


# REFLEXOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE A *PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY*: UMA NOVA PERSPECTIVA<sup>1</sup>

THAYLA M. G. IGLESIAS<sup>2</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-9762-7031>

TAÍS D. SILVA<sup>2</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-5972-8851>

DUTERVAL JESUKA<sup>2</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-1245-0979>

FERNANDA M. PEIXOTO<sup>2</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-0969-7567>

**Para citar este artigo:** Iglesias, T. M. G., Silva, T. D., Jesuka, D., & Peixoto, F. M. (2022). Reflexos da governança corporativa sobre a *pay-performance sensitivity*: Uma nova perspectiva. *Revista de Administração Mackenzie*, 23(1), 1–27. doi:10.1590/1678-6971/eRAMF220088

**Submissão:** 22 abr. 2020. **Aceite:** 27 nov. 2020.

<sup>1</sup> Os autores agradecem à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (Fapemig), à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes) e à Organização dos Estados Americanos (OEA) pelo financiamento desta pesquisa.

<sup>2</sup> Universidade Federal de Uberlândia (UFU), Uberlândia, MG, Brasil.



This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License.

This paper may be copied, distributed, displayed, transmitted or adapted for any purpose, even commercially, if provided, in a clear and explicit way, the name of the journal, the edition, the year and the pages on which the paper was originally published, but not suggesting that RAM endorses paper reuse. This licensing term should be made explicit in cases of reuse or distribution to third parties.

Este artigo pode ser copiado, distribuído, exibido, transmitido ou adaptado para qualquer fim, mesmo que comercial, desde que citados, de forma clara e explícita, o nome da revista, a edição, o ano e as páginas nas quais o artigo foi publicado originalmente, mas sem sugerir que a RAM endosse a reutilização do artigo. Esse termo de licenciamento deve ser explicitado para os casos de reutilização ou distribuição para terceiros.

## RESUMO

**Objetivo:** Esta pesquisa se propõe a investigar se as características de governança corporativa – compensação dos executivos, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade/controlado – influenciam na sensibilidade da remuneração ao desempenho da firma, a chamada *pay-performance sensitivity*.

**Originalidade/valor:** O estudo contribui ao apresentar um novo olhar sobre a interação dos mecanismos de governança corporativa alinhada ao conceito de *pay-performance sensitivity*, evidenciando que os instrumentos de governança corporativa não atuam de forma isolada, mas sim de maneira entrelaçada e interdependente.

**Design/metodologia/abordagem:** A amostra do estudo é composta das empresas participantes do Índice Brasil 100 (IBRX 100) listadas na B3 no período de 2014 a 2018. Os dados foram extraídos da base Economatica® e dos formulários de referência acessados no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O método utilizado para análise dos dados foi regressão com dados em painel, adotando modelos de efeitos fixos e aleatórios.

**Resultados:** Os resultados evidenciam que a composição do conselho (representada pela dualidade de funções entre CEO e presidente do conselho) aumenta a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho das empresas, ao passo que a concentração acionária a reduz. Ademais, percebeu-se que uma maior presença de membros independentes no conselho reduz a variação da remuneração dos executivos.

## PALAVRAS-CHAVE

Compensação dos executivos. Composição do conselho de administração. Estrutura de propriedade/controlado. Governança corporativa. *Pay-performance sensitivity*.

## 1. INTRODUÇÃO

A compensação dos executivos tem sido frequentemente investigada com o objetivo de avaliar seus determinantes (Essen, Otten, & Carberry, 2012), bem como na perspectiva de que os incentivos concedidos ao gestor possam afetar o seu comportamento (Chen, Goergen, Leung, & Song, 2019).

De acordo com Bebchuk e Weisbach (2010), embora o interesse na remuneração dos executivos exista já há algum tempo, a crise financeira de 2008 contribuiu para a sua intensificação. Reguladores de todo o mundo estão estudando medidas para melhorar a estrutura de compensação. As autoridades dos Estados Unidos e de outros países estão considerando formas para melhorar os processos de governança corporativa, visando impedir abusos na remuneração de altos executivos.

Jensen e Murphy (1990) argumentam que a política de compensação aos gestores pode auxiliar no alinhamento de interesses entre o acionista e o gestor de diversos modos. Entre os mecanismos de remuneração, destacam: revisão de salários e bônus, utilização de opções de ações e ameaça de demissão de executivos. Eles investigaram o efeito dessas variáveis sobre o desempenho, assim como a magnitude desse efeito, a chamada *pay-performance sensitivity* (PPS). Em suma, considerando uma elevação de X% no valor e/ou desempenho da firma, buscaram entender se existe impacto e qual a magnitude deste sobre a remuneração dos executivos.

Dada a existência de conflitos de interesses entre acionistas e gestores, sabe-se que a remuneração dos executivos é um mecanismo de governança que pode contribuir para o alinhamento desses interesses, uma vez que incentiva o gestor a maximizar a riqueza do acionista (Jensen & Meckling, 1976; Jensen & Murphy, 1990). A compensação aos executivos, atrelada a um comitê de remuneração eficiente, é condição importante para o bom desempenho da firma (Elsayed & Elbardan, 2018). Entretanto, a presença do *chief executive officer* (CEO) no conselho de administração influencia na ineficiência do monitoramento da remuneração desses executivos (Reddy, Abidin, & You, 2015), e, em um contexto de concentração acionária, a remuneração do executivo é menos sensível ao desempenho (Ataay, 2018).

Com base no exposto, este estudo apresenta o seguinte problema de pesquisa:

- Como a compensação dos executivos é sensível às características de governança corporativa e às mudanças no valor de mercado da firma?

O objetivo geral é, portanto, investigar a relação da compensação dos executivos com as características de governança corporativa e com o valor de mercado da firma. De maneira específica, espera-se compreender se o comitê de remuneração, a composição do conselho de administração e a estrutura de propriedade/controlado são capazes de influenciar na PPS. A amostra do estudo envolveu as empresas participantes do Índice Brasil 100 listadas na B3, no período de 2014 a 2018.

Observa-se na literatura internacional que vários estudos recentes encontraram uma relação significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho das firmas (Catuogno, Arena, & Viganò, 2016; Degenhart, Martins, & Hein, 2017; Elsayed & Elbardan, 2018; Kanapathippillai, Mihret, & Johl, 2019). Por sua vez, outra corrente teórica vem investigando de modo isolado como os mecanismos de governança corporativa relacionados ao conselho de administração e à estrutura de propriedade podem influenciar a PPS nas empresas (Reddy et al., 2015; Abraham & Singh, 2016; Ataay, 2018; Amzaleg, Azar, Ben-Zion, & Rosenfeld, 2014). Dos estudos apresentados, infere-se que os mecanismos de governança corporativa possam agir como instrumentos efetivos para aumentar a sensibilidade da remuneração dos gestores em relação à *performance* da firma.

Embora os autores citados tenham demonstrado que a qualidade da governança corporativa poderia influenciar a remuneração dos executivos e conseqüentemente se refletir no valor da firma, ainda permanecem dúvidas quanto à forma como esses mecanismos podem ser combinados para melhorar a sensibilidade da compensação dos gestores em relação à *performance*. Nessa perspectiva, observa-se que a maior parte dos estudos que abordam esse tema (Silva & Chien, 2013; Ermel & Do Monte, 2018; Brandão, Vasconcelos, Luca, & Crisóstomo, 2019) foca a relação entre a remuneração do executivo e aspectos de desempenho e valor, mas há menos estudos que analisam a inter-relação entre os mecanismos de governança e seus possíveis impactos na PPS, como se pretende fazer neste estudo.

