44	0,11	0,0	0	0,17	0,5	0,29	1	0,40	13,4	13,8	0,1	-1,4
Alupar Investimento	0,37	0,02	1,0	1	0,05	1,0	0,29	1	0,77	15,2	16,9	0,1	-0,9
Ambipar Participa	0,00	0,00	1,0	1	0,01	0,5	0,75	0	0,74	15,7	17,1	0,0	11,0
Americanas	0,48	0,01	0,5	1	0,28	0,5	0,43	1	0,50	16,5	14,4	0,5	-0,3
Ânima Holdings SA	0,26	0,29	0,0	1	0,40	1,0	0,33	1	0,36	15,2	15,5	0,0	-1,0
Arcam Locação	0,80	0,11	0,0	0	0,11	0,5	0,50	1	0,50	14,4	15,1	0,0	-1,4
Sendas Distr.(Assaí)	0,75	0,11	1,0	1	0,11	1,0	0,63	1	0,12	18,1	17,2	0,0	-1,4
Auren Energia SA	0,61	0,15	1,0	0	0,02	1,0	0,25	1	0,70	15,9	17,2	0,0	-2,1
Automob Particip.	0,59	0,00	1,0	0	0,12	0,5	0,40	1	0,72	16,3	15,0	0,0	-0,9
Azul Linhas Aéreas	0,76	0,00	1,0	1	0,09	0,5	0,92	1	0,67	16,8	17,4	-0,3	-1,0
Azzas 2154 SA	0,77	0,16	0,5	1	0,49	0,5	0,33	1	0,34	15,9	15,9	0,0	-1,4
B3 SA Brasil Bolsa	0,77	0,03	1,0	1	0,33	1,0	1,00	1	0,13	16,2	17,8	0,1	-1,1
Banco BMG SA	0,49	0,17	0,5	1	0,28	1,0	0,44	1	0,93	15,8	17,3	0,0	0,6
Banco Pan SA	0,70	0,05	1,0	1	0,42	1,0	0,38	1	1,00	16,6	16,3	0,0	-0,9
Banrisul	0,01	0,02	0,5	1	0,31	0,5	0,36	1	0,98	16,7	16,8	0,0	-0,9
BBSeguridade	0,34	0,00	0,5	0	0,02	1,0	0,29	1	0,66	16,1	18,1	0,4	0,4
Bemobi Mobile Tech	0,79	0,16	0,0	1	0,15	0,5	0,60	1	0,40	14,2	13,3	0,1	-0,2
Blau Farmacêutica	0,16	0,06	0,5	1	0,19	0,5	0,57	1	0,83	14,4	14,7	0,1	-0,4
Boa Safra Semente	0,54	0,12	0,5	0	0,04	0,0	0,80	1	0,60	14,4	14,4	0,1	-1,1
BR Partners	0,05	0,13	0,5	1	0,05	0,5	0,33	1	0,76	15,8	12,2	0,0	-0,3
Bradesco	0,28	0,04	1,0	1	0,85	1,0	0,36	1	0,63	18,0	18,6	0,0	-1,2
Bradespar	0,20	0,01	0,5	0	0,02	0,0	0,29	1	0,78	13,9	15,6	0,1	-1,5
Banco do Brasil	0,33	0,00	1,0	1	0,15	1,0	0,25	1	0,50	19,5	18,7	0,0	-0,7
Brasilagro	0,27	0,22	0,5	1	0,05	1,0	0,33	1	0,37	14,0	15,1	0,0	-0,8
Braskem	0,65	0,00	1,0	1	0,09	1,0	0,27	1	0,97	18,2	17,7	-0,1	-1,0
Brava	0,80	0,00	0,5	1	0,08	0,5	0,71	1	0,25	16,0	17,0	0,0	-0,2
BRF SA	0,51	0,04	1,0	1	0,15	1,0	0,33	1	0,73	17,9	17,8	0,1	2,1
