



REMUNERAÇÃO E DESEMPENHO: O EFEITO MODERADOR DA PROPENSÃO AO RISCO EXECUTIVO E DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Resumo: Este estudo investiga a relação remuneração executiva variável e desempenho empresarial moderada pela interação – isolada e conjunta – da propensão ao risco por parte dos executivos e dos escores de governança corporativa. Analisando uma amostra de empresas listadas na B3 entre 2018 e 2023, constatou-se que a remuneração variável de curto prazo está positivamente associada ao desempenho contábil e de mercado em uma relação positivamente moderada pela alta propensão ao risco dos executivos e por maiores escores de governança corporativa. Por outro lado, os resultados indicam que a eficácia da remuneração de longo prazo em elevar o desempenho é comprometida pela propensão ao risco, indicando forte prevalência da miopia gerencial. Contudo, a governança corporativa atua como moderador positivo, potencializando os efeitos benéficos da remuneração de longo prazo, mas também atenuando os impactos negativos da miopia gerencial. A interação entre a propensão ao risco e a governança corporativa em um moderador conjunto revela que, sob práticas sólidas de governança e alta propensão ao risco, os efeitos da remuneração tanto de curto quanto de longo prazo no desempenho são fortemente potencializados, mitigando a miopia gerencial e permitindo que o mecanismo de incentivos atue de forma eficaz ao longo dos horizontes temporais. Este estudo enriquece a literatura sobre remuneração executiva ao demonstrar a importância crítica da moderação conjunta na elucidação das dinâmicas entre remuneração variável e desempenho organizacional.

Palavras-chave: Remuneração variável; Governança corporativa; Propensão ao risco; Miopia gerencial; Teoria de Agência.

1. Introdução

As relações entre a remuneração variável dos executivos e desempenho empresarial são uma vertente de pesquisa amplamente estudada nas áreas de Contabilidade, Finanças e Administração (Araujo & Ribeiro, 2017; Ellig, 2022). O objetivo destas pesquisas é, de forma geral, examinar, baseado na Teoria da Agência, o impacto dos planos de remuneração variável no desempenho empresarial (Aguiar & Pimentel, 2017; Moreira & Aguiar, 2023).

Nesta vertente, observa-se que, apesar da tendência de resultados que sugerem uma associação positiva entre remuneração variável e desempenho (Araujo & Ribeiro, 2017), há um conjunto de pesquisas com resultados mistos e inconclusivos (Bebchuk, 2005; Beuren et al., 2014; Krauter, 2013), impedindo a criação de um consenso acadêmico sobre o funcionamento da remuneração variável enquanto um mecanismo de incentivos e alinhamento de interesses.

Estudos recentes identificaram que fatores pessoais e contextuais (DuoRu et al., 2021), como tamanho da empresa (Bebchuk, 2005; Beuren et al., 2014) e disparidade salarial (Hart et al., 2015; Izco, 2020), tem a capacidade de moderar a relação entre remuneração variável e desempenho empresarial. Assim, entende-se estes fatores moderadores possuem a capacidade de fortalecer, atenuar, anular ou reverter a influência da remuneração variável sobre desempenho (Gormley & Matsa, 2016; Sheth, 2014).

Este artigo tem como objetivo analisar o efeito conjunto da moderação da propensão ao risco dos executivos e da robustez da governança corporativa no desempenho empresarial. Este estudo busca contribuir ao examinar, de forma inédita, conjuntamente dois moderadores que, isoladamente, são frequentemente explorados na literatura. A análise teve como objetivo



entender como esses fatores interagem, potencializando a remuneração variável e mitigando a miopia gerencial para melhorar o desempenho empresarial a longo prazo.

Tendo como base a Teoria da Agência, este estudo identificou dois fatores que podem conjuntamente moderar a relação entre remuneração e desempenho. No âmbito pessoal, identificou-se que a propensão dos executivos em assumir maiores riscos atua como um problema de agência que modera a relação entre remuneração variável e desempenho empresarial. Executivos com menor propensão ao risco são menos responsivos à remuneração variável, não maximizando o desempenho da empresa (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). Em contraste, aqueles com maior apetite ao risco são mais sensíveis a esses incentivos, o que potencialmente melhora o desempenho (Coles et al., 2006; Kreilkamp et al., 2022; Low, 2009). Portanto, conjectura-se que a propensão ao risco dos executivos influencia positivamente a relação entre remuneração variável e desempenho.

No âmbito contextual, constatou-se que melhores escores de avaliação das práticas de governança corporativa fortalecem a relação entre remuneração variável e desempenho empresarial (Adu et al., 2022; Gao et al., 2023). Isso ocorre porque a remuneração variável é um mecanismo de governança, e a existência de um mecanismo isolado não garante seu funcionamento, sendo necessária uma rede de mecanismos para mitigar os conflitos de agência (Ellili, 2023; Oliva & Albuquerque, 2007; Souza et al., 2019). Assim, em empresas com melhores escores de sistemas de governança, espera-se que o efeito positivo da remuneração sobre o desempenho será maior (Al Farooque et al., 2019; Baixauli-Soler & Sanchez-Marin, 2015; Core et al., 1999; Ventura, 2013).

Por fim, existe um mecanismo que permite unir esses moderadores em um efeito de moderação conjunta. Com base na Miopia Gerencial, um fenômeno derivado da Teoria da Agência, entende-se que executivos com mais propensos ao risco tendem a focar excessivamente nos ganhos de curto prazo em detrimento do longo prazo (Cao et al., 2023; Frydman & Saks, 2010; Ross, 2004). No entanto, uma governança corporativa pode mitigar essa miopia, esterçando a preferência temporal para o longo prazo e maximizando busca por ganhos ao longo do tempo (Bedford, 2020; Gao et al., 2023; Liu & Zhang, 2023).

No caso de ambos os moderadores estarem presentes simultaneamente, conjectura-se que a miopia gerencial causada pelo foco no curto prazo dos executivos com maior propensão ao risco seja mitigada pelos mecanismos de governança corporativa (Laverty, 2004), permitindo que esses executivos, buscando maiores recebimentos de remuneração variável, maximizem a utilização de recursos ao longo do tempo e, conseqüentemente, o desempenho empresarial. A pesquisa teve como objetivo responder à pergunta: **“Como a relação entre remuneração variável e desempenho é moderada pela propensão ao risco dos executivos e pelos escores de governança corporativa?”**

O artigo utilizou um conjunto de regressões lineares com dados em painel para analisar o efeito das variáveis moderadoras na relação entre remuneração variável e desempenho empresarial. A amostra consiste em empresas de capital aberto listadas na B3, com dados de 2018 a 2023. O estudo buscou compreender as condições que afetam o funcionamento da remuneração variável, explorando a interação com a propensão ao risco dos executivos e as práticas de governança corporativa. A remuneração variável será obtida do item 13.2 do Formulário de Referência (FRE).

Para analisar o risco, serão utilizados indicadores específicos, como o indicador de risco Vega. O escore de governança corporativa será avaliada através do Informe do Código de Governança (ICBGC), refletindo o compromisso das empresas com práticas responsáveis. Serão utilizadas variáveis de controle como tamanho da empresa, risco setorial e indicadores



de alavancagem e anos de COVID, isolando o impacto dos perfis empresariais de variações econômicas no período estudado. O desempenho empresarial foi mensurado por indicadores de desempenho contábil de retorno e indicadores de mercado como relação preço-lucro.

Os resultados indicam que a remuneração variável pode incentivar melhorias no desempenho contábil e de mercado, especialmente quando os executivos possuem uma maior propensão ao risco. Contudo, a eficácia dos incentivos de longo prazo é mitigada pela mesma propensão ao risco, sugerindo uma limitação nos efeitos da remuneração de longo prazo para executivos mais arriscados. Significativamente, a presença de uma governança corporativa robusta não apenas amplifica os efeitos positivos da remuneração variável, mas também reorienta as preferências dos executivos para alinhar seus incentivos com os objetivos de longo prazo da empresa, mitigando a miopia gerencial e potencializando os benefícios dos incentivos de longo prazo.