No Brasil, os estudos que versam sobre o assunto investigam o efeito dos mecanismos de governança corporativa sobre a PPS de forma isolada. Por exemplo, Brandão et al. (2019) abordaram apenas as implicações da composição do conselho de administração na sensibilidade da remuneração dos executivos à *performance*, mas não analisaram outros mecanismos. Enquanto isso, Silva, Lana e Marcon (2018) observaram os impactos do acordo de acionistas sobre o valor da firma. No entanto, a proposta deste artigo é avaliar o impacto de três mecanismos de governança corporativa (remuneração, conselho e propriedade) sobre a PPS.

De modo geral, esta pesquisa apresenta uma nova abordagem para a análise dos mecanismos de governança corporativa associada ao conceito de PPS, permitindo, assim, demonstrar que os instrumentos de governança não atuam de forma isolada, mas sim de maneira entrelaçada e interdependente. Ademais, ainda não foi encontrado no Brasil nenhum estudo que conjugasse esses três mecanismos de governança corporativa, além de avaliar o impacto de cada um deles separadamente sobre a sensibilidade da remuneração do executivo ao desempenho.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Compensação dos executivos e a *pay-performance sensitivity*

A criação de instrumentos de compensação aos gestores vem da necessidade de encontrar uma forma adequada de controlar suas ações e incentivá-los a zelar pela melhoria do desempenho da firma e, ao mesmo tempo, agregar valor aos acionistas (Amzaleg et al., 2014; Essen et al., 2012). Entre os mecanismos de remuneração, destacam-se as revisões salariais, a opção de ações, o bônus, o pagamento por desempenho, entre outros (Essen et al., 2012; Jensen & Murphy, 1990; Song & Wan, 2019). Sob essa perspectiva, Krauter (2013) ressalta que os executivos podem ser beneficiados por remuneração financeira direta, que representa o valor recebido em dinheiro, podendo ser esse fixo e/ou variável, ou indireta, que representa outros benefícios, como plano de saúde e seguro de vida, assim como compensações não financeiras, relacionadas a investimento na carreira e formação continuada.

Não há um consenso entre os teóricos sobre a eficácia das políticas de remuneração sobre o valor da firma. Alguns autores defendem que essas formas de remunerar os executivos não podem alinhar plenamente os seus interesses com os dos acionistas. Alguns estudos apontam que esse mecanismo sozinho não é capaz de evitar comportamentos de entrincheiramento, que podem prejudicar a *performance* (Kabir, Li, & Veld-Merkoulova, 2013; Livne, Markarian, & Mironov, 2013; Newton, 2015). Por sua vez, outra corrente de estudos defende que os modelos de compensação dos gestores são muito eficientes na resolução dos conflitos de agência e, ao mesmo tempo, conseguem melhorar o desempenho e o valor da firma (Karim, Lee, & Suh, 2018; Song & Wan, 2019).

Em meio a essas divergências, surgiram estudos que apresentaram evidências sobre a relação entre a compensação dos gestores e o desempenho/

valor da firma em vários países (Amzaleg et al., 2014; Sheikh, Shah, & Akbar, 2017) e no Brasil (Degenhart et al., 2017; Ermel & Do Monte, 2018; Brandão et al., 2019).

Amzaleg et al. (2014) investigaram se a remuneração dos CEOs era sensível ao desempenho, para uma amostra de 135 companhias israelitas de capital aberto, e encontraram uma relação positiva entre remuneração e desempenho. Os autores descobriram um maior nível de remuneração dos CEOs que detinham alto poder de controle no conselho, em relação àqueles que não possuem essa capacidade. No Paquistão, Sheikh et al. (2017) estudaram o mesmo assunto em uma amostra composta por 225 firmas listadas no período de 2005 a 2012. As evidências encontradas revelaram que a *performance* do ano anterior exerceu um efeito significativo e positivo na remuneração atual dos executivos.

Os estudos brasileiros que abordam a sensibilidade da remuneração ao desempenho da firma são controversos. Enquanto alguns encontram uma associação positiva (Brandão et al., 2019; Degenhart et al., 2017), outros não encontraram nenhum efeito significativo entre as variáveis (Silva & Chien, 2013; Ermel & Do Monte, 2018; Veloso, Santos, Pimenta, Cunha, & Cruz, 2019). Em pesquisa que envolveu uma amostra de 66 empresas não financeiras listadas no período de 2010 a 2014, Veloso et al. (2019) constataram que não há relação entre as remunerações dos executivos e o desempenho econômico-financeiro.

Das pesquisas que encontraram uma relação positiva, destaca-se o trabalho de Degenhart et al. (2017), que utilizaram uma amostra de 219 firmas listadas na BM&FBovespa no período de 2011 a 2015 e verificaram uma variação positiva entre o retorno sobre o ativo e as remunerações fixa, variável e total dos CEOs. Por sua vez, Elsayed e Elbardan (2018), em uma pesquisa com 350 empresas no período de 2010 a 2014, identificaram uma relação positiva entre a compensação dos executivos e a *performance* da firma, corroborando os achados dos autores anteriores.

Sob ótica distinta, Brandão et al. (2019) concentram o foco na análise dos dados de 96 companhias que participaram no Índice Brasil 100 (IBRX 100) da BM&FBovespa entre 2013 e 2015. Constataram uma relação positiva entre a remuneração do executivo e o valor de mercado das empresas. Na França, Zoghلامي (2021) investigou 155 companhias durante o período de 2009 a 2018 e constatou que as compensações dos executivos impactam positivamente o desempenho econômico e financeiro das empresas, mas negativamente o valor de mercado das firmas. Diante desses resultados, o autor destaca que o desempenho da firma pode ser atingido por meio de

reformas nos incentivos de compensação dos executivos alinhadas à estrutura de governança corporativa. Ainda, Blanes, Fuentes e Porcuna (2020) evidenciaram que a remuneração do CEO é sensível às variações de desempenho da firma, tanto na abordagem contábil quanto na de mercado.

Além da compensação do executivo propriamente dita, as organizações têm criado comitês responsáveis por determinar o nível de compensação dos gestores, os “comitês de remuneração”. Em situações em que os CEOs possuem certo poder de barganha sobre o conselho de administração, eles conseguem usar seu poder para influenciar a elaboração dos contratos e impor a inclusão de cláusulas que aumentam seus benefícios (Bebchuk & Fried, 2003; Murphy, 2013). Segundo Conyon (2014), o comitê de remuneração é considerado essencial para a elaboração de políticas de pagamento dos diretores que reflitam a realidade do mercado e que sejam coerentes com os esforços envidados pela empresa para elevar o valor dos sócios, reduzindo os conflitos de interesse entre as partes.

Esse papel fundamental atribuído ao comitê de remuneração proporciona a ele uma posição de destaque na literatura que trata de sua composição (Conyon, 2014; Strobl, Rama, & Mishra, 2016) e sua relação com a sensibilidade ao desempenho (Catuogno et al., 2016; Conyon, 2014; Kanapathippillai et al., 2019). Alguns estudos trazem evidências sobre aspectos do comitê de remuneração, que tem sido utilizado em diversos países como alternativa para atrelar a sensibilidade do pagamento dos CEOs ao aumento do desempenho da firma.