Brisanet	0,14	0,04	0,5	1	0,29	0,5	0,17	0	0,81	14,2	14,7	0,0	-0,5
Btgp Banco	0,00	0,00	0,5	1	0,22	1,0	0,44	1	0,70	18,0	18,7	0,0	-1,2
Caixa Seguri	0,28	0,00	1,0	1	0,04	1,0	0,29	1	0,80	15,1	17,5	0,3	0,4
Camil	0,62	0,05	1,0	1	0,15	1,0	0,71	1	0,54	16,2	15,5	0,0	-0,4
Carrefour BR	0,60	0,03	1,0	1	0,15	0,5	0,23	1	0,72	18,6	17,0	0,0	-1,2
Casas Bahia	0,68	0,00	1,0	1	0,29	0,0	0,60	1	0,22	17,1	15,8	0,0	-0,9
CBA	0,52	0,00	1,0	1	0,02	1,0	0,38	1	0,69	15,9	15,7	0,0	-0,1
CCR SA	0,53	0,04	1,0	1	0,09	0,5	0,18	1	0,51	16,9	17,7	0,0	-1,3
Cea Modas	0,48	0,08	1,0	1	0,12	1,0	0,75	1	0,55	15,8	14,6	0,0	0,2
Cedro	0,13	0,03	0,0	0	0,14	1,0	0,29	1	0,72	13,9	13,4	0,1	-1,1

(continua)

DADOS EMPRESA NDGC	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9	Ln_ RV	Ln_ EV	ROA	Ind_ Sharpe
Celesc	0,22	0,02	0,5	1	0,05	1,0	0,73	1	0,92	16,2	15,6	0,1	1,1
Cemig	0,28	0,00	1,0	0	0,04	0,5	0,33	1	0,95	17,5	17,6	0,1	1,3
Ciabrasf	0,49	0,22	0,0	0	0,76	0,0	0,40	0	0,67	11,9	12,4	0,0	13,0
Clearsale S/A	0,54	0,00	0,0	0	0,04	1,0	0,33	1	0,32	13,1	13,0	0,0	1,4
Cogna ON	0,74	0,06	1,0	1	0,46	1,0	0,33	1	0,21	15,7	16,0	0,0	-1,2
Copasa	0,40	0,01	1,0	0	0,18	0,5	0,43	1	0,50	15,9	16,4	0,1	0,3
Copel	0,77	0,02	1,0	1	0,04	0,5	0,89	1	0,38	16,9	17,5	0,0	-0,7
Cosan	0,84	0,00	1,0	1	0,10	1,0	0,44	1	0,36	17,6	18,4	-0,1	-1,9
CPFL Energia	0,53	0,00	1,0	1	0,06	1,0	0,29	1	0,84	17,6	18,0	0,1	-1,0
Cruzeiro Edu	0,36	0,08	0,5	1	0,20	1,0	0,33	1	0,60	14,8	14,3	0,0	-0,6
Csn Mineracao	0,62	0,01	1,0	1	0,06	1,0	0,38	1	0,90	16,6	16,9	0,1	-0,7
Csu Digital	0,41	0,24	0,0	0	0,19	0,5	0,60	1	0,56	13,2	13,3	0,1	-0,7
Cury S/A	0,81	0,08	0,5	1	0,18	0,5	0,33	0	0,52	15,2	15,4	0,2	0,0
Cvc Brasil	0,69	0,00	0,5	1	0,70	0,5	0,60	1	0,34	14,2	13,5	0,0	-0,9
Cyrela Realt	0,68	0,02	0,5	1	0,07	1,0	0,30	1	0,33	15,9	16,1	0,1	-0,9
D1000vfarma	0,39	0,44	0,5	0	0,28	1,0	0,29	1	0,67	14,6	12,6	0,0	0,1
Dasa	0,43	0,00	1,0	0	0,20	1,0	0,57	1	0,85	16,5	16,2	0,0	-1,1