2. Referencial Teórico e Hipóteses

2.1. Teoria de Agência

A Teoria de Agência explica a dinâmica entre proprietários de uma organização (principais) e os responsáveis pela sua administração (agentes). Nesse modelo, os principais delegam o controle da empresa aos agentes, esperando que estes, em última instância, maximizem o desempenho empresarial. No entanto, a separação entre propriedade e controle gera assimetrias informacionais (Araujo & Ribeiro, 2017; Jensen & Meckling, 1976), abrindo caminho para conflitos de interesse.

Esta assimetria informacional propicia o surgimento de conflitos de interesse, pois os objetivos dos agentes podem não estar alinhados com os dos principais. Neste caso, os agentes tendem a priorizar ganhos financeiros de curto prazo, mesmo que em detrimento dos interesses de longo prazo dos acionistas (Aggarwal & Samwick, 1999; Baker et al., 1988). Para mitigar esses conflitos, implementam-se mecanismos de controle e incentivos, como bônus e opções de ações, para alinhar os interesses dos agentes aos dos principais. Contudo, tais mecanismos são insuficientes por si só, sendo necessária uma abordagem combinada com melhores escores de governança corporativa (Core et al., 1999; Kang et al., 2006).

2.2. Remuneração Variável e Desempenho Empresarial

A remuneração executiva é reconhecida como um dos mecanismos de controle e incentivos mais amplamente utilizados (Ellig, 2022). Esta é projetada para motivar e recompensar os executivos que alinham suas ações aos interesses e objetivos dos acionistas (Ellig, 2022; Moreira & Aguiar, 2023). Ao vincular uma parte da remuneração executiva ao desempenho da empresa, busca-se motivar os executivos a maximizar a criação de valor para a organização (Araujo & Ribeiro, 2017; Chng et al., 2012; Meyer, 1974).

A remuneração variável, considerada o componente mais crucial dessa estrutura, é diretamente ligada ao desempenho global da empresa (Ellig, 2022; Jensen & Murphy, 1990; Lippert & Porter, 1997). Essa modalidade deve ser cuidadosamente desenhada para oferecer incentivos baseados no cumprimento de metas específicas, encorajando os executivos a buscar continuamente melhorias no desempenho empresarial. Tal abordagem não apenas promove o alinhamento dos interesses entre executivos e acionistas, mas também atenua os conflitos de agência, recompensando os executivos por metas que beneficiam os acionistas (Baker et al., 1988; Mehran, 1995; Murphy, 2013; Pepper & Gore, 2015).

A literatura sobre a relação entre remuneração variável e desempenho empresarial evidencia uma associação predominantemente positiva, ainda que os resultados sejam variados



e por vezes contraditórios (Araújo & Ribeiro, 2017). Segundo a Teoria da Agência, espera-se que a remuneração variável alinhe os interesses dos executivos aos dos acionistas, incentivando-os a atingir metas de desempenho que beneficiem a empresa.

Esta expectativa fundamenta-se em estudos clássicos que mostram uma correlação positiva entre remuneração e desempenho (Jensen e Murphy, 1990). No entanto, a literatura também aponta para resultados heterogêneos, onde diversos estudos, incluindo pesquisas brasileiras como as de Beuren (2005), Krauter (2013), Moreira e Aguiar (2023), relatam associações variadas, sugerindo que a remuneração variável nem sempre produz os efeitos esperados sobre o desempenho.

Diante desses resultados divergentes, emerge a necessidade de uma exploração mais aprofundada esta relação, que pode estar sendo moderada por fatores contextuais ou pessoais (DuoRu et al., 2021). Isso implica que, enquanto a remuneração variável pode estar positivamente relacionada ao desempenho, esta relação pode ser atenuada ou mesmo revertida de acordo com as características das empresas ou dos executivos. A investigação proposta neste trabalho sugere que a eficácia da remuneração variável pode ser significativamente afetada pelas variáveis de governança corporativa e a propensão ao risco dos executivos.

2.3. Miopia Gerencial e Remuneração variável

A miopia gerencial, dentro do contexto da Teoria de Agência, é um problema decorrente de discrepâncias nos horizontes temporais entre os principais e os agentes. Este fenômeno reflete a preferência dos agentes por resultados financeiros de curto prazo, muitas vezes em detrimento da saúde financeira e patrimonial de longo prazo da organização, (Larwood & Whittaker, 1977; Stein, 1988), o que pode prejudicar seu desempenho sustentável no longo prazo (Cao et al., 2023; Chung et al., 2023).

A estrutura da remuneração variável, quando vinculada a indicadores de desempenho de curto prazo, pode acentuar essa miopia, incentivando os executivos a buscar ganhos financeiros imediatos em detrimento da criação de valor sustentável (Laverty, 2004; Ross, 2004). Assim, a miopia gerencial pode ser vista como um efeito colateral dos sistemas de remuneração que, embora projetados para alinhar interesses, acabam incentivando objetivos imediatos em detrimento do crescimento a longo prazo (Anam & Khajar, 2023; Cheng, 2004).

2.4. Propensão ao Risco dos Executivos e Remuneração variável

A propensão ao risco é um dos aspectos mais relevantes dentro da ótica da Teoria de Agência (Jensen & Meckling, 1976; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). Argumenta-se que os acionistas tendem a apresentar um perfil de risco mais elevado, pois possuem capacidade para diversificar seus portfólios, enquanto os executivos tendem a demonstrar maior aversão ao risco, uma vez que sua estabilidade financeira e carreira estão atreladas aos resultados de apenas um único negócio (Aggarwal & Samwick, 1999; Coles et al., 2006).

A Teoria de Agência, considera-se que a remuneração variável tem a capacidade de moldar propensão ao risco assumido pelos executivos. No entanto, a Teoria de Agência tradicional desconsidera que diferentes executivos podem ter seu perfil mais ou menos afetado pelos sistemas de remuneração (Pepper & Gore, 2015).

Conjectura-se que a predisposição ao risco dos executivos influencia a forma como eles respondem aos incentivos financeiros (Larrazza-Kintana et al., 2007). Neste caso, executivos mais avessos ao risco tendem a ser menos motivados por sistemas de remuneração que oferecem recompensas baseadas no desempenho, optando pela segurança e estabilidade (Jensen &



Murphy, 1990). Assim, espera-se que executivos mais propensos ao risco respondam melhor aos sistemas de remuneração, aumentando a força da relação entre remuneração e desempenho.

Hipótese 1a: A relação entre remuneração variável e desempenho empresarial é positivamente influenciada pela maior propensão ao risco dos executivos.

Ademais, Armstrong & Vashishtha (2012), Kreilkamp et al. (2022) e Ross (2004) sugerem que, entre executivos com um perfil mais arriscado, a miopia gerencial é mais pronunciada, minando uma abertura para incentivos de longo prazo. Assim, a remuneração variável de longo prazo, como as *Stock Options*, tende possuir menor efeito em executivos com perfil de alto risco, que favorecem ganhos imediatos e mantêm uma maior miopia gerencial (Hsiao et al., 2021; Xu et al., 2016).

Hipótese 1b: A relação entre remuneração variável de longo prazo e desempenho é negativamente influenciada pela maior propensão ao risco dos executivos.

2.5. Governança Corporativa e Remuneração variável

A governança corporativa pode ser definida como um conjunto de práticas e processos que visam garantir transparência, prestação de contas e responsabilidade organizacional, com o propósito de alinhar os interesses dos executivos aos dos acionistas e mitigar conflitos de agência (Dalmácio et al., 2013; Silva et al., 2022). Lin e Lin (2018) e Singhal (2014) destacam o impacto positivo de uma governança corporativa eficaz no desempenho empresarial, associando-a à criação de valor e à redução dos custos de agência.