Catuogno et al. (2016) utilizaram características como independência do conselho, *board-interlocking* e conselhos eleitos pelos acionistas minoritários para investigar se a qualidade do comitê favorece o alinhamento da remuneração à *performance*, para uma amostra de 72 companhias italianas, no período de 2008 a 2010. Constataram que o comitê de remuneração influencia o uso de planos de opção de ações como incentivo para melhorar o desempenho das firmas. Sob ótica similar, Kanapathippillai et al. (2019) estudaram a mesma relação com uma amostra de 5.303 observações ano-firma coletadas no período de 2005 a 2015. Descobriram que a existência e a efetividade do comitê de compensação influenciam positivamente a sensibilidade da remuneração total dos executivos ao desempenho das empresas australianas.

Elsayed e Elbardan (2018) destacaram a relevância dos comitês de remuneração no tocante às definições dos pacotes de remuneração dos executivos, uma vez que defendem estar estes atrelados não somente ao desempenho da empresa em períodos anteriores, mas também às metas futuras como estratégia de motivação dos executivos.

No Brasil, observa-se que ainda faltam estudos sobre a influência do comitê de remuneração sobre a PPS. Nesse contexto, elaborou-se a hipótese  $H_1$ :

- $H_1$ : A presença de um comitê de remuneração aumenta a PPS das empresas que compõem o IBRX100.

## 2.2 Composição do conselho de administração e a *pay-performance sensitivity*

As funções do conselho de administração são amplas: acompanhar a gestão de forma imparcial; contribuir para o desenvolvimento de estratégias, gestão de riscos e planejamento sucessório; e garantir a integridade na elaboração de relatórios (Wong, 2009). Para Hermalin e Weisbach (2003), os resultados alcançados pela companhia são melhores quando o conselho é, em sua maioria, independente e quando não existe dualidade de funções entre o presidente do conselho e o CEO. Quando exerce plenamente suas funções, o conselho possui poder de controle sobre as ações gerenciais e acaba por definir os membros do comitê de remuneração. Em empresas com níveis fracos de governança, os executivos podem utilizar seu livre-arbítrio para influenciar as decisões do conselho, procurando aumentar seus benefícios próprios, de modo desproporcional em relação aos esforços direcionados ao aumento da *performance* (Baixauli-Soler & Sanchez-Marin, 2014; Newton, 2015).

Para reforçar o monitoramento do gestor, a qualidade e a composição do conselho seriam aspectos-chave para reduzir o poder de barganha dos gestores, buscando o equilíbrio entre a remuneração e a melhora no desempenho da firma. Nessa mesma linha, observam-se atributos como dualidade das funções CEO e presidente do conselho, e independência do conselho sendo utilizados em pesquisas internacionais (Amzaleg et al., 2014; Chen, Lin, Lu, & Zhang, 2015; Jaiswall & Bhattacharyya, 2016; Sheikh et al., 2017) e nacionais (Abraham & Singh, 2016; Brandão et al., 2019; Veloso et al., 2019) para verificar até que ponto a remuneração dos gestores é sensível às variações no desempenho.

Na literatura internacional, destaca-se o trabalho de Amzaleg et al. (2014), que mediram o conselho de administração por meio das variáveis dualidade entre o CEO e o presidente do conselho, tamanho do conselho, percentual de conselheiros independentes e *outsiders*, e analisaram seus efeitos sobre a PPS. Os autores investigaram uma amostra de 135 empresas israelitas no período de 1998 a 2002. Constataram que a dualidade CEO/



presidente do conselho e o tamanho desse conselho influenciaram positivamente a sensibilidade da remuneração ao desempenho.

Reddy et al. (2015), por sua vez, investigaram as companhias abertas da Nova Zelândia no período de 2005 a 2010. Os autores constataram que as empresas cujo CEO também é membro do conselho remuneram melhor os executivos, o que sugere um monitoramento menos eficaz da remuneração do CEO devido à influência dele nas decisões do conselho. Quanto à proporção de membros independentes no conselho, não foi identificada relação significativa com a compensação dos executivos.

Na Índia, Jaiswall e Bhattacharyya (2016) consideraram uma amostra de 770 empresas listadas na Bolsa de Bombay (Bombay Stock Exchange – BSE) entre 2002 e 2013. De modo geral, os autores verificaram que a dualidade das funções CEO e presidente do conselho, acionistas institucionais e conselheiros *outsiders* afetaram positivamente a sensibilidade da compensação à *performance*.

Em análise de empresas brasileiras, Abraham e Singh (2016) observaram que a separação entre as funções de CEO e presidente do conselho afeta a influência dos *blockholders* em seus retornos; assim, quando existe essa separação, os executivos são recompensados conforme incrementos nos retornos feitos aos *blockholders*, porém, quando ela não ocorre, verifica-se pagamento de salários inconsistentes com o desempenho. Brandão et al. (2019) analisaram a influência de atributos do conselho sobre a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho (PPS) das 100 empresas que compõem o IBRX entre 2013 e 2015. Os resultados apontaram que não há impacto da dualidade CEO/presidente do conselho e conselheiros eleitos pelos acionistas minoritários sobre a PPS. No entanto, quando se considerou a proporção de conselheiros independentes, houve uma relação negativa com a PPS. Já Veloso et al. (2019) identificaram relação significativa e negativa entre a dualidade do CEO e a remuneração dos executivos, contrariando os autores anteriores.

Como foi observado, não há um consenso sobre a forma como as variáveis do conselho influenciam a sensibilidade da remuneração ao desempenho. Porém, a maior parte dos estudos mostrou que, em empresas com níveis fracos de governança, o uso desses fatores pode proporcionar melhores resultados (Amzaleg et al., 2014; Baixauli-Soler, & Sanchez-Marin, 2014; Jaiswall & Bhattacharyya, 2016).

Com base nos estudos apresentados, propõem-se as seguintes hipóteses sobre o conselho:

- $H_2$ : A dualidade do CEO aumenta a PPS das empresas que compõem o IBRX100.

- $H_3$ : A maior presença de membros independentes no conselho de administração aumenta a PPS das empresas que compõem o IBRX100.

### 2.3 Estrutura de propriedade/control e *pay-performance sensitivity*

Entre os determinantes da remuneração dos executivos, Correia, Amaral e Louvet (2014) apontam a estrutura de propriedade/control, representada pela concentração acionária. Os autores estudaram empresas brasileiras no período de 1997 a 2006 e constataram que empresas com estrutura de propriedade/control menos concentrada tinham maior incidência de programas de participação dos gestores nos lucros.

O papel da estrutura de propriedade/control já era discutido por Jensen e Meckling (1976), quando argumentavam que a maior dispersão da propriedade proporcionava menor incentivo para monitoramento nas decisões. Nessa perspectiva, Conyon e He (2011) destacam que a maior concentração conduz a maior capacidade dos acionistas em proteger seus interesses. Quando analisaram empresas chinesas, identificaram que aquelas com estrutura de propriedade concentradas apresentavam menores salários e incentivos aos executivos. Chen et al. (2015), em estudo também com empresas chinesas, investigaram se as mudanças no incentivo do acionista controlador afetavam a sensibilidade de pagamento por desempenho. Constataram que o alinhamento entre os interesses de acionistas controladores e minoritários se associa com a maior sensibilidade, destacando que um melhor alinhamento conduz a maior eficiência dos contratos de remuneração.

