

PERFIL DA ALTA ADMINISTRAÇÃO E DESEMPENHO EMPRESARIAL

DANIVAL SOUSA CAVALCANTE

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

IGOR RODRIGO MENEZES TEODÓSIO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

VANESSA INGRID DA COSTA CARDOSO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

PERFIL DA ALTA ADMINISTRAÇÃO E DESEMPENHO EMPRESARIAL

1 INTRODUÇÃO

O estudo do perfil da alta administração em organizações empresariais tem despertado interesse da academia e do mercado, na busca de se compreender os efeitos organizacionais oriundos dos conflitos de agência, com destaque para as características do sistema de remuneração dos membros do conselho de administração e da diretoria executiva e da composição desses dois colegiados. Sob esse cenário, ressalta-se o interesse dos *shareholders* pelo retorno dos seus investimentos. Como explicam Kuhl, Kuhl e Gusmão (2014), há uma boa diversidade de indicadores de desempenho empresarial para essa finalidade. Silva e Moraes (2006) acrescentam que as práticas de governança corporativa são consideradas medidas de desempenho empresarial, a partir da análise do conselho de administração.

Diante de mercados cada dia mais competitivos, as organizações buscam meios de melhorar o seu desempenho financeiro, operacional e de mercado, instigando acadêmicos e profissionais de diversas áreas do conhecimento a investigar e compreender os elementos organizacionais que afetam o desempenho empresarial ou estão a ele relacionados. Nesse contexto, destaca-se a obra de Silveira, Barros e Famá (2003), que investiga se a estrutura de governança corporativa, a partir das características do conselho de administração, afeta o desempenho financeiro nas companhias brasileiras, bem como o de Dias, Pardini, Mesquita, Muyllder e Carvalho (2014), que explora os determinantes estratégicos e de estrutura do conselho de administração no desempenho das organizações.

Diversas outras pesquisas induzem progressivamente a discussão sobre o relacionamento entre o perfil da alta administração e o desempenho empresarial (Almeida, Klotze, & Pinto, 2013; Ceribeli, Silva, Guillarducci, & Garcia, 2015; Gheno & Berlitz, 2011; Khan & Vieto, 2013; Krauter, 2013).

O presente estudo considera no âmago da alta administração, o conselho de administração, principal órgão da estrutura e da adoção de boas práticas de governança corporativa, bem como a diretoria executiva, responsável pela execução da gestão monitorada por aquele, estando esses dois diretamente envolvidos na gestão corporativa e com acesso permanente às informações estratégicas e administrativas da organização.

Com base nas características desses dois principais órgãos da alta administração, com foco no tamanho, gênero e remuneração, sem desconsiderar demais características quanto à dualidade, acúmulo de cargos, mandato e governança corporativa, há o interesse de reforçar a literatura científica que aborda o perfil da alta administração nas empresas brasileiras, relacionando-o ao respectivo desempenho econômico-financeiro. Nesse sentido, o estudo propõe a seguinte questão: Qual a relação entre o perfil da alta administração e o desempenho econômico nas empresas de capital aberto no Brasil?

Assim, a pesquisa tem como objetivo principal investigar a relação entre o perfil da alta administração e o desempenho econômico nas empresas de capital aberto no Brasil. Para tanto, são propostos objetivos específicos de descrever o perfil da alta administração nas empresas brasileiras de capital aberto; e de verificar possíveis diferenças no desempenho econômico das empresas a partir do perfil da alta administração, especialmente quanto ao tamanho desses órgãos, ao gênero e à remuneração dos seus membros.

O estudo analisa dados extraídos dos formulários de referência de 182 companhias não financeiras listadas na B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão, combinando-os com dados econômico-financeiros disponíveis na base Economatica®, referentes ao exercício de 2016.

O interesse da pesquisa consiste em servir como estudo de apoio à literatura sobre as temáticas abordadas, diferenciando-se dos demais pelas variáveis específicas utilizadas nas análises, com foco no tamanho, gênero e remuneração da alta administração, considerando

ainda a dualidade, acúmulo de cargos, mandato e governança corporativa, como perfil da alta administração, relacionando-as ao desempenho organizacional, com o emprego de técnicas estatísticas, de forma a complementar e validar os achados.

Portanto, a contribuição do estudo reside na discussão e sedimentação do tema na literatura. Na prática, percebe-se que a alta administração, representada tanto pelo conselho de administração como pela diretoria executiva, se estabelece como destaque na estrutura corporativa, e intervém diretamente no processo decisório, sobretudo nas estratégias das empresas, em busca de melhoria de desempenho.

2 REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES

Camargos e Barbosa (2005) asseveram que, entre as diversas técnicas utilizadas para medir o desempenho de uma organização, concentram-se os indicadores econômico-financeiros. Um grande número de índices pode ser utilizado para avaliar o desempenho, tanto de natureza econômico-financeira quanto não financeira (Kuhl *et al.*, 2014). Dentre os diversos indicadores abordados na literatura, destacam-se o ROA (Return On Assets – Retorno sobre o Ativo), o ROE (Return On Equity – Retorno sobre o Patrimônio Líquido) e o EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization - Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização).

Além dos indicadores de desempenho, a governança corporativa também tem sido utilizada como instrumento de mensuração de desempenho empresarial, principalmente por meio do conselho de administração (Silva & Moraes, 2006). Considerado um dos órgãos mais importantes de governança corporativa (Forbes & Milliken, 1999), o conselho de administração é também um dos principais mecanismos de controle interno, e tem a responsabilidade de garantir aos investidores a proteção de seus investimentos, monitorando as decisões dos administradores e verificando se elas estão realmente alinhadas com os interesses dos acionistas (Andrade, Salazar, Calegário, & Silva, 2009; Chen, Cheng, & Wang, 2015).

O conselho de administração atua em defesa dos interesses dos acionistas, por reconhecer a ocorrência de conflitos de interesses, baseado na Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976). Valadares e Leal (2000) ressaltam que a eficiência do conselho de administração depende do seu nível de independência, já que um conselho composto por membros independentes está em melhor posição para monitorar e controlar os gestores, contribuindo, assim, para reduzir problemas de agência.

Para garantir a independência do conselho, alguns autores (Correia, Amaral, & Louvet, 2014; Du, Jian, & Lai, 2017) recomendam a separação dos cargos de presidente do conselho de administração (*Chairman*) e principal diretor executivo (*Chief Executive Officer – CEO*), de modo a garantir que o diretor-presidente não influencie substancialmente o conselho de administração (Moura, Almeida, & Vecchia, 2017), já que a dupla função poderia comprometer as ações de monitoramento e supervisão, com o risco de conflitos de agência.