No contexto da remuneração variável, que faz parte do espectro de mecanismos de governança, espera-se que a implementação de práticas de governança promova um ambiente com menores conflitos e custos de agência (Colpan & Yoshikawa, 2012; Hemphill & Lillevik, 2009). Considerando que um único mecanismo de alinhamento não é suficiente para mitigar conflitos de agência, espera-se que melhores escores de uma governança corporativa estejam associados a um ambiente onde os incentivos sejam alinhados aos objetivos da organização, encorajando decisões que maximizem o valor para os acionistas e promovam o crescimento e a sustentabilidade empresarial (Bandiera et al., 2015; Guiso et al., 2015).

Hipótese 2a: A relação entre remuneração variável e desempenho empresarial é positivamente influenciada pelos maiores escores de governança corporativa.

Retomando o efeito da Miopia Gerencial também um conflito de agência, considera-se que esta pode ser mitigada por meio de práticas eficazes de governança corporativa (Cuervo, 2002; Esa & Anum Mohd Ghazali, 2012; Saputra & Indayani, 2019). A governança efetiva, através da atuação, por exemplo, de um conselho de administração qualificado e independente, pode desempenhar um papel crucial no monitoramento das ações dos executivos e garantir que as estratégias estejam voltadas para a sustentabilidade e o crescimento de longo prazo da empresa, potencializando o efeito da remuneração variável de longo prazo para alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas (Khan, 2016; Lee et al., 2008; Mthombeni, 2021).

Hipótese 2b: A relação entre remuneração variável de longo prazo e desempenho empresarial de longo prazo é positivamente influenciada pelos maiores escores de governança.

2.6. Risco dos Executivos, Governança Corporativa e Remuneração variável

Em relação ao Propensão de Risco, estudos anteriores sugerem que executivos tendem a adotar um perfil menos arriscado comparado aos acionistas (Larrazza-Kintana et al., 2007; Ross, 2004). Esta aversão ao risco dos executivos pode resultar em um desalinhamento de orientação temporal, com os executivos favorecendo excessivamente o curto prazo na forma de



miopia gerencial, comprometendo a eficácia de mecanismos de longo prazo (Armstrong & Vashishtha, 2012; Martin et al., 2013; Pepper & Gore, 2015)

As estruturas de Governança Corporativa, por outro lado, visam mitigar conflitos de interesse entre executivos e acionistas (Basílio et al., 2014; Schneider et al., 2021; Silva et al., 2022). Aqui, se espera que a Governança seja eficaz em moldar as preferências e orientações temporais dos gestores, alinhando-as mais com a visão de longo prazo dos acionistas e aumentando a eficácia de mecanismos de longo prazo (Dalmácio et al., 2013; Ellig, 2022).

O efeito conjunto destas variáveis é postulado quando executivos com maior propensão ao risco, que tendem a ser mais receptivos a incentivos de remuneração variável porém propensos à Miopia Gerencial, (Armstrong & Vashishtha, 2012; Kreilkamp et al., 2022; Ross, 2004), podem ter sua preferência temporal reorientada para o longo prazo, diminuindo o impacto da Miopia Gerencial e permitindo o funcionamento de mecanismos de longo prazo como as *Stock Options* (B. Hong et al., 2016; S. Hong, 2019; Kang et al., 2006; Khan, 2016).

Assim, postula-se que a interação entre executivos com perfis de risco mais levados e melhores escores de governança corporativa atue como um moderador conjunto, potencializando a relação entre remuneração variável e desempenho. A mitigação da Miopia Gerencial permite que mesmo executivos com alta propensão ao risco, possam ser incentivados por mecanismos de curto e de longo prazo.

Hipótese 3: A relação entre remuneração variável e desempenho empresarial é positivamente influenciada pelo efeito conjunto da presença de executivos com propensão ao risco mais elevada e melhores escores de governança corporativa.

3. Metodologia

3.1. Desenho de Pesquisa

A análise realizada foi orientada baseando-se na expectativa de que a relação entre a remuneração variável e o desempenho empresarial seja influenciada pela propensão ao risco dos executivos e pelos escores de governança corporativa.

A amostra utilizada no estudo consiste em empresas listadas na B3 durante o período de 2018 a 2023. O ano de 2018 foi escolhido como ponto inicial por ser o primeiro ano de divulgação obrigatória do Informe do Código Brasileiro de Governança Corporativa (ICBGC). Para inclusão na amostra, as empresas devem possuir planos de remuneração variável, garantindo a relevância dos dados para o estudo.

Os dados financeiros foram extraídos das bases de dados da Economática, enquanto os dados relativos à remuneração variável foram obtidos dos Formulários de Referência e os dados de governança corporativa do Informe do Código Brasileiro de Governança Corporativa, ambos disponíveis na base de dados da CVM.

3.2. Variáveis

A Tabela 1 contém todas as variáveis utilizadas no trabalho. Nesta seção, serão apresentadas e justificadas as variáveis utilizadas.

3.2.1. Variável Independente: Remuneração variável

A remuneração variável foi avaliada em termos da Importância Relativa da Remuneração Variável (IRRV), que é calculada como a proporção da remuneração variável em relação à remuneração total dos executivos. A IRRV considera que a relação entre remuneração e desempenho não é determinada apenas pela existência de recompensas financeiras, mas também pela proporção da remuneração variável no total. Uma proporção significativa de



remuneração fixa pode diminuir o incentivo para um desempenho excepcional, enquanto uma maior parte variável pode motivar os executivos a melhorar o desempenho para maximizar suas recompensas.

Tabela 1
 Variáveis do Estudo

Tipo	Variável	Descrição	Calculo
Remuneração	IRCP	Importância Relativa da Remuneração Variável de Curto Prazo	Remuneração Variável de Curto Prazo / Remuneração Variável Total
	IRLP	Importância Relativa da Remuneração de Longo Prazo	Remuneração Variável de Longo Prazo / Remuneração Variável Total
Moderação	Vega	Vega – Propensão ao Risco associado aos executivos	σ (Preço da Ação) x σ (Lucro Líquido Trimestral) * IRRV
	CG	Escore de Governança Corporativa	(Sim + Parcialmente) / (Total - Não se Aplica)
Desempenho	ROA	Retorno sobre Ativos	Lucro Líquido / Ativo Total
	ROIC	Retorno sobre o Capital Investido	Lucro Líquido / Investimentos
	Price_Profit	Relação Preço-Lucro	Preço Da Ação / Lucro Líquido
	Market_Book	Relação valor de mercado e contábil	Valor de Mercado / Valor Contábil
	Stock_NetGain	Valorização do preço da ação no ano	Δ Preço da Ação
Controles	Risk_Market	Risco setorial	Volatilidade média de cada segmento
	ln(Assets)	Tamanho da empresa	Logaritmo natural dos ativos totais
	Sector	Classificação setorial	Dummy setorial da B3
	Fixed_to_Equity	Relação entre Ativos Fixos e Patrimônio	Ativos Fixos / Patrimônio Líquido
	Debt_to_Equity	Relação entre Passivo Total e Patrimônio	Passivo Total / Patrimônio Líquido
	COVID	Anos da pandemia da COVID-19	Binário para os anos 2020 e 2021

A remuneração variável será utilizada exclusivamente em termos de IRRV de Curto Prazo (IRCP), que inclui bônus anuais e outros incentivos imediatos, calculada como a proporção da remuneração variável de curto prazo em relação à remuneração total, e de IRRV de Longo Prazo (IRLP), que abrange opções de ações e outros incentivos baseados em planos de ações de longo prazo, calculada como a proporção da remuneração variável de longo prazo em relação à remuneração total.