A concentração acionária também foi investigada em relação à sensibilidade da remuneração. Baixauli-Soler e Sanchez-Marin (2014) utilizaram dados de 119 companhias espanholas no período de 2004 a 2011 e constataram que a concentração impacta negativamente a sensibilidade da remuneração dos executivos em relação à *performance*, enquanto a presença de conselheiros independentes não foi significativa. De modo similar, Reddy et al. (2015) identificaram que a concentração acionária se apresentou negativa e significativa em relação à *performance* das firmas da Nova Zelândia, o que demonstra que os grandes acionistas estão mais interessados nos benefícios próprios do que nas práticas de monitoramento. Ainda, Ataay (2018) investigou empresas da Turquia, de 2009 a 2013, e observou que o pagamento dos executivos é sensível ao desempenho, porém, quando a concentração acionária é maior, essa sensibilidade é menor.

Com base nos estudos apresentados, é proposta a hipótese  $H_4$ :

- $H_4$ : A concentração acionária reduz a PPS das empresas que compõem o IBRX100.

Um mecanismo de governança que está associado à estrutura de propriedade/controlado é o acordo de acionistas. Do ponto de vista jurídico, o acordo de acionistas é considerado por Miliauskas (2013) um acordo escrito ou oral firmado entre dois ou mais acionistas de uma firma. Na perspectiva da teoria da agência, a ideia do acordo de acionistas surgiu a partir dos estudos de Jensen e Meckling (1976), La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) e La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2002) sobre a proteção legal aos acionistas, destacando a existência de conflito de interesses entre acionistas minoritários e majoritários. Pressupõe-se que, em países que oferecem baixa proteção legal aos investidores e em empresas com forte concentração acionária, os acionistas majoritários usam seus poderes de voto para aprovar decisões do conselho de administração que aumentam suas riquezas, o que nem sempre favorece os acionistas minoritários.

Para se protegerem contra a expropriação dos seus direitos pelos acionistas majoritários e se precaverem contra o comportamento de entrenchamento dos executivos, os acionistas minoritários celebram acordos entre si, visando formar uma espécie de coalisão, a fim de que possam otimizar seus poderes nas decisões deliberativas do conselho de administração (Cremers & Ferrell, 2014). Segundo Miliauskas (2013), geralmente os acordos de acionistas (AC) também são realizados em empresas com estrutura de propriedade diluída, em que um grupo de acionistas estabelece acordos para concentrar o poder de voto e fortalecer suas influências. Estudos empíricos mostram que os contratos firmados entre acionistas influenciam o valor da firma (Barontini & Bozzi, 2010; Baglioni, 2011; Carvalhal, 2012; Silva et al., 2018).

Por sua vez, Barontini e Bozzi (2010) analisaram o impacto dos acordos de acionistas sobre a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho, para uma amostra de 175 empresas italianas no período de 1998 a 2002. Por meio de uma regressão com dados em painel, concluíram que o acordo de acionistas exerce um efeito moderador na remuneração dos executivos, principalmente nas empresas com alto nível de concentração acionária. Além disso, observaram um excesso de compensação relacionado negativamente ao desempenho das companhias familiares e que não têm acordo de acionistas.

No cenário brasileiro, Carvalhal (2012) construiu um índice de acordo de acionistas, baseado em 24 perguntas, que envolveram transferência de ações, pagamentos de dividendos, investimentos, financiamento e governança

corporativa, e investigou sua relação com o valor. Para tanto, o autor analisou 366 companhias de capital aberto, das quais 88 possuíam acordo de acionistas, no período de 1995 a 2009. Constatou que as empresas que possuem acordos de acionistas são mais valorizadas e percebeu que o nível de proteção proporcionada pelos acordos influencia de forma positiva o valor das companhias.

Adotando a mesma metodologia empregada por Carvalho (2012), Silva et al. (2018) também analisaram a relação entre os acordos de acionistas e o valor de 472 firmas brasileiras (sendo 86 com acordos firmados) entre 1999 e 2013, e mostraram que uma variação positiva no valor dessas empresas estaria relacionada ao fortalecimento dos direitos dos acionistas minoritários conquistados pelos acordos celebrados.

A partir dos estudos apresentados, percebe-se que os acordos de acionistas têm assumido uma posição importante na redução dos problemas de expropriação de direitos dos acionistas minoritários e que tais acordos têm afetado positivamente o desempenho das empresas. Com base nesse panorama, elaborou-se a hipótese  $H_5$ :

- $H_5$ : A presença de acordo de acionistas aumenta a PPS das empresas que compõem o IBRX100.

## 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

### 3.1 Amostra e fonte de dados

Para a consecução do objetivo proposto nesta pesquisa, optou-se por analisar as empresas participantes do Índice Brasil 100 (IBRX 100) listadas na B3 no período de 2014 a 2018. Tal índice é constituído pelas 100 maiores empresas em termos de negociação e representatividade no mercado de capitais brasileiro e será adotado conforme foi realizado por Brandão et al. (2019).

Como fonte de dados, utilizaram-se a base Economatica® e os formulários de referência que foram acessados no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Excluíram-se quatro empresas da amostra por se repetirem devido às ações ordinárias e preferenciais e quatro empresas por não apresentarem as informações necessárias. Além disso, excluíram-se observações com patrimônio líquido negativo ao longo do período em análise, de modo que a amostra correspondeu a 92 empresas.

## 3.2 Variáveis selecionadas na pesquisa

A Figura 3.2.1 descreve as variáveis da pesquisa.

(Figura 3.2.1)

### DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA

Variável	Símbolo	Métrica	Sinal esperado	Embasamento teórico	Base de dados
Remuneração total do executivo	$\Delta$ REMT	Remuneração total da diretoria do ano corrente - remuneração total do ano anterior/valor de mercado em t-1.	(+)	Jensen e Murphy (1990), Victor (2013) e Brandão et al. (2019)	2
Dualidade de CEO	DCEO	A variável <i>dummy</i> assume 1 se o CEO é também o presidente do conselho de administração e 0 caso contrário.	(+)	Amzaleg et al. (2014) e Jaiswall e Bhattacharyya (2016)	2
Independência do conselho	IND	Proporção de conselheiros independentes no conselho de administração.	(+)	Hermalin e Weisbach (2003)	2
Concentração acionária	CAC	Percentual de ações ordinárias em poder dos três maiores acionistas.	(-)	Chen et al. (2015) e Brandão et al. (2019)	2
Acordo de acionistas	AC	A variável <i>dummy</i> assume 1 para presença de acordo de acionistas e 0 para ausência.	(+)	Silva et al. (2018)	2
Comitê de remuneração	CREM	A variável <i>dummy</i> assume 1 para presença de comitê de remuneração e 0 para ausência.	(+)	Brandão et al. (2019) e Kanapathippillai et al. (2019)	2
Variação do valor de mercado	$\Delta$ VCM	(Valor de mercado do ano corrente - valor de mercado do ano anterior)/valor de mercado do ano anterior.	(+)	Jensen e Murphy (1990) e Brandão et al. (2019)	1
Retorno sobre o patrimônio líquido	ROE	Lucro líquido da empresa no ano corrente/patrimônio da empresa em t-1.	(+)	Brandão et al. (2019)	1
Tamanho da empresa	TAM	Ln (ativo total) em t-1.	(+)	Brandão et al. (2019)	1
Setor da empresa	SETOR	Variável <i>dummy</i> para cada setor de atividade classificado pela Economatica.	(+)	Brandão et al. (2019)	1
Período de análise	ANO	Variável <i>dummy</i> para cada ano de análise.		Brandão et al. (2019)	1

Base de dados: (1) Economatica®; (2) CVM.

Fonte: Elaborada pelos autores.