Silveira *et al.* (2003) investigaram se a estrutura de governança corporativa afeta o desempenho financeiro nas companhias brasileiras, considerando três variáveis: tamanho do conselho de administração, grau de independência desse colegiado e separação dos cargos de principal diretor executivo e presidente do órgão. Os resultados demonstraram que as empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor-presidente e presidente do conselho de administração obtiveram melhor desempenho financeiro. Verificou-se também uma baixa correlação entre tamanho do conselho de administração e valor de mercado, de modo que as empresas com um número intermediário de membros nesse colegiado (quatro a oito) apresentaram melhor desempenho financeiro médio, sugerindo a existência de uma faixa ótima para o tamanho do conselho de administração.

Dias *et al.* (2014) investigaram os determinantes estratégicos e de estrutura do conselho de administração no desempenho das organizações. Os resultados apontaram para uma tendência de melhor desempenho nas organizações com maior número de membros, maior grau de independência do órgão e maior número de *interlockings*.

Importa ressaltar a diversidade de gêneros nos cargos da alta administração. Embora o quesito gênero não seja disseminado no contexto das práticas de governança corporativa, alguns estudos evidenciam uma questão social e cultural, que é a baixa participação feminina nos cargos de decisão (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2016; Lazzaretti & Godoi, 2012; Silva & Martins, 2017). No ambiente empresarial, as relações de gênero são marcadas por grandes assimetrias (Cavazotte, Oliveira & Miranda, 2010), já que, mesmo com a crescente participação das mulheres nas organizações empresariais, sobretudo nas últimas décadas, ainda há diferenças significantes entre homens e mulheres tanto na remuneração quanto na ocupação em cargos de decisão.

Analisando as empresas de maior liquidez listadas na BM&FBovespa no período de 2010 a 2013, Silva e Martins (2017) observaram que em 63% delas não havia mulher no conselho de administração, além de se registrar uma baixa representação feminina nos conselhos em que havia mulher, com uma média de 5,6%.

Segundo a pesquisa “Perfil dos Conselhos de Administração”, realizada pelo IBGC (2016), em 339 companhias brasileiras de capital aberto, em apenas 37,8% havia participação feminina no conselho de administração, enquanto do total de assentos no órgão, apenas 7,9% eram ocupados por mulheres, das quais apenas 15,3% eram membros independentes. Entre os presidentes de conselho de administração, as mulheres ocupavam apenas 2,8% dos assentos.

Dentre as dificuldades que as mulheres, historicamente, enfrentam para sua inserção no mercado de trabalho, assim como sua ascensão a cargos superiores na hierarquia organizacional, alguns autores destacam o efeito teto de vidro (*glass ceiling*) nas organizações, que pode ser entendido como uma barreira invisível que impede ou dificulta a ascensão profissional das mulheres a cargos superiores em uma organização (Morrison & Glinow, 1990; Madalozzo, 2011; Dambrin & Lambert, 2012), em virtude do seu gênero.

Apesar da reduzida participação de mulheres na alta administração das organizações, Forbes e Milliken (1999) ressaltam que a presença feminina no conselho de administração pode influir não somente na diversidade de gêneros, mas também na produtividade que, por conseguinte, pode afetar de forma positiva o desempenho financeiro das organizações (Carter, Simkins & Simpson, 2003; Khan & Vieto, 2013; Smith, Smith & Verner, 2006; Low, Roberts, Whiting, 2015; Silva & Martins, 2017).

Adams e Ferreira (2009) evidenciaram que as mulheres diretoras geram impacto positivo nos resultados da empresa e são mais propensas a desenvolver atividades de monitoramento. Khan e Vieto (2013) verificaram que as empresas geridas por CEO do sexo feminino apresentaram melhor desempenho e menor nível de risco. Já Liu, Wei e Xie (2014) constataram que as diretoras executivas conseguem um desempenho empresarial mais positivo quando comparadas às diretoras independentes, indicando que o efeito-executivo supera o efeito-monitoramento.

No setor de energia elétrica, Almeida *et al.* (2013) evidenciaram que o tamanho do conselho de administração e a sua independência apresentaram correlação positiva com o desempenho empresarial, ao passo que a proporção de mulheres nesse colegiado não apresentou correlação positiva com as variáveis de desempenho. Silva e Martins (2017) analisaram a influência da participação feminina no conselho de administração sobre a *performance* das organizações, e constataram que a presença desse gênero influenciou positivamente o desempenho financeiro.

A remuneração dos membros da alta administração também constitui variável de interesse tanto de pesquisadores quanto dos profissionais que atuam nas organizações. É comum encontrar na literatura abordagens sobre remuneração dos executivos associada ao desempenho da organização ou relacionada à Teoria da Agência, já que, muitas vezes os gestores agem para maximizar seus resultados particulares, em detrimento dos objetivos principais da empresa (Eisenhardt, 1989; Theiss & Beuren, 2014), ou seja, sem se preocupar em criar valor para os acionistas (Anjos, Tavares, Monte, & Lustosa, 2015).

Desse modo, a remuneração se torna um dos mecanismos utilizados para alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas (Krauter, 2013) e com os objetivos estratégicos institucionais, levando-as a obter níveis superiores de desempenho financeiro (Gómez-Mejia & Welbourne, 1988). Além disso, a adequada remuneração tem também o propósito de reter profissionais mais qualificados (Gheno & Berlitz, 2011).

Segundo Krauter (2013), a remuneração é um dos sistemas mais complexos e importantes da administração de recursos humanos. Além disso, é considerada um fator relevante para recompensar a produtividade não somente dos colaboradores que atuam em níveis mais baixos da hierarquia, mas também dos integrantes da alta administração, já que estes são responsáveis pela gestão de toda a empresa (Lin & Cheng, 2013).

Complementarmente, Ceribeli *et al.* (2015) asseveram que a remuneração da alta gerência é um elemento motivador para conduzir os executivos a realizar suas atividades em conformidade com os objetivos estratégicos da organização, visando ao seu desenvolvimento no mercado. Ressalte-se, porém, que o recurso financeiro não é a única fonte de incentivo aos executivos da alta administração, já que as empresas incorporam também aspectos não financeiros, como carreira profissional e desenvolvimento pessoal e profissional nos seus pacotes de remuneração indireta (Krauter, 2013).

A remuneração dos executivos constitui tema complexo, de modo que investigar a correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho empresarial consiste em fornecer informações importantes para avaliar as reformas atuais e futuras de mercado (Conyon & He, 2011), já que a remuneração pode ser afetada por diversas variáveis (Lin, Kuo, & Wang, 2013).

Vários estudos encontrados na literatura nacional investigam a correlação da remuneração dos executivos com o desempenho da organização. No entanto, os resultados são controversos (Silva & Chien, 2013). Enquanto alguns autores identificam que há correlação significativa entre a remuneração e o desempenho financeiro (Degenhart, Martins, & Hein, 2017; Krauter, 2013; Souza, Cardoso, & Vieira, 2017), outros não identificam nenhuma correlação entre as duas variáveis (Alves & Krauter, 2014; Krauter & Souza, 2013; Nascimento, Franco, & Cherobim, 2012; Silva & Chien, 2013).