Assim, a IRCP será utilizada para avaliar as hipóteses H1a e H2a, sendo que nas duas primeiras esta será utilizada como sinônimo de a remuneração variável (Moreira & Aguiar, 2023). Já a IRLP será utilizada para avaliar as hipóteses H1b e H2b, uma vez que ambas discorrem sobre os efeitos da remuneração de longo prazo no desempenho. A H3 utilizará ambas as variáveis uma vez que se espera comparar o efeito moderador conjunto. A IRRV Total não será utilizada por capturar o efeito misto de ambas as formas de remuneração variável, o que diminui a acurácia dos resultados, como auferido em testes preliminares.

Ademais, para mitigar potenciais relações endógenas na relação entre remuneração variável e desempenho empresarial, e buscando capturar de forma mais efetiva a dinâmica temporal entre essas variáveis, optou-se pela adoção de um período de defasagem na análise de um ano. Isto é, o desempenho em t será testado com a IRRV de t-1.

3.3. Variáveis Moderadoras



3.3.1. Propensão ao Risco dos Executivos

A propensão ao risco por parte dos executivos foi mensurada pelo indicador Vega, que mede a volatilidade do pacote de remuneração em relação ao desempenho empresarial. Altos valores de vega refletem executivos dispostos a assumir riscos maiores, pois aumentam o potencial de ganho quando a volatilidade do desempenho empresarial é elevada.

Liu e Mauer (2011) encontraram que incentivos ao risco medidos por vega influenciam significativamente o comportamento das empresas, como na retenção de caixa e nos investimentos em P&D. Armstrong e Vashishtha (2012) demonstraram que a vega está positivamente associada ao risco total e sistemático. Assim, executivos com uma maior inclinação para o risco são incentivados a adotar estratégias que aumentem essa volatilidade para maximizar seus ganhos.

A variável Vega foi calculada com base nos trabalhos de Coles et al. (2006), Core e Guay (2002) e Guay (1999), como o produto do desvio padrão do Preço da Ação no ano, do Lucro Líquido Trimestral no ano e da importância relativa da remuneração variável. Capturou-se, assim, os riscos – contábil e de mercado – no qual os executivos se submeteram e quanto de sua remuneração foi afetada pelos riscos.

3.3.2. Governança Corporativa

A governança corporativa foi avaliada através do Informe do Código Brasileiro de Governança Corporativa (ICBGC), que detalha práticas de governança corporativa recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

O ICBGC é um instrumento normativo obrigatório para empresas brasileiras de capital aberto desde 2018, conforme o artigo 32 da Resolução CVM nº 80. Composto por 54 itens que detalham práticas recomendadas de governança corporativa, o ICBGC oferece uma base sólida para a análise da aderência das empresas a essas práticas.

Itens relacionados à remuneração variável foram removidos dos escores finais para garantir a independência nas análises de moderação. Assim, calculou-se a variável como a soma dos itens marcados como “Sim” e “Parcialmente”, e dividiu-se este valor pelo valor total de itens, descontado os itens marcados como “Não se Aplica”.

3.4. Variável Dependente: Desempenho Empresarial

O desempenho empresarial foi avaliado utilizando um conjunto de indicadores financeiros que refletem tanto o desempenho contábil quanto o desempenho de mercado da empresa eles servirão para todas as hipóteses. Em relação ao desempenho contábil-financeiro, foram utilizados: (i) Retorno sobre Ativos (ROA), que mede a eficiência na aplicação dos ativos para a geração de lucros, calculado pela razão entre o lucro líquido e o total de ativos; e (ii) Retorno sobre Capital Investido (ROIC), que avalia a rentabilidade dos investimentos corporativos, calculado pela divisão do lucro líquido pelos investimentos totais.

Para o desempenho de mercado, foram utilizados: (i) Razão Preço-Lucro, que mede o preço das ações em relação aos lucros, oferecendo uma perspectiva sobre a valorização do mercado; (ii) *Market to Book Ratio*, que calcula o valor de mercado da empresa dividido pelo seu valor contábil; e (iii) Valorização do preço da Ação, que mede o ganho líquido das ações.

3.5. Variáveis de Controle

Por fim, variáveis de controle foram incluídas para garantir a robustez dos resultados. Essas variáveis ajudam a isolar os efeitos das variáveis de interesse, proporcionando maior precisão e confiabilidade aos resultados do estudo.



Foram utilizados: (i) tamanho da empresa, medido pelo logaritmo natural dos ativos totais (*ln_Assets*); o (ii) risco setorial, calculado pela média do desvio padrão dos preços das ações por setor e ano (*Market_Risk*); a (iii) alavancagem financeira, medida pela relação dívida/patrimônio (*Debt_to_Equity*); a (iv) razão entre ativos fixos e patrimônio líquido (*Fixed_to_Equity*); o (v) setor, representado por variáveis *dummy* conforme os padrões da Bovespa (Sector); e (vi) o impacto da COVID-19, controlado por uma variável binária para os anos de 2020 e 2021 (*COVID*).

3.6. Modelos de Inferência Causal

Os modelos utilizados seguiram um modelo de regressão linear múltipla com dados em painel. Para testar as hipóteses H1a, H1b, H2a e H2b, foram utilizados modelos de regressão com termos de interação simples para avaliar o efeito moderador da propensão ao risco dos executivos e dos escores de governança corporativa na relação entre remuneração e desempenho. Nestes modelos, será avaliado como o termo γ_1 se comporta e qual o efeito de γ_3 :

$$\text{Desempenho}_{ijt} = \gamma_0 + \gamma_1 * \text{Remuneração}_{ij(t-1)} + \gamma_2 * \text{Moderação}_{ijt} + \gamma_3 * (\text{Remuneração}_{ij(t-1)} * \text{Moderação}_{ijt}) + \sum \gamma_k \text{Controles}_{ijt} + \epsilon_{it} \quad [1]$$

Para testar a hipótese H3, os modelos de regressão foram desenvolvidos para incluir termos de interação tripla, analisando o efeito conjunto do da propensão ao risco dos executivos e dos escores de governança corporativa na relação entre remuneração e desempenho. Para o teste da H3, neste modelo se avaliará o efeito de δ_7 .

$$\text{Desempenho}_{ijt} = \delta_0 + \delta_1 * \text{Remuneração}_{ij(t-1)} + \delta_2 * \text{Vega}_{ijt} + \delta_3 * (\text{Remuneração}_{ij(t-1)} * \text{Vega}_{ijt}) + \delta_4 * \text{CG}_{kit} + \delta_5 * (\text{Remuneração}_{ij(t-1)} * \text{CG}_{kit}) + \delta_6 * (\text{Vega}_{ijt} * \text{CG}_{kit}) + \delta_7 * (\text{Remuneração}_{ij(t-1)} * \text{Vega}_{ijt} * \text{CG}_{kit}) + \sum \delta_k \text{Controles}_{ijt} + \epsilon_{iy} \quad [2]$$

4. Resultados

4.1. Procedimentos e Modelos

Utilizando o software STATA, os modelos de regressão linear com dados em painel foram testados para identificar possíveis autocorrelações, heterocedasticidade e endogeneidade, visando encontrar um modelo que melhor se adequasse sistematicamente aos dados.

Tais testes – valores não reportados devido ao elevado número de regressões realizadas – apontaram a necessidade sistemática de ajustes para heterocedasticidade entre os painéis, com problemas de autocorrelação residual, porém sem problemas de correlação entre os painéis empresariais. Foi aplicado para os testes o modelo *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS), ajustados para permitir heterocedasticidade entre os painéis, mas assumindo independência entre eles. As *dummies* de setor foram suprimidas das tabelas devido ao elevado número de variáveis, sendo 13 setores de acordo com a classificação Bovespa.