### 3.3 Modelos econométricos do estudo

Foram construídos quatro modelos de regressão com dados em painel desbalanceado, alternados entre efeitos fixos e aleatórios conforme resultados dos testes de diagnóstico. Como variável dependente, em todos os modelos, considerou-se a variação da remuneração total dos executivos ( $\Delta\text{REMT}$ ), e, como variáveis de controle, o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), o tamanho da firma (TAM), o setor da atuação (SETOR) e o período (ANO). No que tange às variáveis independentes de teste, elas consistem em: 1. comitê de remuneração; 2. composição do conselho de administração; 3. concentração acionária; e 4. acordo de acionistas.

O modelo 1 proposto visa identificar o possível impacto do comitê de remuneração sobre a variação da remuneração total dos executivos por meio das variáveis independentes de comitê de remuneração (CREM), variação do valor de mercado ( $\Delta\text{VM}$ ), que foi inserida no modelo para avaliar a sensibilidade da remuneração a mudanças no valor de mercado da firma, e a variável interativa da variação do valor de mercado com o comitê de remuneração ( $\Delta\text{VM} \times \text{CREM}$ ), conforme Equação 1. Ou seja, a Equação 1 testa a hipótese  $H_1$ : “A presença de um comitê de remuneração aumenta a PPS das empresas que compõem o IBRX100”.

$$\Delta\text{REMT}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{CREM}_{it} + \beta_2\Delta\text{VM}_{it} + \beta_3\Delta\text{VM}_{it} \times \text{CREM}_{it} + \beta_4\text{ROE}_{it} + \beta_5\text{TAM}_{it} + \beta_6\text{SETOR}_{it} + \beta_7\text{ANO}_{it} + u_{it} \quad (\text{Equação 1})$$

No segundo modelo elaborado, as variáveis independentes dizem respeito à composição do conselho, com foco na dualidade de CEO (DCEO) e na proporção de membros independentes no conselho (IND), além da variação do valor de mercado ( $\Delta\text{VM}$ ). Ademais, conforme indicado por Brandão et al. (2019), foram feitas interações das principais variáveis de conselho com a variação do valor de mercado ( $\Delta\text{VM} \times \text{DCEO}$ ;  $\Delta\text{VM} \times \text{IND}$ ), de forma a testar as hipóteses  $H_2$  e  $H_3$  deste estudo, que testam o impacto do conselho sobre a PPS –  $H_2$ : “A dualidade do CEO aumenta a PPS das empresas que compõem o IBRX100”;  $H_3$ : “A maior presença de membros independentes no conselho de administração aumenta a PPS das empresas que compõem o IBRX100”. A Equação 2 apresenta o modelo 2 desta pesquisa.

$$\Delta\text{REMT}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{DCEO}_{it} + \beta_2\Delta\text{VM}_{it} + \beta_3\Delta\text{VM}_{it} \times \text{DCEO}_{it} + \beta_4\text{IND}_{it} + \beta_5\Delta\text{VM}_{it} \times \text{IND}_{it} + \beta_6\text{ROE}_{it} + \beta_7\text{TAM}_{it} + \beta_8\text{SETOR}_{it} + \beta_9\text{ANO}_{it} + u_{it} \quad (\text{Equação 2})$$

Os modelos 3 e 4 concentram-se na análise da estrutura de propriedade/controlado, sendo o modelo 3 mais geral e o modelo 4 mais específico, por

envolver a variável “acordo de acionistas”. No modelo 3, as variáveis independentes são: concentração acionária (CAC), variação do valor de mercado ( $\Delta VM$ ) e variável interativa da variação do valor de mercado com a concentração acionária ( $\Delta VM \times CAC$ ), conforme Equação 3. O modelo 3 (Equação 3) foi elaborado visando testar a hipótese  $H_4$ : “A concentração acionária reduz a PPS das empresas que compõem o IBRX100”.

$$\Delta REMT_{it} = \beta_0 + \beta_1 CAC_{it} + \beta_2 \Delta VM_{it} + \beta_3 \Delta VM_{it} \times CAC_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 SETOR_{it} + \beta_7 ANO_{it} + u_{it} \quad (\text{Equação 3})$$

O modelo 4, por sua vez, foca o efeito da presença dos acordos de acionistas na PPS e contempla como variáveis independentes o acordo de acionista (AC), a variação do valor de mercado ( $\Delta VM$ ) e a variável interativa da variação do valor de mercado com o AC ( $\Delta VM \times AC$ ), conforme Equação 4. O modelo 4 testa a hipótese  $H_5$ : “A presença de acordo de acionistas aumenta a PPS das empresas que compõem o IBRX100”.

$$\Delta REMT_{it} = \beta_0 + \beta_1 AC_{it} + \beta_2 \Delta VM_{it} + \beta_3 \Delta VM_{it} \times AC_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 SETOR_{it} + \beta_7 ANO_{it} + u_{it} \quad (\text{Equação 4})$$

Para a definição desses modelos, realizou-se a análise de normalidade dos dados aplicando o teste de Kolmogorov-Smirnov para identificar a distribuição normal dos dados. Foi realizado o teste de *variance inflation factor* (VIF), que apresentou média igual a 1,17, indicando que não há presença de multicolinearidade entre as variáveis incluídas nos modelos. Os resultados dos testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman rejeitaram as hipóteses nulas, confirmando que o efeito aleatório é o mais adequado para as regressões dos modelos 1, 2 e 3, mas não houve evidência para rejeitar a hipótese nula no modelo 4, e, portanto, adotou-se nele a regressão com efeito fixo. Os testes Wooldridge e Wald mostraram que há presença de autocorrelação e heterocedasticidade, e ambos foram tratados utilizando o erro padrão robusto de White.

## 4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

### 4.1 Análise descritiva

A Figura 4.1.1 apresenta a estatística descritiva das variáveis do estudo. Observa-se que a remuneração média anual dos executivos da amostra, no

período de 2014 a 2018, foi de R\$ 35.589.534,44, e nota-se também alta variabilidade (desvio padrão igual a 68.067.839,41). Em relação à variação da remuneração dos executivos, as empresas analisadas apresentam em média variação negativa, o que indica que, no período analisado, houve um decréscimo da remuneração dos diretores.

(Figura 4.1.1)

## ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Variável	Obs.	Média	Desvio padrão	Mín.	Máx.
$\Delta$ REMT	514	-0,04	1,28	-3,96	2,27
REMT	530	35.589.534,44	68.067.839,41	0,00	670.825.000,00
DCEO	450	0,03	0,17	0,00	1,00
CAC	451	0,51	0,19	0,12	1,00
AC	491	0,53	0,50	0,00	1,00
CREM	491	0,30	0,46	0,00	1,00
IND	451	0,35	0,23	0,00	1,00
TAM	543	16,81	1,42	14,56	20,45
$\Delta$ VM	520	0,44	1,44	-0,83	5,29
VM	527	29.837.857,93	56.487353,17	252.914,86	371.608.254,46
ROE	532	0,17	0,26	-0,17	0,99

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto às variáveis de governança, nota-se que aproximadamente 53% das empresas têm AC, 30% têm comitê de remuneração, e, em apenas 3%, o CEO da empresa é também o presidente do conselho de administração, sendo esse percentual inferior ao verificado por Brandão et al. (2019), que correspondeu a aproximadamente 6% da amostra. A respeito da concentração acionária, em média 51,25% das ações ordinárias estão em poder dos três maiores acionistas. Quanto à independência do conselho, 35% dos conselheiros da amostra são membros independentes, enquanto, no trabalho de Brandão et al. (2019), havia 25% de membros independentes no conselho.