Krauter (2013) investigou a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro em 82 empresas brasileiras não financeiras, e detectou uma relação significativa entre as variáveis. Em contraponto, ao realizar estudo envolvendo 420 companhias brasileiras de capital aberto, com dados referentes ao período de 2002 a 2009, Silva e Chien (2013) evidenciaram que não há correlação significativa entre remuneração executiva, valor (medido pelo Q de Tobin e pelo *Price-to-book*) e desempenho da empresa, calculado pelo ROA.

Mais recentemente, todavia, Degenhart, Martins, & Hein (2017) revelaram que a remuneração dos diretores executivos é maior quando o ROA é elevado, e, ainda, em relação ao tamanho da empresa, ao desenvolverem uma pesquisa em 219 companhias listadas na BM&FBovespa no período de 2011 a 2015, utilizando as variáveis ROA, ROE, tamanho da empresa, Lucro por Ação e Liquidez Geral.

Com base na revisão de literatura sobre as temáticas abordadas neste estudo, formulam-se, a seguir, três hipóteses, interdependentes e complementares, como forma de validar os resultados umas das outras a partir das análises:

- H₁: Há relação entre o perfil da alta administração, especificamente quanto ao tamanho, participação de gêneros e remuneração, e o desempenho econômico, nas companhias de capital aberto no Brasil.
- H₂: Há correspondência entre o perfil da alta administração, especificamente quanto ao tamanho, participação de gêneros e remuneração, e o desempenho econômico, nas companhias de capital aberto no Brasil.
- H₃: Há diferença de desempenho econômico nas empresas, a partir do perfil da alta administração, quanto ao tamanho, participação de gêneros e remuneração.

3 METODOLOGIA

O estudo se caracteriza como descritivo e documental, com abordagem quantitativa, apoiando-se em técnicas de estatística descritiva e inferencial aplicadas sobre dados secundários obtidos a partir de consulta aos formulários de referência divulgados pelas companhias brasileiras de capital aberto e disponíveis no *website* da B3, e dados econômico-financeiros disponíveis na base Economática®.

A população abrange as companhias brasileiras não financeiras de capital aberto listadas nos três segmentos denominados níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) da B3, em 30 de agosto de 2017, assim como aquelas não participantes de nenhum desses três segmentos, totalizando 288 empresas. Para a definição da amostra, foram excluídas 106 empresas que apresentaram quaisquer das seguintes características, verificadas durante a coleta dos dados, realizada em dezembro de 2017: não apresentaram o formulário de referência relativo ao ano-calendário 2016; não disponibilizaram as informações sobre a composição e/ou remuneração do conselho de administração ou da diretoria executiva em 2016; apresentaram Patrimônio Líquido negativo no encerramento do exercício de 2016; não apresentaram todos os dados econômico-financeiros necessários para as análises na base Economática®. Assim, a amostra resultou em 182 empresas que atenderam a todos os requisitos informacionais para o estudo.

Para os fins deste estudo, a alta administração compreende o conselho de administração e a diretoria executiva. As informações e dados obtidos para a identificação do perfil da alta administração referem-se a: dualidade de funções (CEO/*Chairman*), cumulatividade de cargos, gênero do *Chairman* e do CEO, tamanho da alta administração, independência do conselho de administração, duração do mandato, diversidade de gênero e remuneração.

Para alcançar o objetivo geral do estudo, que está diretamente ligado às hipóteses H₁ e H₂, optou-se pelo teste de correlação de Spearman e pela análise de correspondência bivariada (Anacor), respectivamente. Para o alcance do primeiro objetivo específico, lançou-se mão de técnica de estatística descritiva sobre os dados coletados das empresas e suas medidas centrais, enquanto para atender ao segundo objetivo específico, que está diretamente ligado à hipótese H₃, foi aplicado o teste de comparação de médias de Mann-Whitney.

Para todos os testes estatísticos, foram aplicadas análises não paramétricas, devido ao fato de os dados de todas as variáveis não apresentarem distribuição normal.

Os construtos presentes no estudo referem-se ao perfil da alta administração, com base em suas características, principalmente quanto ao tamanho, gênero e à remuneração, assim como ao desempenho econômico das companhias brasileiras de capital aberto listadas na B3. As variáveis e *proxies* relacionadas tanto ao perfil da alta administração, quanto ao desempenho econômico das empresas, estão descritas no Quadro 1. Para a complementação das análises,

adicionalmente foram considerados os segmentos de listagem de governança corporativa das empresas na B3.

Perfil da Alta Administração	Tipo e operacionalização
Dualidade (CEO/ <i>Chairman</i>)	<i>Dummy</i> : “1”, quando há dualidade (CEO e <i>Chairman</i> na mesma pessoa); 0”, no caso contrário
Cumulatividade de cargos no Conselho de Administração e na Diretoria Executiva	Numérica: número de pessoas que acumulam cargos no Conselho de Administração e na Diretoria Executiva, concomitantemente
Gênero do <i>Chairman</i> e gênero do CEO	<i>Dummy</i> : “1”, quando o <i>Chairman</i> for mulher; “0”, quando o <i>Chairman</i> for homem; do mesmo modo, para o CEO
Tamanho da Alta Administração	Numérica: soma do número de membros do Conselho de Administração com o de membros da Diretoria Executiva, desconsiderando nomes repetidos
Número de membros independentes	Numérica: número de membros titulares independentes do Conselho de Administração.
Mandato no Conselho de Administração e Mandato na Diretoria Executiva	Numérica: tempo médio de mandato dos membros no Conselho de Administração; do mesmo modo, para os membros da Diretoria Executiva
Presença de homem e mulher na Alta Administração	<i>Dummy</i> : “1”, quando há presença de homem e mulher no Conselho de Administração ou na Diretoria Executiva; “0”, quando há somente homens
Participação relativa de homens e de mulheres na Alta Administração	Numérica: proporção equivalente à participação de homens em relação ao total de membros da Alta Administração; do mesmo modo, para a participação relativa de mulheres
Remuneração Média da Alta Administração	Numérica: média das remunerações médias do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva em todas as empresas da amostra
Remuneração Média <i>per capita</i> da Alta Administração	Numérica: média da remuneração média da alta administração, dividida pelo número de membros da alta administração em todas as empresas da amostra
Segmento de Listagem	<i>Dummy</i> : “1”, quando a empresa participa de um dos segmentos de listagem (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado); “0”, quando a empresa não participa de nenhum segmento de listagem
Desempenho Econômico	Tipo e operacionalização
Ebitda – Earning Before Interests Taxes, Depreciation and Amortization	Numérica: resultado antes de juros, impostos, depreciação e amortização
ROA – Return On Assets	Numérica: razão entre o Lucro Líquido e o Ativo
ROE – Return On Equity	Numérica: razão entre o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido

Figura 1 – Variáveis e *proxies* para o perfil da alta administração e desempenho econômico

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para os testes da hipótese H₂, que depende da análise de correspondência (Anacor), faz-se necessária a prévia realização de testes qui-quadrado entre as variáveis que se pressupõem serem correspondentes. Para tanto, foi preciso ajustar algumas variáveis numéricas, discriminando-as em categorias, representando medidas categóricas para as variáveis relativas ao perfil da alta administração, especificamente quanto ao gênero, tamanho e à remuneração de seus membros, e para as medidas de desempenho econômico. As variáveis foram, portanto, categorizadas em três níveis: a metade inferior da média foi categorizada em “baixo” (escore 1); a metade superior da média foi categorizada em “médio” (escore 2); e o valor acima da referida média recebeu a categoria “alto” (escore 3).