4.2. Remuneração variável e a Propensão ao Risco dos Executivos

Os resultados dos testes para as hipóteses H1a e H1b, apresentados na Tabela 2, corroboram as hipóteses propostas, mostrando interações entre a remuneração variável e o desempenho empresarial com a propensão ao risco dos executivos atuando como uma variável moderadora. Para a Hipótese 1a, que antecipou uma relação positiva entre a remuneração variável e o desempenho empresarial sob a moderação da propensão ao risco, observamos que a interação entre IRCP e Vega exibe coeficientes positivos e significativos para o desempenho



contábil, especificamente ROA e ROIC ($p < 0.01$). Embora Vega apresente valores negativos significativos, a combinação dos coeficientes indica um efeito econômico positivo.

Tabela 2
 Regressão do Modelo de Moderação do Perfil de Risco

Variáveis	ROA	ROIC	Price_Profit	Stock_NetGain	MarketBook
IRCP	3.785***	6.275***	4.17e-07	-3.03e-06*	-1.73e-07*
Vega	-2.95e-07**	-3.71e-07**	8.42e-07*	9.58e-07	3.73e-08
IRCP * Vega	4.291***	3.707***	1.170**	4.134**	-0.226
Fixed_to_Equity	-0.00126	-0.00157	-0.00132	-0.00348	0.00287**
Debt_to_Equity	-0.000590	0.00176	0.000963	0.000110	0.0962***
ln_Assets	0.386***	1.276***	2.627***	-0.165	0.436***
Market_Risk	-0.122**	-0.167**	-1.049***	-0.00556	-0.0317
COVID	0.610***	1.318***	-1.924**	-26.91***	0.642*
Constant	-3.821***	-11.50***	-23.21***	37.15***	-6.084**

Variáveis	ROA	ROIC	Price_Profit	Stock_NetGain	MarketBook
IRLP	2.80e-08**	8.19e-08***	-1.01e-06***	-2.50e-07	9.08e-08**
Vega	-0.00165**	-0.00123	-0.00148	-0.00195	0.00288**
IRLP * Vega	-0.00102**	-0.0943***	0.00119	-0.00271	-0.952***
Fixed_to_Equity	-0.00165*	-0.00123	-0.00148	-0.00195	0.00288**
Debt_to_Equity	0.00102	0.000943	0.00119	-0.00271	0.0952***
ln_Assets	0.462***	1.422***	2.434***	0.125	0.561***
Market_Risk	-0.146***	-0.208***	-0.972***	0.0739	-0.0604
COVID	0.545**	1.360***	-1.703**	-27.06***	0.965***
Constant	-3.017**	-11.91***	-19.79***	32.25***	-8.088***

Observations	1,099	1,006	1,052	1,013	1,088
Number of CNPJ	263	244	259	248	261

Quanto ao desempenho de mercado, apesar de IRCP e Vega individualmente não alcançarem significância, a variável moderadora mostrou-se positiva e significativa para a relação Preço-Lucro e o Ganho no Valor da Ação ($p < 0.05$), reforçando que a remuneração variável atua como mecanismo de incentivo atrelado ao aumento do desempenho contábil em executivos com maior propensão ao risco, corroborando a Hipótese 1a.

Para a Hipótese 1b, que propõe um impacto negativo da remuneração variável de longo prazo sobre o desempenho. Os coeficientes para IRLP mostraram-se negativos e significativos tanto para ROA quanto para ROIC ($p < 0.01$), com a interação de IRLP e Vega apresentando um coeficiente negativo significativo ($p < 0.05$). Estes achados indicam que executivos com alto perfil de risco tendem a não responder positivamente aos incentivos de longo prazo, corroborando a Hipótese 1b. Isso sugere que a remuneração variável de longo prazo pode ser menos efetiva para motivar executivos propensos ao risco, evidenciando um possível desalinhamento com os objetivos de longo prazo da empresa e reafirmando as preocupações com a miopia gerencial.

4.3. Remuneração Executiva e a Governança Corporativa



Os resultados para as hipóteses 2a e 2b, que exploram o papel moderador da governança corporativa na relação entre a remuneração executiva e o desempenho empresarial, são detalhados na Tabela 3.

Tabela 3

Regressão do Modelo de Moderação da Governança Corporativa

Variáveis	ROA	ROIC	Price_Profit	Stock_NetGain	MarketBook
IRCP	11.29***	13.06**	14.42*	32.99*	9.244***
CG	5.932***	9.071***	5.669	-46.64***	0.719
IRCP * CG	7.293**	6.118**	24.05***	38.87***	12.44**
Fixed_to_Equity	-0.00148*	-0.00148	-0.000105	-0.00452	0.00405***
Debt_to_Equity	-0.000688	0.00175	-0.00230	0.00433	0.0940***
In_Assets	0.140*	0.654***	1.391***	1.335**	0.305***
Market_Risk	-0.147***	-0.229***	-0.739***	-0.174	0.111
COVID	0.622***	1.800***	0.565	-27.10***	0.331
Constant	4.651***	4.713*	-11.55	52.14***	-4.776***

Variáveis	ROA	ROIC	Price_Profit	Stock_NetGain	MarketBook
IRLP	-12.92***	-9.739**	16.57	-20.41	3.962**
CG	7.491***	6.472***	4.844**	-52.62***	2.048**
IRLP * CG	7.221***	3.941***	10.53**	57.95***	5.296**
Fixed_to_Equity	-0.00144	-1.53e-05	-0.000909	-0.00353	0.00421***
Debt_to_Equity	-0.000581	-0.00219	0.000865	0.00261	0.0890***
In_Assets	0.205***	0.764***	1.201***	1.389**	0.270**
Market_Risk	-0.151***	-0.275***	-0.610**	-0.0737	0.00452
COVID	0.733***	1.870***	1.995**	-27.67***	1.114***
Constant	7.221***	3.941*	-10.53*	57.95***	-5.296**

Observations	1,208	1,096	1,014	925	1,089
Number of CNPJ	296	276	262	251	277

A Hipótese 2a sugere que a governança corporativa reforça o impacto da remuneração variável no desempenho empresarial. Os coeficientes positivos e significativos ($p < 0.05$) do termo de interação com as métricas de desempenho corroboram essa suposição. O resultado indica que altos escores de governança corporativa – que podem ser interpretados como sistemas eficazes de governança – amplificam o efeito positivo da remuneração de curto prazo, melhorando o desempenho contábil e de mercado. Essa evidência corrobora a Hipótese 2a, destacando a importância da governança corporativa como um reforço eficaz para o funcionamento adequado dos incentivos de remuneração.

A análise da Hipótese 2b revela que a governança corporativa amplifica os efeitos da remuneração variável de longo prazo sobre o desempenho empresarial, com um termo de interação significativamente positivo para todas as variáveis de desempenho ($p < 0.05$). Esses resultados indicam que sistemas de governança robustos fortalecem a relação entre remuneração de longo prazo e desempenho. Corroborando a Hipótese 2b, este achado sugere que práticas de governança eficazes mitigam os efeitos da miopia gerencial, alinhando os incentivos de longo prazo com as metas estratégicas e promovendo decisões que focam no



crescimento e sustentabilidade a longo prazo, contrapondo-se ao impacto potencialmente prejudicial da propensão ao risco.

4.4. Efeito da Moderação Conjunta

A Hipótese 3 investigou o efeito moderador conjunto da governança corporativa robusta e da propensão ao risco elevada dos executivos na relação entre remuneração variável desempenho empresarial. Os resultados da análise, presentes na Tabela 4, indicam que a interação tripla entre remuneração variável, propensão ao risco e práticas de governança influencia positivamente várias métricas de desempenho, corroborando a Hipótese 3.