Desktopsigma	0,63	0,13	0,5	0	0,30	0,5	0,29	1	0,67	13,9	14,6	0,0	-0,6
Dexco	0,70	0,35	1,0	1	0,18	1,0	0,33	1	0,63	15,9	16,1	0,0	-0,7
Dexxos Par	0,82	0,04	0,5	0	0,07	0,5	0,33	1	0,57	14,4	13,6	0,1	-0,8
Dimed	0,42	0,10	1,0	1	0,28	0,5	0,33	1	0,52	15,4	14,7	0,0	-1,4
Direcional	0,52	0,03	1,0	1	0,14	0,5	0,43	1	0,37	15,0	15,4	0,1	0,7
Dotz SA	0,40	0,00	0,0	0	0,87	1,0	0,29	1	0,69	11,9	11,3	-0,1	-0,7
Ecorodovias	0,50	0,03	1,0	1	0,04	1,0	0,22	1	0,52	16,1	16,8	0,0	-1,2
Eletrobras	0,60	0,01	1,0	1	0,11	0,5	0,67	1	0,51	17,5	18,6	0,0	-1,0
Eletromidia	0,79	0,22	1,0	1	0,26	0,5	0,29	1	0,73	14,0	15,4	0,0	1,6
Embraer	0,53	0,02	0,5	1	0,07	1,0	0,73	1	0,15	17,4	17,6	0,0	3,7
Energisa	0,65	0,00	1,0	1	0,07	1,0	0,71	1	0,70	17,3	17,7	0,1	-1,4
Eneva	0,75	0,09	1,0	1	0,15	1,0	0,71	1	0,73	16,2	17,4	0,0	-1,2
Engie Brasil	0,41	0,01	1,0	0	0,05	1,0	0,44	1	0,79	16,2	17,7	0,1	-1,3
Enjoei	0,59	0,00	0,0	0	0,57	0,5	0,25	1	0,20	12,5	9,7	-0,1	-0,4
Equatorial	0,73	0,02	1,0	1	0,10	1,0	0,88	1	0,10	17,6	18,2	0,0	-1,2
Espacolaser	0,61	7,15	0,5	1	0,19	0,5	0,25	1	0,44	13,8	13,7	0,0	-1,0
Estapar	0,59	0,00	1,0	0	0,09	0,5	0,33	1	0,76	14,3	14,4	0,0	-1,0
Eternit	0,45	0,38	0,5	1	0,18	1,0	0,40	0	0,00	14,0	13,0	0,0	-0,9
Eucatex	0,04	0,06	0,5	1	0,20	0,0	0,29	1	0,44	14,9	14,5	0,0	-0,5
Even	0,80	0,72	1,0	1	0,22	0,5	0,80	1	0,65	14,6	14,4	0,0	-0,8
Eztec	0,29	0,07	1,0	0	0,13	0,5	0,71	1	0,57	14,3	14,8	0,1	-1,0
Fer Heringer	0,27	0,00	0,5	0	0,08	0,0	0,40	1	0,90	15,3	12,5	-0,4	0,1
Ferbasa	0,46	0,12	1,0	1	0,13	0,5	0,38	1	0,99	14,6	14,8	0,1	-1,1
Fleury	0,43	0,07	1,0	1	0,12	1,0	0,40	1	0,36	15,9	16,1	0,0	-1,6
Fras-Le	0,44	0,03	1,0	1	0,20	0,5	0,60	1	0,54	15,2	15,6	0,1	0,7
Gafisa	0,08	0,00	0,5	1	0,14	0,5	0,60	1	0,27	13,8	14,4	0,0	-0,9
Gerdau	0,60	0,01	1,0	1	0,03	1,0	0,33	1	0,98	18,0	17,5	0,1	-0,4
Gol	0,63	0,00	1,0	1	0,31	1,0	0,56	1	1,00	16,8	16,9	-0,3	-1,1
Gps	0,91	0,17	0,5	1	0,06	0,5	0,57	1	0,41	16,5	16,3	0,0	-1,2