Em relação às variáveis de desempenho, o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) apresentou média de 17% com desvio padrão de 26%, enquanto o valor de mercado revelou média de R\$ 29.837.857,93.



## 4.2 Análise e discussão dos resultados das regressões

A Figura 4.2.1 apresenta os resultados dos quatro modelos estimados, conforme explicado na seção de metodologia. Os modelos testam se as características de governança interferem na PPS das firmas, isto é, na sensibilidade da remuneração ao valor de mercado.

(Figura 4.2.1)

### RELAÇÃO ENTRE A PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY E CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
CREM	-0,0577 (0,1151)			
$\Delta VM$	-0,0765 (0,0801)	-0,1476 (0,1425)	0,2813 (0,1895)	-0,1656 (0,1188)
$\Delta VM * CREM$	0,1943 (0,159)			
ROE	-0,3455 (0,3061)	0,0837 (0,2704)	0,1072 (0,2587)	-0,5273 (0,3867)
TAM	-0,0902** (0,0447)	-0,0573* (0,0319)	-0,0389 (0,0297)	-0,4140*** (0,01464)
DCEO		-0,1472 (0,2975)		
$\Delta VM * DCEO$		0,5015** (0,2343)		
IND		-0,4006** (0,19)		
$\Delta VM * IND$		0,2903 (0,3193)		
CAC			0,0004 (0,002)	

(continua)

**(Figura 4.2.1 (conclusão))****RELAÇÃO ENTRE A PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY E CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA**

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
$\Delta V M * C A C$			-0,0060*	
			(0,0036)	
AC				0,0638
				(0,3269)
$\Delta V M * A C$				0,1667
				(0,1469)
_cons	0,9314	0,15	1,1822**	6,2260**
	(0,7988)	(0,645)	(0,4857)	(2,5797)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim
N	462	420	422	462
VIF	1,42	2,68	3,98	1,79
Hausman	0,0666	0,9548	0,6937	0,0113
Wooldridge	0,3566	0,9593	0,4802	0,3507
Wald	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Os asteriscos indicam os níveis de significância: \*p < 0,10; \*\*p < 0,05; \*\*\*p < 0,01. Os modelos foram estimados com *dummies* para setor e ano, e as variáveis ROE (retorno sobre o patrimônio líquido) e TAM (tamanho da empresa) foram utilizadas como controle em todos os quatro modelos deste estudo. Quanto à variável dependente, adotou-se, em todos os modelos, a variável  $\Delta R E M T$  (remuneração total do executivo). As variáveis independentes CREM (comitê de remuneração),  $\Delta V M$  (variação do valor de mercado), DCEO (dualidade de CEO), IND (independência do conselho), CAC (concentração acionária) e AC (acordo de acionistas) se diferem dos modelos, sendo: modelo 1 (CREM;  $\Delta V M$ ;  $\Delta V M * C R E M$ ); modelo 2 (DCEO;  $\Delta V M$ ;  $\Delta V M * D C E O$ ; IND;  $\Delta V M * I N D$ ); modelo 3 (CAC;  $\Delta V M$ ;  $\Delta V M * C A C$ ); modelo 4 (AC;  $\Delta V M$ ;  $\Delta V M * A C$ ). Destaca-se, também, que, em cada um dos modelos, há a interação da variável  $\Delta V M$  (variação do valor de mercado) com as demais variáveis independentes da equação.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Figura 4.2.1 mostra que não houve relação significativa entre as variáveis variação de valor de mercado ( $\Delta V M$ ) e variação da remuneração total dos executivos ( $\Delta R E M T$ ) em nenhum dos quatro modelos.

A respeito do modelo 1, não se confirmou a hipótese  $H_1$ , que investigava a presença de um comitê de remuneração e o aumento na sensibilidade da

remuneração dos executivos ao desempenho, dado que não houve significância da interação da variação de valor de mercado com a presença de um comitê de remuneração ( $\Delta V M * C R E M$ ) com a remuneração do executivo. Essa evidência difere dos estudos de Catuogno et al. (2016) e Kanapathipillai et al. (2019), os quais encontraram relação positiva da presença do comitê de remuneração com a PPS.

Entretanto, quando se analisa o modelo 2, percebe-se que a interação da variação do valor de mercado com a dualidade de CEO ( $\Delta V M * D C E O$ ) apresentou-se positiva e significativa ao nível de 5%, o que possibilita inferir que a dualidade do CEO aumenta a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho das empresas, confirmando a hipótese  $H_2$  deste estudo. Esse resultado corrobora os achados de Amzaleg et al. (2014) e Jaiswall e Bhattacharyya (2016), que também obtiveram resultados positivos na relação da dualidade de CEO com a PPS e difere do estudo de Brandão et al. (2019), que não encontraram relação significativa nessa variável. Segundo Amzaleg et al. (2014), o entendimento de que o CEO como presidente do conselho influenciará o conselho a conceder-lhe maiores benefícios não é de todo correto, dado que altos salários sem a devida justificativa podem levar a uma intensa objeção por parte dos demais reguladores da empresa. Esses autores destacam também que o alto nível de remuneração é fácil de ser monitorado e que iniciativas que levem ao benefício do CEO e que sejam contrárias à *performance* da firma exigem maior sofisticação para que sejam camufladas.

Ainda, em relação ao modelo 2, identificou-se relação negativa e significativa entre a proporção de membros independentes e a variação da remuneração total dos executivos. Embora esse resultado não confirme a hipótese  $H_3$ , dado que essa variável não está interada com valor de mercado, ele mostra que a presença de membros independentes no conselho reduz a remuneração dos executivos. Segundo Brandão et al. (2019), um possível entendimento para essa relação é a eficiência do maior monitoramento e, por consequência, menor necessidade de elevar os salários dos executivos para melhorar a *performance* da firma.

Quanto ao tamanho da empresa (TAM), no estudo de Brandão et al. (2019), não foi identificada relação significativa com a PPS em nenhum dos modelos estimados. Entretanto, os resultados desta pesquisa evidenciaram relação negativa e significativa nos modelos 1, 2 e 4 aos níveis de 10%, 1% e 5% de significância, respectivamente.

Tal evidência difere do estudo de Amzaleg et al. (2014), o qual assevera que a compensação do gestor está atrelada positivamente ao tamanho da firma. Para Amzaleg et al. (2014), administrar empresas maiores requer

maiores habilidades, conhecimentos e responsabilidades dos executivos, e, portanto, isso deveria ser refletido em maiores níveis de remuneração.

No cenário brasileiro, nota-se que o período de 2014 a 2018 é compreendido por uma crise econômico-financeira, a qual, segundo Cunha (2014), somada ao desaquecimento do mercado de trabalho, refletiu nas reduções das remunerações e benefícios dos executivos. Em se tratando de diretores com salários superiores a 30 mil reais, observou-se queda de 10%. Ainda, ressaltam-se evidências de troca de diretores motivada pela busca de melhor *performance* e uma queda de 25% no recrutamento de gerentes e diretores em comparação com 2010. Com base nesse contexto, compreende-se a relação negativa entre tamanho da empresa e remuneração do executivo no presente estudo.

No tocante ao modelo 3, notou-se relação negativa e significativa da interação do valor de mercado com a concentração acionária ( $\Delta VM * CAC$ ), corroborando os estudos de Baixauli-Soler e Sanchez-Marin (2014). Essa evidência confirma a hipótese  $H_4$  deste estudo, segundo a qual a concentração acionária reduz a PPS das empresas que compõem o IBRX100. Correia et al. (2014) encontraram em seu estudo uma relação inversa entre o percentual de capital votante dos cinco maiores acionistas e a variação da remuneração em dinheiro. Os autores não estavam testando a PPS, mas acabaram por comprovar sua hipótese de que, em empresas com controle mais concentrado, ocorre menor remuneração dos executivos.