Tabela 4
 Regressão do Modelo de Moderação Conjunta

Variáveis	ROA	ROIC	Price Profit	Stock NetGain	MarketBook
IRCP	20.99***	4.650	61.11***	47.22***	3.675*
Vega	3.41e-07*	3.72e-07**	3.28e-07	1.36e-06**	-1.67e-08*
IRCP * Vega	8.31e-06**	2.11e-05***	3.45e-06	6.07e-06**	7.71e-07***
CG	2.642**	-16.23***	17.88**	42.64***	0.687*
IRCP * CG	1.981***	28.46**	76.11***	54.46	6.476*
Vega * CG	2.79e-06***	7.65e-06**	3.24e-08**	1.00e-05*	6.07e-07**
IRCP * Vega * CG	9.73e-06**	2.26e-05***	5.17e-06***	2.80e-06***	8.41e-07*
Fixed_to_Equity	-0.00116	-0.00229*	-0.00106	-0.00388	0.00345**
Debt_to_Equity	-0.00139	0.00422	0.00112	0.00260	0.0967***
ln_Assets	0.573***	2.048***	2.343***	1.695***	0.305**
Market_Risk	-0.197***	-0.603***	-0.299	-0.414	0.0433
COVID	0.564***	2.749***	-2.267**	-27.41***	0.504
Constant	-4.219**	-9.500***	-37.30***	43.49***	-5.374**

Variáveis	ROA	ROIC	Price Profit	Stock NetGain	MarketBook
IRLP	0.892**	35.33***	7.278	66.15***	5.744**
Vega	6.00e-08**	1.59e-07	2.87e-07*	7.85e-07**	8.16e-11*
IRLP * Vega	3.70e-05***	2.28e-05***	1.94e-05***	6.31e-05**	1.66e-06**
CG	12.22***	9.567***	2.858**	40.28***	-2.605***
IRLP * CG	1.501*	38.77***	5.689**	91.16**	5.146**
Vega * CG	4.16e-06**	2.09e-06**	1.08e-07***	7.02e-06**	-1.62e-07*
IRLP * Vega * CG	3.66e-05***	2.30e-05***	1.85e-05***	6.71e-05***	1.84e-06**
Fixed_to_Equity	-0.00137	-0.000735	-0.00185	-0.00346	0.00453***
Debt_to_Equity	-0.000326	-8.27e-05	0.00181	0.00266	0.0906***
ln_Assets	0.620***	1.909***	2.324***	2.000***	0.433***
Market_Risk	-0.202***	-0.478***	-1.037***	-0.461	0.00338
COVID	0.671***	1.450***	-2.486***	-27.92***	0.673*
Constant	0.552	-9.084***	-24.30***	46.73***	-9.605***

Observations	958	873	916	881	948
Number of CNPJ	259	241	253	245	257

A configuração dessa interação tripla evidencia o papel da governança corporativa em mitigar a miopia gerencial. Este achado sugere que uma governança eficaz, aliada a uma maior propensão ao risco, permite uma resposta potencializada e equilibrada dos executivos a incentivos de curto e longo prazo.



Este fenômeno, onde executivos priorizam ganhos imediatos em detrimento do crescimento sustentável, pode ser atenuado por práticas de governança que estrategicamente reorientam as preferências dos executivos, permitindo uma melhor resposta a incentivos de remuneração e permitindo o funcionamento adequado de incentivos de longo prazo. Espera-se que alinhamento dos incentivos não apenas promova uma visão estratégica mais ampla, mas também incentive os executivos a adotarem abordagens que suportam a inovação e o crescimento a longo prazo.

Assim, os resultados apontam que executivos propensos a assumir riscos, quando situados em um contexto de governança forte, são mais propensos a alinhar suas ações com os objetivos de curto e longo prazo da empresa. O efeito de moderação realça a eficácia dos mecanismos de remuneração em promover comportamentos desejáveis, e também destaca a importância de uma governança corporativa em mitigar os conflitos de agência que podem ser danosos a empresa, como demonstrado aqui pela miopia gerencial.

5. Discussões e Conclusões

Este estudo investigou como as interações entre o perfil de risco dos executivos e a robustez da governança corporativa influenciam a relação entre remuneração executiva e desempenho empresarial. Fundamentado na Teoria da Agência, que postula que a remuneração baseada em incentivos deve alinhar os interesses dos executivos aos objetivos dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976), os resultados obtidos revelam nuances importantes que contribuem para a literatura existente sobre governança corporativa e compensação executiva.

Os achados do estudo indicam que a remuneração variável de curto prazo está positivamente associada ao desempenho, resultado é consistente com as observações de Larrazza-Kintana et al. (2007) e Aguiar e Pimentel (2015), que sugerem que incentivos imediatos podem efetivamente motivar os executivos a alcançar metas de desempenho de curto prazo. No entanto, inicialmente a ausência de uma relação positiva com a remuneração executiva de longo prazo aponta que, de forma geral, os executivos não são propensos a reagirem a incentivos que visam remunerá-los pelo desempenho de longo prazo, um fenômeno alinhado com as preocupações sobre miopia gerencial destacadas por Stein (1988).

Os resultados demonstram que o perfil de risco dos executivos modula a resposta a esses incentivos de remuneração. Executivos com uma maior propensão ao risco tendem a responder positivamente aos incentivos de curto prazo, o que se reflete em um desempenho contábil favorável. Contudo, essa mesma predisposição ao risco parece comprometer o alinhamento com incentivos de longo prazo, como evidenciado pelo impacto negativo da remuneração de longo prazo no desempenho empresarial. Este desalinhamento é uma manifestação da miopia gerencial, onde executivos com alto perfil de risco priorizam benefícios imediatos em detrimento de ganhos futuros para si e potencialmente para as empresas, corroborando a complexidade discutida pela Miopia Gerencial sobre o alinhamento efetivo dos interesses dos executivos com os dos acionistas através de estruturas de incentivo variável.

A governança corporativa emergiu como um moderador significativo nesse contexto. Em ambientes com governança robusta, a influência negativa da miopia gerencial na relação da remuneração variável sobre o desempenho é revertida, indicando que práticas de governança fortes podem efetivamente reorientar os executivos para além dos resultados de curto prazo (Cuervo, 2002). Este resultado sugere que práticas de governança eficazes são cruciais para mitigar conflitos de agência e melhorar o alinhamento entre gestores e acionistas, alinhando suas preferências temporais, buscando um desempenho ao longo do tempo.



O achado principal está na eficácia da governança corporativa como uma ferramenta capaz de mitigar a miopia gerencial, mesmo entre executivos com alta propensão ao risco. Os resultados demonstram que, em ambientes com governança robusta, executivos com uma inclinação maior ao risco alinham suas ações de forma a permitir o funcionamento dos incentivos de longo prazo, como a remuneração via Stock Options, revertendo à tendência de focar em ganhos de curto prazo. Este alinhamento supera os problemas de agência que se manifestam por meio da miopia gerencial (Jensen & Meckling, 1976; Laverty, 2004).

Além disso, o efeito de moderação observado destaca a dualidade dos mecanismos de remuneração na promoção de comportamentos desejáveis e sublinha a importância de uma governança corporativa robusta na mitigação de conflitos de agência potencialmente danosos, como a miopia gerencial exacerbada por uma alta propensão ao risco (Core et al., 1999).

A integração efetiva de práticas de governança com a propensão ao risco dos executivos oferece uma visão de como as estruturas de incentivo podem ser ajustadas para fomentar um alinhamento mais produtivo. Assim, este estudo indica que executivos com uma maior propensão ao risco podem, sob o sistema de governança adequado, canalizar sua disposição para assumir riscos em direção ao fortalecimento do desempenho organizacional a longo prazo.

Isso pode ser estendido a um entendimento de que a governança corporativa não apenas modera a relação entre remuneração e desempenho, mas também pode realçar a eficácia dos executivos ao alinhar estrategicamente os incentivos com as metas de sustentabilidade e crescimento da empresa. Esta perspectiva é corroborada por trabalhos recentes como os de Adu et al. (2022) e Gao et al. (2023), que enfatizam a capacidade da governança de adaptar práticas de incentivo para alavancar tanto o potencial de inovação quanto a estabilidade financeira.