Grendene	0,12	0,01	1,0	1	0,26	0,5	0,29	0	0,70	14,8	15,0	0,2	-1,3
Grupo Mateus	0,68	0,03	0,0	0	0,16	0,5	0,40	1	0,79	17,3	16,5	0,1	-0,4
Grupo Natura	0,71	0,00	1,0	1	0,61	1,0	0,50	1	0,39	17,0	16,8	-0,2	-0,6
Grupo Sbf	0,46	0,06	1,0	1	0,41	0,5	0,29	1	0,45	15,8	15,3	0,1	-0,1
Guararapes	0,53	0,12	0,5	1	0,51	0,5	0,40	1	0,83	16,1	15,1	0,0	0,1
Hapvida	0,81	0,00	0,5	1	0,09	1,0	0,44	1	0,37	17,2	16,8	0,0	-1,2
Hbr Realty	0,41	0,21	0,0	0	0,30	0,0	0,60	1	0,53	12,0	14,8	0,0	-1,0
Helbor	0,44	0,37	0,5	0	0,15	0,5	0,43	1	0,51	14,1	14,9	0,0	-1,4
Hidrovias	0,64	0,00	1,0	1	0,28	1,0	0,43	1	0,65	14,1	15,6	-0,1	-0,8

(continua)

DADOS EMPRESA NDGC	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9	Ln_RV	Ln_EV	ROA	Ind_Sharpe
Hypera	0,67	0,03	1,0	1	0,34	0,5	0,44	1	0,54	15,8	16,8	0,1	-1,4
IGUATEMI S.A	0,83	0,05	1,0	1	0,09	1,0	0,63	1	0,02	14,0	15,3	0,0	-1,3
Imc S/A	0,55	0,00	0,0	0	0,31	0,5	0,67	1	0,44	14,6	13,4	0,0	-1,0
Infracomm	0,60	0,00	0,0	0	0,47	0,0	0,60	1	0,12	13,9	13,5	-1,2	-0,8
Intelbras	0,53	0,05	0,5	0	0,19	0,5	0,29	1	0,64	15,4	15,3	0,1	-1,2
Iochp-Maxion	0,45	0,11	1,0	1	0,05	1,0	0,56	1	0,27	16,5	15,6	0,0	-0,3
Irani	0,67	0,11	1,0	1	0,50	0,5	0,50	1	0,58	14,3	14,8	0,1	-1,3
Irbbrasil Re	0,30	0,05	1,0	1	0,00	1,0	0,43	1	0,33	15,6	15,2	0,0	0,0
Isa Energia	0,34	0,00	1,0	1	0,05	0,5	0,25	1	0,90	15,9	17,1	0,1	-0,9
Itausa	0,44	0,00	1,0	1	0,21	0,5	0,50	1	0,34	15,9	18,5	0,1	-0,7
ItauUnibanco	0,83	0,02	1,0	1	0,23	1,0	0,54	1	0,92	19,6	19,5	0,0	-0,6
Jallesmachad	0,54	0,00	1,0	0	0,06	0,5	0,29	1	0,68	14,6	15,4	0,0	-1,4
JBS	0,87	0,03	1,0	1	0,09	0,5	0,64	1	0,48	19,8	19,0	0,0	1,6
JHSF Part	0,53	0,05	1,0	0	0,24	0,5	0,57	1	0,57	14,3	15,6	0,1	-0,9
JSL	0,74	0,14	1,0	0	0,04	0,5	0,40	1	0,76	16,0	15,8	0,0	-1,2
Kepler Weber	0,55	0,07	1,0	1	0,12	0,5	0,56	1	0,31	14,3	14,2	0,1	-0,4
Klabin S/A	0,68	0,05	1,0	1	0,15	0,5	0,47	1	0,53	16,8	18,0	0,0	0,7
Lavvi	0,51	0,03	0,5	0	0,08	0,5	0,33	1	0,63	14,3	14,3	0,1	-0,5