Para proceder com os testes de comparação de médias, vinculados à hipótese H₃, foi preciso segregar as empresas em grupos, para possibilitar as análises comparativas.

Para a hipótese H₃, as empresas foram distribuídas em grupos, a partir da característica analisada: (i) tamanho: foi criada uma nova variável *dummy*, chamada de maiores e menores tamanhos da alta administração. Para tanto, foi inicialmente calculado o número médio de membros participantes da alta administração entre todas as empresas da amostra, o que resultou em 11,489 indivíduos. A partir desse valor médio, as empresas foram segregadas em dois grupos: empresas com menos de 12 membros na alta administração (grupo 1, com 83 empresas),

e empresas com mais de 11 membros na alta administração (grupo 2, com 99 empresas); (ii) gênero participante: empresas em cuja alta administração participam mulheres e homens (grupo 1, com 104 empresas) e empresas em que somente homens participam da alta administração (grupo 2, com 78 empresas); e (iii) remuneração média *per capita* da alta administração, criando-se uma nova variável qualitativa/categórica (*dummy*), denominada de maior e de menor remuneração média *per capita* da alta administração. Para tanto, foi calculada a remuneração média individual dos membros da alta administração dentre todas as empresas da amostra, o que resultou em R\$ 102.561,00, distribuindo-se as empresas em dois grupos: empresas que apresentam remuneração média *per capita* individual de no máximo R\$102.561,00, (grupo 1, com 119 empresas); e empresas que apresentam remuneração média *per capita* individual superior a R\$102.561,00 (grupo 2, com 63 empresas).

4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS

4.1 Análise descritiva

Para o atendimento do primeiro objetivo específico do estudo, procede-se nesta seção à análise descritiva do perfil da alta administração, com base em suas características, e das medidas de desempenho econômico das 182 empresas da amostra.

Inicialmente, vale destacar as variáveis *dummy*, quais sejam: dualidade, gênero do *Chairman*, gênero do CEO, presença de mulheres e níveis diferenciados de governança corporativa. A dualidade transcorre quando o presidente do conselho de administração (*Chairman*) e o diretor presidente (CEO) são a mesma pessoa. Esse fenômeno ocorreu em 12 das 182 empresas analisadas. O resultado reforça os achados de Holtz e Sarlo (2014), no sentido de demonstrar que na maioria das empresas há a separação entre os cargos de presidente do conselho de administração e diretor presidente, assim como corrobora o estudo de Correia, Costa e Lucena (2017), em que a dualidade ocorreu em apenas 19% das companhias abertas brasileiras nos períodos de 2012 a 2015. Moura *et al.* (2017) demonstraram que houve uma redução da dualidade, passando de 24% em 2012 para 15% em 2015. Tais resultados demonstram uma característica positiva do mercado, sugerindo que a separação entre esses cargos pode ser uma forma de dar maior proteção aos interesses dos acionistas (Correia, Costa & Lucena, 2017).

No geral, presidente do conselho de administração e diretor presidente são cargos exercidos por homens em 96% e 98% das empresas da amostra, respectivamente, restando, portanto, uma parcela ínfima de participação de mulheres nesses cargos. Resultado pouco superior ao de Lazzaretti e Godoi (2012) que, analisando 410 empresas brasileiras, verificaram que em apenas 2,2% delas o presidente do conselho era do gênero feminino. A acumulação de cargos (conselho de administração / diretoria executiva) representa, em cada empresa, o resultado da soma de pessoas que estão presentes, concomitantemente, no conselho de administração e na diretoria executiva, como membros titulares. Essa prática foi observada em 98 empresas analisadas.

O segmento de listagem da B3 é uma característica da empresa, e não somente da alta administração, mas esses são elementos essenciais para o desenvolvimento das práticas de governança corporativa. No geral, 69% das empresas analisadas participam dos níveis diferenciados, e, portanto, adotam práticas de governança corporativa. Cabe destacar que o perfil da alta administração dessas empresas deve estar alinhado a tais práticas, pois os conselheiros e diretores são responsáveis pelas boas práticas de governança nas empresas.

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das principais variáveis do estudo.

Tabela 1 – Medidas de estatística descritiva

Variável	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
----------	-------	---------	---------------	--------	--------

Perfil da alta administração	Tamanho do Conselho de Administração	7	7	2,43	3	16
	Tamanho da Alta Administração	11,49	11	4,13	4	26
	Número de membros independentes	1,96	2	1,82	0	8
	Mandato do Conselho de Administração	1,83	2	0,62	1	3
	Mandato da Diretoria Executiva	1,98	2	0,76	1	3
	Número de homens	10,54	10	4,01	2	26
	Número de mulheres	0,95	1	1,14	0	7
	Participação relativa de homens	0,92	0,93	0,1	0,5	1
	Participação relativa de mulheres	0,08	0,07	0,1	0	0,5
	Remuneração média (R\$)	1.134.017	894.160	985.335	870	6.559.801
Remuneração média <i>per capita</i> (R\$)	102.561	84.763	83.241	97	596.346	
Desempenho	EBITDA (R\$)	1.740.777	344.680	6.065.794	-455.211	65.025.000
	ROA	0,01	0,02	0,11	-0,79	0,33
	ROE	-0,04	0,05	0,66	-6,76	2,01

Fonte: Elaborada pelos autores.

O tamanho do conselho de administração, medido pelo número de membros titulares, demonstra que o conselho é composto, em média, por 7 pessoas, tendo sido observada uma variação de 3 a 16 pessoas. Ao se considerar, além do conselho de administração, a diretoria executiva, observou-se uma composição média de 11 pessoas, variando de 4 a 26.

Quanto à independência do conselho de administração, os dados demonstram que, em média, cada empresa apresenta 2 membros independentes, variando de nenhum a 8, dependendo da empresa. No conselho de administração dura, em média, 1 ano e 10 meses, enquanto na diretoria executiva dura, em média, 2 anos. Em ambos os casos, o mandato pode variar de 1 a 3 anos.

Foi possível identificar empresas em que homens e mulheres compartilham cargos na alta administração, assim como empresas em que só participam homens. Os dados mostram que a mulher está presente na alta administração em 57% das empresas. Não foi identificado nenhum caso de presença exclusiva de mulheres. Lazzaretti e Godoi (2012) também identificaram uma baixa participação feminina nos assentos da alta administração, especificamente no conselho de administração, com proporção média de 7,5%. Silva e Martins (2017) observaram que 63% das empresas não dispuseram da participação feminina no conselho de administração, sendo de 5,6% a representação feminina nos conselhos de administração.