Já no modelo 4, não foi possível confirmar a significância da interação da variação de valor de mercado com a presença do AC ( $\Delta VM * AC$ ) com a remuneração do executivo, não sendo confirmada, então, a hipótese  $H_5$  deste estudo, embora Barontini e Bozzi (2010) apresentem evidências dessa relação.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou investigar se características de governança – comitê de remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade/controle – influenciam na sensibilidade da remuneração ao desempenho da firma, a chamada PPS. Para tanto, selecionaram-se como amostra as empresas participantes do IBRX 100, no período de 2014 a 2018. O método envolveu regressão de dados em painel com efeitos fixos e aleatórios.

Com relação aos resultados obtidos, o estudo comprovou suas hipóteses  $H_2$  (“A dualidade do CEO aumenta a PPS das empresas que compõem o

IBRX100”) e  $H_4$  (“a concentração acionária reduz a PPS das empresas que compõem o IBRX100”), corroborando os estudos de Baixauli-Soler e Sanchez-Marin (2014) e Ataay (2018). O estudo encontrou também uma relação negativa entre tamanho da firma e variação da remuneração dos executivos, contrariando o trabalho de Amzaleg et al. (2014). Ademais, constatou-se uma relação inversa entre a proporção de membros independentes no conselho e a variação da remuneração, o que pode indicar que quanto mais o conselho for composto de membros independentes, espera-se que exista maior monitoramento de modo a conter aumentos na remuneração dos executivos, corroborando os achados de Brandão et al. (2019).

A Teoria de Agência sugere que um alto nível de PPS poderia motivar os altos executivos a concentrarem maiores esforços para melhorar o desempenho da firma, o que beneficiaria os acionistas (Bebchuk & Fried, 2003). Dado que este estudo trata de três mecanismos de governança associados à PPS, pôde-se perceber um *trade-off* entre monitoramento e compensação: à medida que o conselho de administração torna-se mais independente, eleva-se a capacidade de monitoramento, o que poderia diminuir a necessidade de incentivos financeiros para alinhar os interesses de gestores e acionistas, reduzindo, assim, a variação da remuneração executiva e a PPS. No contexto brasileiro, a expressiva concentração acionária acirra o conflito de agência entre os acionistas majoritários e os minoritários. Nesse aspecto, as medidas de monitoramento tendem a não ser tão efetivas, uma vez que os proprietários, com maior concentração acionária, vislumbram benefícios próprios em detrimento dos benefícios da firma.

Dessa forma, os resultados deste estudo fornecem interessantes *insights* para pesquisadores, conselheiros, gestores e reguladores do mercado de capitais, bem como trazem implicações para a compreensão das relações de agência na realidade brasileira.

Sabe-se que a compensação dos gestores, dentre os elementos do sistema de governança, é capaz de motivar os executivos e enfatizar a geração de valor para a firma. Na literatura nacional e internacional, há um debate sobre como os mecanismos de governança interagem e se influenciam mutuamente, de forma a verificar se a composição do conselho de administração e a estrutura de propriedade e controle podem impactar as políticas de remuneração dos executivos. Este artigo contribui para a literatura ao mostrar que a estrutura do conselho e a concentração acionária podem influenciar na remuneração do gestor e, por consequência, no valor da firma. Dessa forma, este artigo expande a análise anterior, ao incluir a PPS no estudo das inter-relações entre os mecanismos de governança existentes. Ademais, ainda

não foi encontrado na literatura nacional nenhum estudo que cruzasse três características de governança e analisasse o papel de cada uma na PPS.

Este estudo apresenta limitações no que se refere à escolha da amostra e às análises realizadas. Por conta disso, poder-se-iam, em estudos futuros, expandir a amostra e o horizonte de análise, de modo a abranger também outros aspectos ou mecanismos da governança corporativa.

## REFLECTIONS OF CORPORATE GOVERNANCE ON PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY: A NEW PERSPECTIVE

### ABSTRACT

**Purpose:** This research investigates whether the characteristics of corporate governance (executive compensation, board composition, ownership structure, and control) influence the sensitivity of remuneration to firms' performance, the so-called pay-performance sensitivity.

**Originality/value:** This study brings to the literature a new perspective on the interaction of corporate governance mechanisms aligned with the concept of pay-performance sensitivity. The study shows that governance instruments are not isolated but rather interrelated and interdependent.

**Design/methodology/approach:** The study sample was composed of Brazil 100 Index (IBRX 100) companies listed on B3 from 2014 to 2018. Data were extracted from the Economatica® database, and the reference forms were accessed on the Securities and Exchange Commission of Brazil's (CVM) website. We use panel data regression models with fixed and random-effects models.

**Findings:** The board composition (represented by the CEO/Chairman duality) increases the pay-performance sensitivity, while the ownership concentration reduces it. In addition, a greater presence of independent members on the board reduces the variation in executive compensation.

### KEYWORDS

Executive compensation. Board composition. Ownership structure and control. Corporate governance. Pay-performance sensitivity.

## REFERÊNCIAS

- Abraham, E., & Singh, G. (2016). Does CEO duality give more influence over executive pay to the majority or minority shareholder? (A survey of Brazil). *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(1), 96–115. doi:10.1108/CG-05-2015-0073
- Amzaleg, Y., Azar, O. H., Ben-Zion, U., & Rosenfeld, A. (2014). CEO control, corporate performance and pay-performance sensitivity. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 106, 166–174. doi:10.1016/j.jebo.2014.07.004
- Ataay, A. (2018). Performance sensitivity of executive pay: The role of ownership structure, board leadership structure and board characteristics. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 1152–1168. doi:10.1080/1331677X.2018.1456951
- Baglioni, A. (2011) Shareholders' agreements and voting power: Evidence from Italian listed firms. *Applied Economics*, 43(27), 4043–4052. doi:10.1080/00036841003781494
- Baixaui-Soler, J. S., & Sanchez-Marin, G. (2014). Executive compensation and corporate governance in Spanish listed firms: A principal-principal perspective. *Review of Managerial Science*, 9(1), 115–140. doi:10.1007/s11846-014-0122-z
- Barontini, R., & Bozzi, S. (2010). CEO compensation and performance in family firms. *SSRN Electronic Journal*, 1557321. doi:10.2139/ssrn.1557321
- Bebchuk, L. A., & Fried, J.M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 71–92. doi:10.1257/089533003769204362
- Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 939–961. doi:10.1093/rfs/hhp121
- Blanes, F., Fuentes, C., & Porcuna, R. (2020). Executive remuneration determinants: New evidence from meta-analysis. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33(1), 2844–2866. doi:10.1080/1331677X.2019.1678503
- Brandão, I. D. F., Vasconcelos, A. C. D., Luca, M. M. M. D., & Crisóstomo, V. L. (2019). Composition of the board of directors and pay-performance sensitivity. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 28–41. doi:10.1590/1808-057x201806610

- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 919–933. doi:10.1016/j.jcorpfin.2012.04.003
- Catuogno, S., Arena, C., & Viganò, R. (2016). Compensation committee quality and effective executive remuneration. *International Journal of Business and Management*, 11(6) 118–128. doi:10.5539/ijbm.v11n6p118
- Chen, J., Goergen, M., Leung, W. S., & Song, W. (2019). CEO and director compensation, CEO turnover and institutional investors: Is there cronyism in the UK? *Journal of Banking & Finance*, 103, 18–35. doi:10.1016/j.jbankfin.2019.03.019
- Chen, S., Lin, B., Lu, R., & Zhang, T. (2015). Controlling shareholders' incentives and executive pay-for-performance sensitivity: Evidence from the split share structure reform in China. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 34, 147–160. doi:10.1016/j.intfin.2014.10.003
- Canyon, M. J. (2014). Executive compensation and board governance in US firms. *The Economic Journal*, 124(574), 60–89. doi:10.1111/ecoj.12120
- Canyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158–1175. doi:10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006
- 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.
- Cremers, M., & Ferrell, A. (2014). Thirty years of shareholder rights and firm value. *The Journal of Finance*, 69(3), 1167–1196. doi:10.1111/jofi.12138
- Cunha, J. (2014). Companhias agora buscam por executivos “dois-em-um”. *Folha de S.Paulo*. Recuperado de <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/05/1455826-companhias-agora-buscam-por-executivos-dois-em-um.shtml>
- Degenhart, L., Martins, D. de L. da C., & Hein, N. (2017). Desempenho econômico-financeiro e remuneração dos diretores executivos das empresas brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(3), 118–135. doi:10.4025/enfoque.v36i3.33129
- Elsayed, N., & Elbardan, H. (2018). Investigating the associations between executive compensation and firm performance. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), 245–270. doi:10.1108/JAAR-03-2015-0027



- Ermel, M. D. A., & Do Monte, P. A. (2018). Shareholder control, firm performance and executive compensation: Evidence from Brazilian market. *Brazilian Review of Finance*, 16(3), 455–491. doi:10.12660/rbfin.v16n3.2018.55898
- Essen, M. V., Otten, J., & Carberry, E. J. (2012). Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*, 41(1), 164–202. doi:10.1177/0149206311429378
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *FRB New York – Economic Policy Review*, 9(1), 1–39.
- Jaiswall, S. S. K., & Bhattacharyya, A. K. (2016). Corporate governance and CEO compensation in Indian firms. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(2), 159–175. doi:10.1016/j.jcae.2016.06.001
- 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. doi: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.
- Kabir, R., Li, H., & Veld-Merkoulova, Y. V. (2013). Executive compensation and the cost of debt. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2893–2907. doi:10.1016/j.jbankfin.2013.04.020
- Kanapathippillai, S., Mihret, D., & Johl, S. (2019). Remuneration committees and attribution disclosures on remuneration decisions: Australian evidence. *Journal of Business Ethics*, 158(4), 1063–1082. doi:10.1007/s10551-017-3736-7
- Karim, K., Lee, E., & Suh, S. (2018). Corporate social responsibility and CEO compensation structure. *Advances in Accounting*, 40, 27–41.
- 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. doi:10.17524/repec.v7i3.988
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. doi:10.1111/0022-1082.00115
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170. doi:10.1111/0022-1082.00115



- Livne, G., Markarian, G., & Mironov, M. (2013). Investment horizon, risk, and compensation in the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 37(9), 3669–3680. doi:10.1016/j.jbankfin.2013.05.021
- Miliauskas, P. (2013). Shareholders' agreement as a tool to mitigate corporate conflicts of interests. *International Journal of Private Law*, 6(2), 109–131. doi:10.1504/IJPL.2013.053011
- Murphy, K. J. (2013). Executive compensation: Where we are, and how we got there. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (Vol. 2, pp. 211–356). Amsterdam: Elsevier. doi:10.1016/B978-0-44-453594-8.00004-5
- Newton, A. N. (2015). Executive compensation, organizational performance, and governance quality in the absence of owners. *Journal of Corporate Finance*, 30, 195–222. doi:10.1016/j.jcorpfin.2014.12.016
- Reddy, K., Abidin, S., & You, L. (2015). Does corporate governance matter in determining CEO compensation in the publicly listed companies in New Zealand? An empirical investigation. *Managerial Finance*, 41(3), 301–327. doi:10.1108/MF-09-2013-0253
- Sheikh, M. F., Shah, S. Z. A., & Akbar, S. (2017). Firm performance, corporate governance and executive compensation in Pakistan. *Applied Economics*, 50(18), 2012–2027. doi:10.1080/00036846.2017.1386277
- Silva, A. L., & Chien, A. C. Y. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(4), 481–502.
- Silva, A. L. P. D., Lana, J., & Marcon, R. (2018). Agreeing and impacting: The effect of the shareholders' agreement on firms' market value. *Brazilian Business Review*, 15(1), 88–104. doi:10.15728/bbr.2018.15.1.6
- Song, W. L., & Wan, K. M. (2019). Does CEO compensation reflect managerial ability or managerial power? Evidence from the compensation of powerful CEOs. *Journal of Corporate Finance*, 56, 1–14. doi:10.1016/j.jcorpfin.2018.11.009
- Strobl, S., Rama, D. V., & Mishra, S. (2016). Gender diversity in compensation committees. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(4), 415–427. doi:10.1177/00148558X16655704
- Veloso, C. R. S., Santos, T. R., Pimenta, D. P., Cunha, M. F., & Cruz, A. F. (2019). Much sweat, much pay – less sweat, less pay? Evidências de “coleguismo” na determinação da remuneração dos executivos brasileiros. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 22(2), 171–187. doi:10.21714/1984-3925\_2019v22n2a2

Victor. F. (2013) *Estrutura de propriedade e remuneração executiva: Efeitos diretos e indiretos da regulamentação* (Tese de doutorado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil).

Wong, S. C. Y. (2009). Uses and limits of conventional corporate governance instruments: Analysis and guidance for reform (integrated version). In *Private Sector Opinion, Global Corporate Governance Forum*, Northwestern Law & Econ Research Paper n. 10–12. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=1409370>

Zoghلامي, F. (2021). Does CEO compensation matter in boosting firm performance? Evidence from listed French firms. *Managerial and Decision Economics*, 42(1), 143–155. doi:10.1002/mde.3219

## NOTAS DOS AUTORES

Thayla M. G. Iglesias, mestra pelo Programa de Pós-Graduação em Engenharia Aeronáutica e Mecânica, Instituto Tecnológico de Aeronáutica (ITA); Taís D. Silva, mestra pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Uberlândia (UFU); Duterval Jesuka, mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração, UFU; Fernanda M. Peixoto, doutora pela Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

Thayla M. G. Iglesias é agora doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Administração da UFU; Taís D. Silva é agora doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFU; Duterval Jesuka é agora doutorando do Programa de Pós-Graduação em Administração da UFU; Fernanda M. Peixoto é agora professora da Faculdade de Gestão e Negócios da UFU.

Correspondências sobre este artigo devem ser enviadas para Fernanda M. Peixoto, Avenida João Naves de Ávila, 2121, Santa Mônica, Uberlândia, Minas Gerais, Brasil, CEP 38408-392.

E-mail: [fmacielpaixoto@gmail.com](mailto:fmacielpaixoto@gmail.com)

### CORPO EDITORIAL

Editor-chefe  
Gilberto Perez

Editor associado  
David Ferreira Lopes Santos

Suporte técnico  
Vitória Batista Santos Silva

### PRODUÇÃO EDITORIAL

Coordenação editorial  
Jéssica Dametta

Preparação de originais  
Carlos Villarruel

Revisão  
Paula Di Sessa Vavlis

Diagramação  
Emap

Projeto gráfico  
Libro