Light S/A	0,52	0,02	0,5	1	0,08	0,0	1,00	1	0,55	16,5	15,9	0,1	-0,9
Localiza	0,72	0,08	1,0	1	0,08	1,0	0,63	1	0,20	17,4	18,0	0,0	-1,2
Log Com Prop	0,36	0,05	1,0	1	0,21	0,5	0,29	1	0,40	12,3	15,0	0,1	-0,5
Log-In	0,60	0,44	1,0	1	0,03	0,5	0,33	1	0,90	14,8	15,1	0,0	-0,9
Lojas Marisa	0,58	0,00	0,0	1	0,52	0,0	0,40	1	0,93	14,1	13,9	-0,2	-1,2
Lojas Renner	0,54	0,04	1,0	1	0,52	1,0	1,00	1	0,05	16,5	16,2	0,1	-0,5
Lopes Brasil	0,56	0,62	0,0	0	0,60	0,5	0,25	1	0,53	12,2	11,7	0,1	-0,8
Lupatech	0,37	0,00	0,0	0	0,30	0,5	0,25	1	0,22	11,7	12,3	-0,1	-1,0
Lwsa	0,55	0,60	1,0	1	0,40	0,5	0,38	1	0,45	14,1	14,1	0,0	-0,9
M.Diasbranco	0,42	0,07	1,0	1	0,26	1,0	0,38	0	0,68	16,1	15,8	0,1	-1,8
Magaz Luiza	0,59	0,07	0,5	1	0,26	0,5	0,57	1	0,57	17,5	15,8	0,0	-1,1
Marcopolo	0,44	0,02	0,5	1	0,08	0,5	0,71	1	0,53	16,0	16,0	0,1	0,8
Marfrig	0,56	0,02	1,0	1	0,09	1,0	0,43	1	0,72	18,8	18,1	0,0	2,3
Mater Dei	0,29	0,00	0,5	1	0,13	0,5	0,40	1	0,81	14,6	14,5	-0,1	-1,5
Meliuz	0,67	0,00	0,5	0	0,27	0,5	0,38	1	0,31	12,8	12,9	0,0	-0,3
Melnick	0,67	0,36	1,0	0	0,14	0,5	0,43	1	0,48	13,8	13,6	0,1	-0,7
Mercantil	0,73	0,13	0,5	1	0,29	1,0	0,38	1	0,58	15,6	14,9	0,0	2,8
Metal Leve	0,25	0,02	0,5	0	0,09	0,5	0,60	1	0,61	15,3	15,3	0,2	-0,9
Metalrio	0,37	0,00	1,0	0	0,10	0,5	0,60	1	0,70	14,6	14,8	0,0	-0,1
Mills	0,59	0,14	1,0	1	0,30	1,0	0,25	1	0,59	14,3	14,9	0,1	-1,4
Minerva	0,63	0,00	1,0	1	0,13	0,5	0,20	1	0,56	17,3	16,8	0,0	-0,9
Mitre Realty	0,43	0,34	0,5	1	0,17	0,5	0,33	1	0,40	14,0	13,5	0,0	-1,0
Mobly	0,44	0,00	0,0	0	0,61	0,5	0,29	1	0,44	13,6	12,8	-0,1	-0,4
Moura Dubeux	0,52	0,07	1,0	1	0,18	0,5	0,40	1	0,37	14,3	13,8	0,1	-0,4
Movida	0,76	0,13	1,0	0	0,10	0,5	0,40	1	0,66	16,4	16,7	0,0	-1,2
MRV	0,48	0,00	1,0	1	0,22	0,5	0,50	1	0,33	16,0	16,4	0,0	-1,1
Multilaser	0,78	0,00	0,5	0	0,24	0,5	0,80	1	0,75	15,0	13,5	-0,1	-0,7
Multiplan	0,78	0,05	1,0	0	0,16	0,5	0,43	1	0,39	14,7	16,5	0,1	-1,2
Neoenergia	0,47	0,02	1,0	1	0,07	0,5	0,23	1	0,84	17,7	18,0	0,0	-0,7