A participação de homens na alta administração apresenta uma média entre 10 e 11, variando de 2 a 26. Já a participação de mulheres na alta administração apresenta média próximo de um, variando de nenhuma a 7. Ainda sobre a participação de homens e de mulheres na alta administração, tem-se que predomina no conselho de administração e na diretoria executiva a participação relativa de homens, com 92%, contra 8% de participação de mulheres. A participação masculina na alta administração nunca é inferior a 50%, podendo chegar a 100%, enquanto a participação feminina pode variar de zero a 50%. Essa comparação reforça ainda mais a distorção entre a participação de homens e a de mulheres em posições na alta administração corporativa no Brasil.

Quanto à remuneração da alta administração das empresas, registra-se uma média em torno de R\$ 1.134.017,00 por ano, porém essa informação varia, a depender do número de membros no conselho de administração e na diretoria executiva. Assim, foi calculada a remuneração média *per capita* dos membros da alta administração de todas as empresas da amostra, mediante divisão da remuneração total pelo número de membros do conselho de

administração e da diretoria executiva, em cada empresa, cuja remuneração média individual gira em torno de R\$ 102.561,00 por ano. Ambas as medidas de remuneração apresentam ampla variação entre mínima e máxima. A remuneração média verificada na amostra é inferior a 1/3 do valor encontrado por Correia *et al.* (2014), de R\$ 3.999.440,00.

Quanto às medidas de desempenho, os dados mostram que as empresas da amostra apresentaram um Ebitda médio de R\$ 1.740.777,00, variando de R\$ 455.211,00 negativos a R\$ 65.025.000,00. Enquanto isso, o ROA mostra que o retorno médio ficou em torno de 0,01, variando de 0,79 negativo a 0,33 entre as empresas. Já o ROE apresentou um retorno médio de 0,04 negativo, variando de 6,76 negativos a 2,01 positivos.

4.2 Análise de correlações

Para a consecução do objetivo principal e verificação da hipótese H₁ previamente definida, procedeu-se aos testes de correlação entre as variáveis em estudo. A Tabela 2 apresenta o resultado do teste de correlação de Spearman, das variáveis componentes do perfil da alta administração, especificamente em relação ao tamanho, gênero e remuneração, assim como das medidas de desempenho econômico.

Tabela 2 – Correlação de Spearman

Variável / proxy	EBITDA	ROA	ROE
Tamanho da alta administração	0,550 ^(***)	0,129 ^(*)	0,148 ^(**)
Gênero do <i>Chairman</i>	-0,168 ^(**)	-0,011	-0,006
Gênero do CEO	0,047	-0,019	-0,055
Presença de mulher	0,07	0,059	0,047
Participação relativa de homens	0,034	-0,051	-0,056
Participação relativa de mulheres	-0,036	0,049	0,055
Remuneração total	0,593 ^(***)	0,152 ^(**)	0,152 ^(**)
Remuneração média	0,479 ^(***)	0,135 ^(*)	0,125 ^(*)
Remuneração média <i>per capita</i>	0,266 ^(***)	0,122	0,092

Nota: (*) significativa ao nível 0,1; (**) significativa ao nível 0,05; (***) significativa ao nível 0,01.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base na Tabela 2, verifica-se que o Ebitda se associa positivamente ao tamanho, à remuneração total, à remuneração média e à remuneração média *per capita* da alta administração; além disso, associa-se negativamente ao gênero do presidente do conselho de administração. Assim, quanto maior for o Ebitda apresentado pela empresa, é provável que maiores sejam o número de membros titulares no conselho de administração e na diretoria executiva, o valor total, o valor médio e o valor *per capita* pagos a título de remuneração aos membros da alta administração.

Observa-se que o tamanho e a remuneração total e média da alta administração estão positivamente correlacionados com todas as medidas de desempenho econômico consideradas no estudo, corroborando Pletsch, Silva e Hein (2015), segundo os quais, quanto maior for o desempenho econômico-financeiro das empresas, maiores serão os investimentos e benefícios sociais destinados ao seu público interno.

Verificou-se ainda que, quanto maior for o Ebitda da empresa, menor é a probabilidade de que uma mulher esteja presidindo o conselho de administração. Para as demais características da alta administração não houve correlação significativa com o Ebitda.

O ROA e o ROE apresentam associações similares com as variáveis do perfil da alta administração. Ambos estão positivamente correlacionados ao tamanho, à remuneração total e à remuneração média da alta administração. Esses resultados sugerem que quando a empresa apresenta um ROA positivo, é provável que maiores sejam o número de membros do conselho de administração e o número de membros da diretoria executiva, e que maiores sejam a remuneração total e a remuneração média pagas aos membros da alta administração no período.

Para as demais características da alta administração, não houve correlação significativa com o ROA nem com o ROE.

Diante desses resultados dos testes de correlação, rejeita-se a hipótese H_1 , já que nem todas as variáveis do perfil da alta administração atestaram correlação significativa com todas as medidas de desempenho econômico nas companhias da amostra.

4.3 Análises de correspondência (Anacor)

Para a verificação da hipótese H_2 , procede-se às análises de correspondência (Anacor) entre as variáveis. Como pré-requisito para proceder à Anacor, foi realizado teste qui-quadrado entre as variáveis em estudo, haja vista que a referida técnica somente é validada se a correlação passar com significância pelo teste qui-quadrado, sendo a Anacor considerada um teste complementar àquele. De acordo com os resultados relativos à aplicação dos testes chi-quadrado, mostraram-se significantes as correlações bivariadas: entre os níveis do Ebitda e do ROA e o nível do tamanho da alta administração (1% sig. e 10% sig., respectivamente); e entre o nível do Ebitda e o nível de remuneração média *per capita* da alta administração (5% sig.). Entre as demais correlações não se constatou significância estatística; portanto, para as demais correlações não se pode prosseguir com a Anacor.

A Tabela 3 mostra o cruzamento das observações referentes às categorias cujas correspondências se mostraram significantes.

Tabela 3 – Tabela de correspondência

Variáveis correspondentes	Nível do Ebitda				Nível do ROA			
	Baixo	Médio	Alto	Total	Baixo	Médio	Alto	Total
Nível do tamanho da alta administração								
Baixo	7	0	1	8	1	1	6	8
Médio	76	9	6	91	45	3	43	91
Alto	38	20	25	83	28	4	1	83
Total	121	29	32	182	74	8	100	182
Nível de remuneração média <i>per capita</i> da alta administração								
Baixo	44	7	6	57				
Médio	43	7	8	58				
Alto	34	15	18	67				
Total	121	29	32	182				

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 3, pode-se observar que o Ebitda baixo está mais concentrado no nível médio de tamanho da alta administração; outrossim, o Ebitda alto se concentra no alto nível de tamanho da alta administração. Além disso, a variável Ebitda está bem distribuída quanto ao nível de remuneração *per capita* da alta administração, sendo que a variável na categoria “baixo” se faz presente de forma mais preponderante no nível de remuneração média e baixo. Em relação ao desempenho, verifica-se que o ROA baixo tem maior concentração de nível médio do tamanho da alta administração.