Teoricamente, este estudo avança na compreensão das dinâmicas entre remuneração variável e desempenho, contrariando as simplificações em modelos tradicionais de pesquisa que não consideram efeitos da moderação. Na prática, os achados sugerem que conselhos de administração devem considerar não apenas a estrutura da remuneração, mas também o perfil de risco dos executivos e a robustez da governança ao projetar sistemas de incentivos que pretendem alinhar interesses e alavancar o desempenho empresarial.

Este estudo apresenta limitações associadas à sua abordagem quantitativa, que pode não abarcar completamente as nuances contextuais e qualitativas que influenciam as decisões sobre remuneração e desempenho. Para superar essas limitações, recomenda-se que pesquisas futuras adotem métodos qualitativos ou abordagens mistas.

Essas metodologias permitiriam uma análise mais detalhada das motivações e comportamentos dos executivos, considerando os diferentes contextos de governança e estruturas de remuneração. Investigar essas dinâmicas através de entrevistas, estudos de caso, ou análises etnográficas poderia enriquecer a compreensão das interações complexas entre governança corporativa, remuneração variável e desempenho empresarial.

Agradecimentos

O presente trabalho foi realizado com apoio parcial da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código Financeiro 001, e com apoio do PROEX/AUXPE nº 23038.011259/2021-97.

This study was financed in part by the Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Finance Code 001, with support from PROEX/AUXPE nº 23038.011259/2021-97.



Referencias

- Adu, D. A., Al-Najjar, B., & Sitthipongpanich, T. (2022). Executive compensation, environmental performance, and sustainable banking: The moderating effect of governance mechanisms. *Business Strategy and the Environment*, 31(4), 1439–1463. <https://doi.org/10.1002/bse.2963>
- Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (1999). The Other Side of the Trade-Off: The Impact of Risk on Executive Compensation. *Journal of Political Economy*, 107(1), 65–105. <https://doi.org/10.1086/250051>
- Aguiar, A. B. de, & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de Executivos e Desempenho no Mercado Brasileiro: Relações Contemporâneas e Defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545–568. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- Al Farooque, O., Buachoom, W., & Hoang, N. (2019). Interactive effects of executive compensation, firm performance and corporate governance: Evidence from an Asian market. *Asia Pacific Journal of Management*, 36(4), 1111–1164. <https://doi.org/10.1007/s10490-018-09640-2>
- Anam, A. K., & Khajar, I. (2023). Managerial Myopia Control to Improve Financial Performance in Micro-finance Institutions. In *Review of Economics and Finance* (Vol. 21). <https://orcid.org/0000-0002-4139-1955>.
- Araujo, J. A. O., & Ribeiro, M. S. (2017). Trinta anos de pesquisa em Remuneração Executiva e Retorno para o Acionista. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 11(0), 21–40. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i0.1622>
- Armstrong, C. S., & Vashishtha, R. (2012). Executive stock options, differential risk-taking incentives, and firm value. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 70–88. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.11.005>
- Baixaui-Soler, J. S., & Sanchez-Marin, G. (2015). Executive compensation and corporate governance in Spanish listed firms: a principal–principal perspective. *Review of Managerial Science*, 9(1), 115–140. <https://doi.org/10.1007/s11846-014-0122-z>
- Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *The Journal of Finance*, 43(3), 593–616. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04593.x>
- Bandiera, O., Guiso, L., Prat, A., & Sadun, R. (2015). Matching Firms, Managers, and Incentives. *Journal of Labor Economics*, 33(3), 623–681. <https://doi.org/10.1086/679672>
- Basílio, T. G., Vieira, C. F., Souza, I. M., & Silva, F. M. (2014). Governança Corporativa: Um Estudo de Caso na Eletrosul Centrais Elétricas S.A. *Revista de Administração IMED*, 4(2), 177–191. <https://doi.org/10.18256/2237-7956/raimed.v4n2p177-191>
- Bebchuk, L. (2005). The Growth of Executive Pay. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 283–303. <https://doi.org/10.1093/oxrep/gri017>
- Bedford, D. S. (2020). Conceptual and empirical issues in understanding management control combinations. *Accounting, Organizations and Society*, 86, 101187. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2020.101187>
- Beuren, I. M., da Silva, M. Z., & Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. *R. Adm. FACES Journal*, 13(2), 8–25. <https://doi.org/https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES2014V13N2ART1556>
- Cao, Q., Ju, M., Li, J., & Zhong, C. (2023). Managerial Myopia and Long-Term Investment: Evidence from China. *Sustainability* (Switzerland), 15(1). <https://doi.org/10.3390/su15010708>



- Cheng, S. (2004). R&D Expenditures and CEO Compensation. *The Accounting Review*, 79(2), 305–328. <http://www.jstor.org/stable/3203246>
- Chng, D. H. M., Rodgers, M. S., Shih, E., & Song, X.-B. (2012). When does incentive compensation motivate managerial behaviors? An experimental investigation of the fit between incentive compensation, executive core self-evaluation, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 33(12), 1343–1362. <https://doi.org/10.1002/smj.1981>
- Chung, B. H., Collins, D. W., & Song, J. Z. (2023). Managerial myopia and the unintended real consequences of conditional conservatism. *Journal of Business Finance and Accounting*, 50(5–6), 1060–1097. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12675>
- Coles, J., Daniel, N., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431–468. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.09.004>
- Colpan, A. M., & Yoshikawa, T. (2012). Performance Sensitivity of Executive Pay: The Role of Foreign Investors and Affiliated Directors in <scp>J</scp> apan. *Corporate Governance: An International Review*, 20(6), 547–561. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00923.x>
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371–406. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)
- Core, J., & Guay, W. (2002). Estimating the value of employee stock option portfolios and their sensitivities to price and volatility. *Journal of Accounting research*, 40(3), 613–630.
- Cuervo, A. (2002). Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 84–93. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00272>
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104–139. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000500005>
- DuoRu, D., Guo, M. C., & Wang, Z. M. (2021). Executive Compensation Level, Executive Characteristics and Quality of Internal Control. *E3S Web of Conferences*, 292, 03019. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202129203019>
- Ellig, B. R. (2022). *The complete guide to executive compensation*. McGraw Hill Professional.
- Ellili, N. O. D. (2023). Bibliometric analysis on corporate governance topics published in the journal of Corporate Governance: The International Journal of Business in Society. In *Corporate Governance (Bingley)* (Vol. 23, Issue 1, pp. 262–286). Emerald Publishing. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2022-0135>
- Esa, E., & Anum Mohd Ghazali, N. (2012). Corporate social responsibility and corporate governance in Malaysian government-linked companies. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(3), 292–305. <https://doi.org/10.1108/14720701211234564>
- Frydman, C., & Saks, R. E. (2010). Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936–2005. *Review of Financial Studies*, 23(5), 2099–2138. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp120>
- Gao, L., Sheikh, S., & Zhou, H. (2023). Executive compensation linked to corporate social responsibility and firm risk. *International Journal of Managerial Finance*, 19(2), 269–290. <https://doi.org/10.1108/IJMF-10-2021-0511>