Neogrid	0,49	0,00	0,0	0	0,47	0,5	0,40	1	0,56	12,5	11,3	-0,1	-0,5
Oceanpact	0,55	0,00	0,5	0	0,11	0,5	0,33	1	0,32	14,4	14,6	0,0	-0,6
Odontoprev	0,61	0,07	1,0	1	0,04	0,5	0,25	1	0,54	14,6	15,5	0,3	0,0
Oi	0,58	0,00	1,0	1	0,16	0,5	1,00	1	0,39	15,0	16,2	0,5	-0,4
Oncoclinicas	0,57	0,00	0,5	0	0,35	0,5	0,56	1	0,78	15,6	15,5	-0,1	-0,9
Orizon	0,46	0,28	1,0	0	0,16	0,5	0,43	1	0,43	13,7	15,3	0,0	-0,3
OSX Brasil	0,02	0,00	0,0	0	2,02	0,0	0,40	1	0,59	11,1	15,7	-1,1	0,3
Ourofino S/A	0,57	0,07	1,0	1	0,28	1,0	0,67	1	0,57	13,8	13,9	0,1	-0,8

(continua)

DADOS EMPRESA NDGC	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9	Ln_ RV	Ln_ EV	ROA	Ind_ Sharpe
P.Acucar-Cbd	0,60	0,00	1,0	1	0,30	1,0	0,67	1	0,23	16,7	14,8	-0,1	-0,4
Padtec	0,35	0,00	0,0	1	0,34	1,0	0,40	1	0,54	12,6	12,6	0,0	-1,3
Pague Menos	0,60	0,33	0,5	1	0,27	0,5	0,33	1	0,70	16,4	14,9	0,0	-0,3
Paranapanema	0,43	0,00	0,5	1	0,60	1,0	0,86	0	0,28	13,0	15,5	-1,3	-1,6
PDG Realt	0,64	0,00	0,5	0	0,79	0,5	0,33	1	0,80	11,7	11,7	-0,8	-0,3
Petrobras	0,30	0,00	1,0	1	0,22	0,5	0,64	1	0,50	20,0	20,5	0,0	0,4
Petroreca	0,59	0,08	0,5	1	0,07	1,0	0,86	1	0,57	15,0	15,5	0,1	-0,5
Petrório	0,91	0,02	1,0	1	0,02	0,5	0,63	1	0,09	16,5	17,8	0,2	-0,6
Petz	0,71	0,00	0,5	1	0,45	0,5	0,33	1	0,36	15,0	14,5	0,0	0,4
Pine	0,59	0,18	0,5	1	0,13	1,0	0,33	1	0,98	14,8	14,9	0,0	0,4
Planoesplano	0,71	0,09	0,5	0	0,16	0,5	0,33	1	0,73	14,8	14,3	0,2	-0,4
Porto Seguro	0,90	0,01	1,0	1	0,18	0,5	0,33	1	0,72	17,4	16,4	0,1	1,0
Portobello	0,38	0,00	1,0	0	0,31	0,5	0,29	1	0,68	14,7	14,3	0,0	-1,0
Positivo Tec	0,45	0,20	1,0	1	0,17	0,5	0,33	1	0,49	15,1	14,2	0,0	-0,4
Priner	0,53	0,99	1,0	1	0,14	0,5	0,60	1	0,04	13,9	13,7	0,0	0,3
Profarma	0,25	0,12	0,5	1	0,12	1,0	0,44	1	0,66	16,1	14,3	0,0	0,3
Qualicorp	0,54	3,57	0,0	0	0,51	0,0	1,00	1	0,30	14,3	14,2	0,0	-0,6
Quero-Quero	0,57	0,00	0,5	1	0,31	1,0	0,29	1	0,39	14,8	12,6	0,0	-1,1
RaiaDrogasil	0,73	0,07	1,0	1	0,24	1,0	0,36	1	0,29	17,5	17,5	0,1	-1,2