Vale salientar que a Anacor visa à análise de similaridades e diferenças entre as categorias analisadas, além da construção de mapas perceptuais, que possibilitam a visualização das correlações entre as variáveis da análise. As representações gráficas conjuntas das variáveis estão ilustradas na Figura 2.

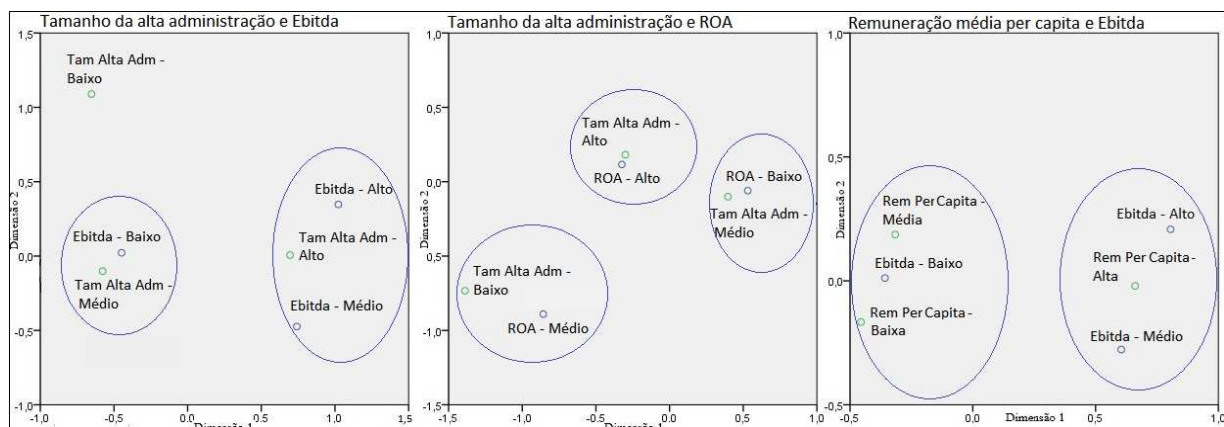


Figura 2 – Mapas perceptuais das variáveis correspondentes

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base no primeiro mapa, é possível verificar uma relação de proximidade entre tamanhos maiores da alta administração e resultados de Ebitda médio e alto, assim como entre tamanho médio da alta administração e baixo desempenho medido pelo Ebitda, não sendo perceptível uma correspondência visual com tamanho de nível baixo da alta administração.

No segundo mapa é possível observar uma relação de proximidade entre nível baixo de tamanho da alta administração e nível médio do ROA, também entre tamanho médio da alta administração e baixo ROA, e ainda entre alto tamanho da alta administração e alto desempenho medido pelo ROA.

O terceiro mapa indica que as empresas que estabelecem maior nível de remuneração *per capita* para os membros da alta administração apresentam nível entre médio e alto de resultado Ebitda, enquanto as empresas que estabelecem nível entre baixo e médio de remuneração para os membros da alta administração apresentam um baixo desempenho medido pelo Ebitda.

Embora tenham sido observadas correspondências entre variáveis características do perfil da alta administração (como tamanho e remuneração média *per capita*) e medidas de desempenho econômico (como Ebitda e ROA), os resultados das análises levam à rejeição da hipótese H_2 , haja vista que nem todas as características do perfil da alta administração observadas neste estudo apresentaram correspondência com todas as medidas de desempenho econômico das companhias da amostra.

4.4 Teste de comparação de médias

Para a consecução do segundo objetivo específico, aplicou-se o teste de comparação de médias. Para tanto, foi necessário definir os grupos de empresas, a fim de se verificar possíveis diferenças no desempenho, considerando-se o perfil da alta administração, quanto ao tamanho, ao gênero participativo e à remuneração *per capita* da alta administração.

Procedeu-se, assim, ao teste não paramétrico de Mann-Whitney para amostras independentes, para cada uma das medidas de desempenho consideradas no estudo entre os grupos de empresas formados. Os resultados estão expostos na Tabela 4.

Tabela 4 – Teste de comparação de médias entre grupos de empresas com base no perfil da alta administração

Variável	Tamanho da alta administração		Participação de gêneros		Remuneração <i>per capita</i>	
	Sig.	Decisão	Sig.	Decisão	Sig.	Decisão
Ebitda	0,000	Rejeita H_0	0,347	Não rejeita H_0	0,000	Rejeita H_0
ROA	0,079	Rejeita H_0	0,427	Não rejeita H_0	0,389	Não rejeita H_0
ROE	0,069	Rejeita H_0	0,525	Não rejeita H_0	0,435	Não rejeita H_0

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base na Tabela 4, identifica-se a rejeição da hipótese nula, segundo a qual há similaridade estatística entre as médias das variáveis quanto ao tamanho da alta administração,

e da variável Ebitda quanto à remuneração *per capita*. Portanto, para essas variáveis, foi observada uma diferença estatística, o que indica que o Ebitda, o ROA e o ROE são estatisticamente diferentes entre empresas com tamanhos maior e menor da alta administração. Entre as empresas com tamanho superior da alta administração, o ROE apresentou média superior ao ROA (0,041 e 0,029, respectivamente) e Ebitda médio de R\$ 2.954.360,00, enquanto as empresas com tamanho inferior da alta administração apresentaram médias de R\$ 293.250,00 para o Ebitda, -0,005 para o ROA e -1,377 para o ROE.

Além disso, o Ebitda das empresas, conforme remuneração *per capita*, também se mostrou estatisticamente diferente. Para as empresas que pagam maior remuneração da alta administração, o Ebitda médio foi de R\$ 3.818.160,00, enquanto para as empresas que menos remuneraram, o Ebitda médio foi de R\$ 940.986,00.

Os resultados encontrados no presente estudo corroboram os achados de Andrade *et al.* (2009), segundo os quais o total de membros do conselho de administração mostrou-se positivamente correlacionado tanto com o valor de mercado quanto com o desempenho empresarial; ao contrário dos achados de Hermalin e Michael (2003), segundo os quais o tamanho do conselho é negativamente correlacionado com o desempenho empresarial.

Verifica-se que a composição da alta administração, em termos de gênero participante, não provoca diferenças no desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto, haja vista que nenhum teste com tais variáveis resultou em diferenças significantes. Assim, como já apontado no teste de correlação e na Anacor, a presença feminina na alta administração não acarreta diferenciação no desempenho empresarial.