- Gomez-Mejia, L., & Wiseman, R. M. (1997). Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook. *Journal of Management*, 23(3), 291–374. <https://doi.org/10.1177/014920639702300304>
- Gormley, T. A., & Matsa, D. A. (2016). Playing it safe? Managerial preferences, risk, and agency conflicts. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 431–455. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.08.002>
- Guay, W. R. (1999). The sensitivity of CEO wealth to equity risk: an analysis of the magnitude and determinants. *Journal of financial economics*, 53(1), 43–71.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2015). The value of corporate culture. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 60–76. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.010>
- Hart, T. A., David, P., Shao, F., Fox, C. J., & Westermann-Behaylo, M. (2015). An examination of the impact of executive compensation disparity on corporate social performance. *Strategic Organization*, 13(3), 200–223. <https://doi.org/10.1177/1476127015585103>
- Hemphill, T. A., & Lillevik, W. (2009). US “say-on-pay” legislation. *International Journal of Law and Management*, 51(2), 105–122. <https://doi.org/10.1108/17542430910947121>
- Hong, B., Li, Z., & Minor, D. (2016). Corporate Governance and Executive Compensation for Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 136(1), 199–213. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2962-0>
- Hong, S. (2019). Corporate governance and agency problems. *International Journal of Economics and Business Research*, 17(1), 70. <https://doi.org/10.1504/IJEBR.2019.096586>
- Hsiao, C.-Y., Zhang, Q.-Y., Huang, H.-N., & Xi, W.-X. (2021). The Relationship between Corporate Governance Characteristics and Earnings Quality – Takes the IT Industry of China Listed Companies as a Sample. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 77–86. <https://doi.org/10.9734/ajeba/2021/v21i930424>
- Izco, Álvaro Melón. "Is there a Gender Pay Gap on the board of directors?" XXXIV AEDEM Annual Meeting. *Gestión empresarial y objetivos de desarrollo sostenible*. European Academic Publisher, 2020.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264. <http://www.jstor.org/stable/2937665>
- Kang, S., Kumar, P., & Lee, H. (2006). Agency and Corporate Investment: The Role of Executive Compensation and Corporate Governance*. *The Journal of Business*, 79(3), 1127–1147. <https://doi.org/10.1086/500671>
- Khan, A. (2016). Relationship of Internal Audit Quality and Corporate Governance Measures of Multinational Corporations (MNCs) of Pakistan. *Sarhad Journal of Management Sciences*, 2(1), 55–65. <https://doi.org/10.31529/sjms.2016.1.8>
- Krauter, E. (2013). Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 7(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v7i3.988>
- Kreilkamp, N., Matanovic, S., Schmidt, M., & Wöhrmann, A. (2022). How executive incentive design affects risk-taking: a literature review. *Review of Managerial Science*. <https://doi.org/10.1007/s11846-022-00582-0>
- Larrazza-Kintana, M., Wiseman, R. M., Gomez-Mejia, L. R., & Welbourne, T. M. (2007). Disentangling compensation and employment risks using the behavioral agency model. *Strategic Management Journal*, 28(10), 1001–1019. <https://doi.org/10.1002/smj.624>



- Larwood, L., & Whittaker, W. (1977). Managerial Myopia: Self-Serving Biases in Organizational Planning. In *Journal of Applied Psychology* (Vol. 62, Issue 2).
- Laverty, K. J. (2004). Managerial myopia or systemic short-termism?: The importance of managerial systems in valuing the long term. *Management Decision*, 42(8), 949–962. <https://doi.org/10.1108/00251740410555443>
- Lee, K. W., Lev, B., & Yeo, G. H. H. (2008). Executive pay dispersion, corporate governance, and firm performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(3), 315–338. <https://doi.org/10.1007/s11156-007-0053-8>
- Lin, D., & Lin, L. (2018). Corporate Governance and Firm Performance: A Study of High Agency Costs of Free Cash Flow Firms. *JOURNAL OF SOCIAL SCIENCE RESEARCH*, 12(2), 2724–2731. <https://doi.org/10.24297/jssr.v12i2.7533>
- Lippert, R. L., & Porter, G. (1997). Understanding CEO pay: A test of two pay-to-performance sensitivity measures with alternative measures of alignment and influence. *Journal of Business Research*, 40(2), 127–138. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(96\)00283-4](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(96)00283-4)
- Liu, H., & Zhang, Z. (2023). The impact of managerial myopia on environmental, social and governance (ESG) engagement: Evidence from Chinese firms. *Energy Economics*, 122. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2023.106705>
- Low, A. (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation☆. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 470–490. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.05.004>
- Martin, G. P., Gomez-Mejia, L. R., & Wiseman, R. M. (2013). Executive stock options as mixed gambles: Revisiting the behavioral agency model. *Academy of Management Journal*, 56(2), 451–472. <https://doi.org/10.5465/amj.2010.0967>
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163–184. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00809-F](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00809-F)
- Meyer, H. E. (1974). Executive Compensation: Formalized Salary Systems. *Compensation Review*, 6(1), 52–57. <https://doi.org/10.1177/088636877400600106>
- Moreira, L. T. V. B., & Aguiar, A. B. de. (2023, June 26). Remuneração Executiva e Desempenho Empresarial: Um estudo empírico nas empresas de exploração de imóveis. 23o USP International Conference on Accounting | 20o Congresso USP de Iniciação Científica Em Contabilidade.
- Mthombeni, A. (2021). Corporate governance reform strategies for State-Owned Enterprises (SOEs): An integrated review of related literature. *Indonesian Journal Of Business And Economics*, 4(2). <https://doi.org/10.25134/ijbe.v4i2.4888>
- Murphy, K. J. (2013). Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, Issue PA, pp. 211–356). Elsevier B.V. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-453594-8.00004-5>
- Oliva, E. de C., & Albuquerque, L. G. de. (2007). Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. *Base Revista de Administração e Contabilidade Da UNISINOS*, 4(1), 61–73.
- Pepper, A., & Gore, J. (2015). Behavioral Agency Theory: New Foundations for Theorizing About Executive Compensation. *Journal of Management*, 41(4), 1045–1068. <https://doi.org/10.1177/0149206312461054>
- Ross, S. A. (2004). Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness. In *THE JOURNAL OF FINANCE* • Vol. LIX (Issue 1).
- Saputra, R., & Indayani, I. (2019). Does Corporate Governance improve Financial Performance? Case of Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange.



- Journal of Accounting Research, Organization and Economics, 2(2), 123–134. <https://doi.org/10.24815/jaroe.v2i2.14318>
- Schneider, L., Da Rosa, C., & Knebel Baggio, D. (2021). Estrutura de governança corporativa em empresas familiares. *RGC - Revista de Governança Corporativa*, 6(1). <https://doi.org/10.21434/IberoamericanJCG.v6i1.38>
- Sheth, A. (2014). The Carrot: Executive Compensation, Risk-Taking and Innovation. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2632958>
- Silva, B. S. da, Francisco, J. R. de S., Correia, L. F., Avelar, E. A., & Amaral, H. F. (2022). A Influência da Governança Corporativa no Disclosure da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) das Companhias de Capital Aberto Brasileiras. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 10(1), 71–88. <https://doi.org/10.22478/ufpb.2318-1001.2022v10n1.53589>
- Singhal, A. (2014). Corporate Governance, Cost of Capital and Value Creation: Evidence from Indian Firms. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 4(6), 36–54. <https://doi.org/10.9790/5933-0463654>
- Souza, L. O. de, Pedreiro, I. L. D., Barbosa, A. L. M. A., & Castro, W. A. de. (2019). A influência da Governança Corporativa na rentabilidade das Instituições Financeiras. *Research, Society and Development*, 8(8), e09881179. <https://doi.org/10.33448/rsd-v8i8.1179>
- Stein, J. C. (1988). Takeover Threats and Managerial Myopia. *Journal of Political Economy*, 96(1), 61–80. <http://www.jstor.org/stable/1830710>
- Ventura, A. F. A. (2013). Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: uma análise nas empresas listadas na BM&FBOVESPA [Universidade Federal da Paraíba]. <https://repositorio.unb.br/handle/10482/13765>
- Wiseman, R. M., & Gomez-Mejia, L. R. (1998). A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking. *The Academy of Management Review*, 23(1), 133. <https://doi.org/10.2307/259103>
- Xu, X.-X., Zhang, M.-Z., Zhang, H.-Y., & Guo, S.-M. (2016). Research on the Governance Structure and Corporate Performance of Listed Companies--Based on the Internal and External Governance Structure of the Company. *Proceedings of the 2016 International Conference on Management Science and Management Innovation*. <https://doi.org/10.2991/msmi-16.2016.67>