Raizen	0,55	0,00	1,0	1	0,02	1,0	0,25	1	1,00	19,3	18,2	0,0	-1,5
Randon Part	0,49	0,06	0,5	1	0,16	0,5	0,60	1	0,82	16,3	16,0	0,0	-0,7
Rede D Or	0,56	0,04	1,0	0	0,04	0,5	0,29	1	0,55	17,7	17,9	0,0	-0,5
Renova	0,39	0,00	0,5	0	0,25	0,5	0,29	1	0,84	12,5	14,0	0,0	-0,6
Rni	0,17	0,00	0,0	0	0,25	0,0	0,50	1	0,58	13,2	13,4	-0,1	-2,1
Romi	0,02	0,10	0,5	1	0,20	1,0	0,25	1	0,49	14,0	14,1	0,0	-1,4
Rumo S.A.	0,75	0,00	1,0	1	0,29	1,0	0,30	1	0,31	16,5	17,6	0,0	-1,1
Sabesp	0,23	0,00	0,5	1	0,11	0,5	0,33	1	0,18	17,4	18,2	0,1	0,5
Sanepar	0,00	0,01	0,5	0	0,23	0,5	0,22	1	0,60	15,7	16,4	0,1	-0,3
Santos Brp	0,66	0,04	1,0	1	0,13	1,0	0,50	1	0,51	14,9	16,4	0,1	1,8
Sao Carlos	0,82	0,07	0,0	0	0,18	0,0	0,33	1	0,56	13,1	14,5	0,1	-0,7
Sao Martinho	0,56	0,14	1,0	1	0,03	1,0	0,29	1	0,58	15,9	16,6	0,0	-0,7
Ser Educa	0,33	0,00	0,5	1	0,43	1,0	0,40	1	0,60	14,5	14,0	0,0	-0,6
Serena	0,79	0,11	1,0	0	0,05	0,5	0,33	1	0,60	15,2	16,5	0,0	-1,3
Simpár	0,73	0,00	1,0	1	0,09	0,5	0,40	1	0,67	17,5	17,7	0,0	-1,1
SLC Agrícola	0,47	0,05	1,0	1	0,10	1,0	0,67	1	0,56	15,9	16,3	0,0	-0,4
Smart Fit	0,69	0,10	0,5	0	0,19	0,5	0,33	1	0,45	15,5	16,4	0,0	-1,1
Suzano S.A.	0,83	0,00	1,0	1	0,09	1,0	0,44	1	0,51	17,7	18,9	0,0	0,3
Syn Prop Tec	0,73	0,03	0,5	0	0,05	0,5	0,60	1	0,61	14,1	14,5	0,2	2,8
Taesa	0,33	0,01	1,0	1	0,05	0,5	0,31	1	0,63	15,1	16,8	0,1	-1,0
Taurus Armas	0,72	0,33	0,5	0	0,22	0,5	0,80	1	0,81	14,3	14,2	0,0	-1,8
TC	0,28	0,00	0,0	1	1,48	0,5	0,33	1	0,77	10,7	12,4	-0,4	0,6
Technos	0,61	0,17	1,0	0	0,38	0,5	0,67	1	0,66	12,9	12,7	0,1	1,3
Tecnisa	0,63	0,00	1,0	1	0,15	0,5	0,60	1	0,39	13,1	13,3	-0,1	-1,6
Tegma	0,35	0,04	0,5	1	0,04	0,5	0,67	1	0,52	14,6	14,4	0,2	0,2
Tenda	0,57	0,32	0,5	1	0,18	1,0	0,29	1	0,25	15,0	14,5	0,0	-0,2
Terrasantapa	0,35	0,75	0,5	0	0,63	0,5	0,33	1	0,68	11,1	14,2	0,0	-0,4
TIM	0,58	0,02	1,0	1	0,32	0,5	0,40	1	0,67	17,1	17,3	0,1	-0,8
Time For Fun	0,40	0,00	0,0	1	0,30	0,0	0,60	1	0,50	12,0	10,1	-0,2	-1,1