Observa-se também que a remuneração média *per capita* da alta administração constitui fator diferenciador unicamente para a medida de desempenho Ebitda, com 1% de significância, demonstrando que, com base nessa medida, o desempenho corporativo provavelmente aumenta à medida que se estabelece uma maior remuneração para os membros da alta administração, observando-se a correlação positiva e significativa apresentada no teste de correlação entre essas variáveis, e em acordo com os achados de Pletsch *et al.* (2015). No entanto, a remuneração média *per capita* da alta administração não constitui motivo diferenciador do desempenho econômico empresarial, medido pelo ROA e pelo ROE, haja vista que nenhum teste com essas variáveis resultou em diferenças significantes.

Com base nos resultados dos testes de comparação de médias entre os grupos de empresas identificados, verificou-se que nem todas as comparações entre os grupos de empresas formados com base no perfil da alta administração apresentaram diferenças significantes em todas as medidas de desempenho consideradas no estudo, rejeitando-se, portanto, a hipótese H₃.

Assim, não foram constatadas diferenças no desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto quando elas resolveram diversificar o gênero participativo de sua alta administração, agrupando mulheres e homens no conselho de administração e/ou na diretoria executiva, em linha com os achados de Adams e Ferreira (2009), Rose (2007) e Silva e Margem (2015), que verificaram não haver correlação estatisticamente significativa entre a presença de mulheres em cargos de alta administração e o desempenho das empresas; ao contrário dos achados de Smith, Smith e Verner (2006), Low, Roberts e Whiting (2015) e Silva e Martins (2017) que evidenciaram que a diversidade de gênero, no caso a presença feminina nos cargos de decisão, influencia de forma positiva o desempenho empresarial. Já outros estudos encontraram relação direta, embora negativa, com o desempenho financeiro das organizações (Martins, Mazer, Lustosa & Paulo, 2012). Ressalta-se que em alguns modelos econométricos, as empresas que possuem pelo menos duas mulheres no conselho de administração tendem a apresentar maior valor e melhor desempenho (Dobbin & Jung, 2011). Também não foram constatadas diferenças no desempenho econômico empresarial, medido pelo ROA e pelo ROE, que possam ser atribuídas ao fato de as empresas decidirem remunerar

mais ou menos os membros da alta administração, com exceção da medida de desempenho Ebitda, que foi a única a se mostrar sensível à variação na remuneração dos membros da alta administração.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo principal investigar as possíveis relações entre o perfil da alta administração e o desempenho econômico nas empresas brasileiras de capital aberto. Nesse sentido, foram analisados dados dos formulários de referência e da base Economática®, referentes ao exercício de 2016, de 182 empresas listadas na B3, guiados pelos objetivos específicos e pelas três hipóteses definidas.

Foi observado que a dualidade não é prática comum no ambiente corporativo brasileiro, e que a acumulação de cadeiras no conselho de administração e na diretoria executiva ocorre em aproximadamente metade das empresas, com uma pessoa em média. Constatou-se, ainda, que o topo da alta administração é dominado por homens, assim como a participação nos órgãos da alta administração em mais da metade das empresas. Não foi observada nenhuma empresa com a presença exclusiva de mulheres na alta administração.

Quanto à independência do conselho de administração, os dados mostram que, em média, as empresas possuem apenas 2 membros independentes. O mandato médio na alta administração varia de 1 a 2 anos, podendo chegar a 3. Evidenciou-se ainda que a remuneração média da alta administração é de R\$ 1.134.017,00 por empresa, por ano, e, em termos *per capita*, equivale a R\$ 102.561,00.

Com base nas análises de correlações, constatou-se que o tamanho e a remuneração total e média da alta administração são as únicas variáveis do perfil que têm relação positivamente significativa com todas as medidas de desempenho adotadas no estudo, seguindo o mesmo sentido em suas variações. O gênero do *chairman* tem correlação negativa somente com o Ebitda, enquanto a remuneração média *per capita* tem correlação positivamente significativa apenas com o Ebitda. A primeira hipótese não se confirma, pois não há correlação entre todas as variáveis do perfil da alta administração e todas as medidas de desempenho.

Com base na análise de correspondência, assinalou-se que o tamanho de nível alto apresentou relação de proximidade com o Ebitda médio e alto, além do ROA médio e alto terem se aproximado do tamanho de níveis baixo e alto, respectivamente. Quanto à remuneração, percebeu-se que os níveis médio e baixo se aproximam do Ebitda baixo, enquanto o alto nível de remuneração dispôs relação de proximidade com o Ebitda alto e médio. A segunda hipótese não se confirma, visto que nem todas as características observadas da alta administração apresentaram correspondência com todas as medidas de desempenho das companhias.

A partir dos testes de comparação de médias, verificou-se que quanto maior é o número de membros da alta administração, acima de 11 membros, maior é o desempenho econômico empresarial, medido pelo Ebitda, pelo ROA e pelo ROE. A união ou separação de gêneros na alta administração não provoca diferenças no desempenho econômico corporativo. É que, com base exclusivamente no Ebitda, o desempenho empresarial aumenta à medida que mais se remuneram os membros da alta administração. A terceira hipótese não se confirma, por não haver diferenças significantes entre os grupos de empresas para todas as medidas de desempenho previstas, a partir do tamanho, gênero e remuneração da alta administração.

A partir dos achados, a presente pesquisa contribui para sedimentar a literatura científica no que tange aos relacionamentos entre os órgãos de alta administração e o desempenho econômico corporativo no mercado de capitais brasileiro, possibilitando o avanço dos estudos.

Os resultados do presente estudo, de caráter descritivo, associativo e comparativo, limitam-se às empresas da amostra, não podendo generalizá-los para o mercado brasileiro, haja vista a diversidade de características organizacionais no ambiente corporativo brasileiro, desde

o porte, segmento econômico, práticas de governança corporativa, estrutura de capital, cultura, reputação etc. Dessa forma, sugere-se a ampliação do estudo, abrangendo um número maior de companhias, envolvendo outras variáveis características das organizações, segmentação econômica das empresas e séries temporais para possibilitar uma comparação e uma avaliação da evolução dos achados ao longo do tempo.

Destaca-se ainda, que, mesmo diante das limitações, o estudo é capaz de apresentar uma perspectiva real da importância dos órgãos da alta administração – diretoria executiva e conselho de administração, como fundamentais para a execução da gestão e o monitoramento desta, respectivamente –, com o objetivo de manutenção do capital dos *shareholders*, a partir das relações analisadas entre o perfil da alta administração e o desempenho empresarial.

REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- Almeida, R. S., Klotze, M. C., & Pinto, A. C. F. (2013). Composição do conselho de administração no setor de energia elétrica no Brasil. *Revista de Administração da Unimep*, 11(1), 156-180.
- Alves, M. F. R., & Krauter, E. (2014). Remuneração executiva, existe contribuição para a performance da organização? *Revista Globalização, Competitividade e Governabilidade*, 8(2/3), 55-69.
- Andrade, L. P., Salazar, G. T., Calengário, C. L. L., & Silva, S. S. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(4), 4-31.
- Anjos, L. C. M. D., Tavares, M. F. N., Monte, P. A., & Lustosa, P. R. B. (2015). Relações entre controle acionário e remuneração de executivos. *Enfoque Reflexão Contábil*, 34(1), 45-56.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2005). Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 12(2), 99-115.
- Carter, D., Simkins, B., & William, S. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 38, 33-53.
- Cavazotte, F. S. C. N., Oliveira, L. B., & Miranda, L. C. (2010). Desigualdade de gênero no trabalho: reflexos nas atitudes das mulheres e em sua intenção de deixar a empresa. *Revista de Administração*, 45(1), 70-83.
- Ceribeli, H. B., Silva, A. L. R., Guillarducci, C. A., & Garcia, L. G. R. (2015). Remuneração estratégica: um estudo multicase. *Revista Globalização, Competitividade e Governabilidade*, 9(3), 129-144.
- Chen, X., Cheng, Q., & Wang, X. (2015). Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms. *Review of Accounting Studies*, 20(2), 899-933.
- Conyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2014). Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(1), 2-37.
- Correia, T. S., Costa, I. L. S., & Lucena, W. G. L. (2017). O Impacto da Governança Corporativa: Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e Controle e as Informações Socioambientais nas Companhias Abertas. *Teoria e Prática em Administração*, 7(2), 156-182.

- Dambrin, C., & Lambert, C. (2012). Who is she and who are we? A reflexive journey in research into the rarity of women in the highest ranks of accountancy. *Critical Perspectives on Accounting*, 23(1), 1-16.
- Degenhart, L., Martins, D. L. C. C., & Hein, N. (2017). Desempenho econômico-financeiro e remuneração dos diretores executivos das empresas brasileiras. *Enfoque Reflexão Contábil*, 36(3), 118-135.
- Dias, A. T., Pardini, D. J., Mesquita, J. M. C., Muijder, C. F., & Carvalho, J. P. (2014). As estratégias corporativas como mediadoras das relações entre estrutura do conselho de administração e desempenho de empresas de capital aberto. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(3), 71-88.
- Dobbin, F., & Jung, J. (2011). Corporate board gender diversity and stock performance: the competence gap or institutional investor bias? *North Carolina Law Review*, 89(3), 809-838.
- Du, X., Jian, W., & Lai, S. (2017). Do foreign directors mitigate earnings management? Evidence from China. *The International Journal of Accounting*, 52(1), 142-177.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 522-550.
- Forbes, D., & Milliken, F. (1999). Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24(3), 489-505.
- Gheno, R., & Berlitz, J. (2011). Remuneração estratégica e pacote de benefícios: um estudo de caso aplicado ao nível operacional de uma multinacional. *Revista de Administração da UFSP*, 4(1), 268-287.
- Gómez-Mejía, L. R., & Welbourne, T. M. (1988). Compensation strategy: an overview and future steps. *HR Human Resource Planning*, 11(3), 173-189.
- Hermalin, B., & Michael, W. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.
- Holtz, L., & Sarlo, A., Neto. (2014). Efeitos das características do conselho de administração sobre a qualidade da informação contábil no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, 25(66), 255-266.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2016). *Perfil dos conselhos de administração*. São Paulo: IBGC. Recuperado em 7 de abril, 2018, de http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Pesquisa_Perfil_Conselhos_2016_vfinal.pdf
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360
- Khan, W. A., & Vieto, J. P. (2013). CEO gender and firm performance. *Journal of Economics Business*, 67(mai-jun), 55-66.
- Krauter, E. (2013). Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 7(3), 259-273.
- Krauter, E., & Sousa, A. F. (2013). Executive compensation and corporate financial performance: empirical evidences on Brazilian industrial companies. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 9(5), 650-661.
- Kuhl, M. R., Kuhl, C. A., & Gusmão, I. B. (2014). Perfil do desempenho das maiores empresas do Brasil. *Revista Capital Científico – Eletrônica*, 12(2), 10-28.
- Lazzaretti, K., & Godoi, C. K. (2012). A participação feminina nos conselhos de administração das empresas brasileiras: uma análise das características de formação acadêmica e experiência profissional à luz da teoria do capital humano. *Revista Gestão e Conexões*, 1(1), 159-186.
- Lin, D., Kuo, H., & Wang, L. (2013). Chief executive compensation: an empirical study of fat cat CEOs. *International Journal of Business and Finance Research*, 7(2), 27-42.

- Lin, W. T., & Cheng, K. Y. (2013). Upper echelon compensation, performance, and the rhythm of firm internalization. *Management Decision*, 51(7), 1380-1401.
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28(C), 169-184.
- Low, D. C. M., Roberts, H., & Whiting, R. H. (2015). Board gender diversity and firm performance: Empirical evidence from Hong Kong, South Korea, Malaysia, and Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 381-401.
- Martins, O. S., Mazer, L. P., Lustosa, P. R. B., & Paulo, E. (2012). Características e competências dos conselhos de administração de bancos brasileiros e sua relação com seu desempenho financeiro. *Revista Universo Contábil*, 8(3), 40-61.
- Morrison, A. M., & Glinow, M. A. V. (1990). Women and minorities in management. *American Psychologist*, 45(2), 126-137.
- Moura, G. D., Almeida, I. X., & Vecchia, L. A. D. (2017). Influência da independência do conselho de administração no gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 20(3), 370-391.
- Nascimento, C., Franco, L. M. G., & Cherobim, A. P. M. S. (2012). Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico. *Revista Universo Contábil*, 8(1), 22-36.
- Pletsch, C. S., Silva, A., & Hein, N. (2015). Responsabilidade social e desempenho econômico-financeiro das empresas listadas no índice de sustentabilidade empresarial – ISE. *Revista Gestão Social e Ambiental*, 9(2), 53-69.
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404-413.
- Silva, A. L. C., & Chien, A. C. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(4), 481-502.
- Silva, A. L. C., & Margem, H. (2015). Mulheres em cargos de alta administração afetam o valor e desempenho das empresas brasileiras? *Revista Brasileira de Finanças*, 13(1), 103-133.
- Silva, C. P., & Martins, O. S. (2017). Mulheres no conselho afetam o desempenho financeiro? Uma análise da representação feminina nas empresas listadas na BM&FBovespa. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 12(1), 62-76.
- Silva, W. M., & Moraes, W. (2006). Punidos por baixo desempenho: impactos da governança corporativa sobre o turnover de executivos no Brasil. *Organização & Sociedade*, 13(36), 125-143.
- Silveira, A. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(1), 57-71.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do female in top management affect firm performance? A panel study of 2500 Danish Firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.
- Souza, P. V. S., Cardoso, R. L., & Vieira, S. S. C. (2017). Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, 23(N. Especial), 4-28.
- Theiss, V., & Beuren, I. M. (2014). O acionista controlador e a remuneração dos executivos nas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 13(1), 1-13.
- Valadares, S. M., & Leal, R. P. C. (2000). Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista Abante*, 3(1), 29-56.