Totvs	0,73	0,09	1,0	1	0,33	1,0	0,86	1	0,27	15,5	16,6	0,1	-0,7
Track Field	0,51	0,14	1,0	1	0,37	1,0	0,50	1	1,00	13,6	14,2	0,1	-1,3
Trisul	0,00	0,04	0,5	0	0,13	0,5	0,33	1	0,49	14,1	14,0	0,1	-0,7
Triunfo Part	0,29	0,32	0,5	0	0,30	0,5	0,25	1	0,56	14,1	14,3	0,0	0,6
Tupy	0,50	0,62	1,0	1	0,13	0,5	1,00	1	0,53	16,2	15,5	0,0	-0,9
Ultrapar	0,72	0,03	1,0	1	0,04	1,0	0,78	1	0,28	18,7	17,2	0,1	-1,4
Unicasa	0,14	0,29	0,0	0	0,37	0,5	0,33	1	0,56	12,3	12,2	0,0	-0,8

(continua)

(conclusão)

DADOS EMPRESA NDGC	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9	Ln_ RV	Ln_ EV	ROA	Ind_ Sharpe
Unifique	0,32	0,04	0,5	1	0,25	0,5	0,40	1	0,75	13,8	14,1	0,1	-0,4
Usiminas	0,42	0,00	1,0	1	0,04	0,5	0,25	1	0,69	17,1	16,1	0,0	-0,9
Vale	0,70	0,01	1,0	1	0,09	1,0	0,62	1	0,15	19,1	19,5	0,1	-1,3
Valid	0,51	0,04	0,5	1	0,14	0,5	0,80	1	0,38	14,6	14,5	0,1	0,7
Vamos	0,77	0,08	0,5	0	0,09	0,5	0,40	1	0,64	15,4	16,6	0,0	-0,9
Veste	0,49	30,0	1,0	0	0,59	0,5	0,67	1	0,50	13,9	14,0	0,0	-1,5
Vibra	0,63	0,01	1,0	1	0,02	1,0	1,00	1	0,18	19,0	17,2	0,1	-0,8
Vitrueduca	0,36	0,09	0,5	1	0,31	0,5	0,30	1	0,35	14,6	14,8	0,0	-0,7
Vittia	0,37	0,17	1,0	1	0,23	0,5	0,40	1	0,62	13,6	13,8	0,1	-1,1
Vivara S.A.	0,64	0,04	1,0	1	0,44	0,5	0,40	1	0,47	14,8	15,4	0,2	-1,2
Viveo	0,29	0,00	1,0	1	0,19	0,5	0,50	1	0,44	16,3	15,0	-0,1	-1,1
Viver	0,37	0,00	0,0	0	0,28	0,5	0,60	1	0,37	11,6	10,9	-0,2	-1,4
Vulcabras	0,60	0,04	0,5	0	0,23	0,5	0,40	1	0,66	14,9	15,3	0,2	-0,5
Wdc Networks	0,18	0,28	0,0	0	0,19	0,5	0,40	1	0,67	13,6	10,6	0,0	-1,2
Weg	0,67	0,00	1,0	0	0,13	1,0	0,29	1	0,65	17,5	19,2	0,2	1,4
Westwing	0,25	0,00	0,0	0	0,64	0,5	0,80	1	0,65	12,0	11,0	-0,1	-1,7
Wilson Sons	0,92	0,36	0,5	1	0,15	1,0	0,29	1	0,68	14,9	16,1	0,1	-0,4
Wiz Co	0,49	0,11	1,0	1	0,19	1,0	0,33	1	0,53	14,0	14,3	0,1	-0,7
Yduqs Part	0,60	0,12	1,0	1	0,44	1,0	0,89	1	0,04	15,5	15,8	0,0	-1,2

Fonte: Elaborado pelo autor - Dados da pesquisa (2025)