

Os Reflexos da Governança Corporativa sobre a Pay-Performance Sensitivity

THAYLA MACHADO GUIMARÃES IGLESIAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

TAÍS DUARTE SILVA
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

DUTERVAL JESUKA
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

FERNANDA MACIEL PEIXOTO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

Agradecimento à órgão de fomento:

Os autores agradecem à FAPEMIG (Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais) pelo apoio na realização deste trabalho.

OS REFLEXOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE A *PAY PERFORMANCE SENSITIVITY*

1. INTRODUÇÃO

A compensação dos executivos tem sido frequentemente investigada com 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 & Weisbach (2010), embora o interesse na remuneração dos executivos exista já há algum tempo, a crise financeira de 2008 contribuiu com a sua intensificação. Reguladores de todo o mundo estão estudando medidas para melhorar a estrutura de compensação. As autoridades dos EUA 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. Dentre 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*”. 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 partir desta perspectiva, este estudo apresenta o seguinte problema de pesquisa: A remuneração do executivo é sensível às características de governança corporativa e às mudanças no valor de mercado da firma? Isto é, essa pesquisa se propõe a investigar se as características de governança corporativa – composição do conselho, concentração acionária, acordo de acionistas e comitê de remuneração – influenciam na sensibilidade da remuneração ao desempenho da firma, a chamada *pay-performance-sensitivity*. Para consecução do objetivo proposto, a amostra do estudo envolveu as empresas participantes do Índice Brasil 100 (IBRX 100) listadas na B3, no período de 2014 a 2018. Como método, adotou-se regressão de dados em painel com efeitos fixos e aleatórios.

Ressalta-se que a maior parte dos estudos sobre o tema (Silva & Chien, 2013; Ermel & Monte, 2018; Brandão, Vasconcelos, Luca & Crisóstomo, 2019) foca na 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, como se pretende fazer neste estudo.

No Brasil, só foi encontrado um estudo que incluiu a variável comitê de remuneração neste tipo de análise (Brandão et al., 2019). No que tange ao acordo de acionistas, tem-se no Brasil o estudo de Silva, Lana e Marcon (2018), no entanto, o mesmo difere do presente estudo, pois enquanto os autores avaliaram a relação entre acordo de acionistas e valor da firma, este estudo pretende avaliar o impacto dos acordos de acionistas sobre a sensibilidade da remuneração do executivo ao desempenho (*pay-performance sensitivity – PPS*). Ademais, não foi encontrado no Brasil e nem no exterior nenhum estudo que conjugasse esses quatro mecanismos de governança corporativa e avaliasse o impacto de cada um deles separadamente sobre a sensibilidade da remuneração do executivo ao desempenho.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Remuneração dos executivos, desempenho e *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, Azar, Bem-Zion & Rosenfeld, 2014; Essen, Otten & Carberry, 2012; Kim, 2010). Dentre os mecanismos de remuneração, destacam-se as revisões salariais, opção de ações, bônus, pagamento por desempenho, entre outros (Essen, Otten & Carberry, 2012; Jensen & Murphy, 1990; Song & Wan, 2019). Sob esta 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, por exemplo, 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 este mecanismo sozinho não é capaz de evitar comportamentos de entrenchamento que podem prejudicar a performance (Borisova, Brockman, Salas & Zagorchev, 2012; Kabir, Li & Merkoulouva, 2013; Livne, Markarian & Mironov, 2013; Newton, 2015). Por outro lado, 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; Ntim, Lindop, Osei & Thomas, 2013; Song & Wan, 2019).

Em meio a essas divergências, surgiram vários estudos que apresentaram evidências sobre a relação entre a compensação dos gestores e o desempenho/valor da firma em diversos países (Gabaix & Landier, 2008; Gabaix, Landier & Sauvagnat, 2014; Ntim et al., 2013; Amzaleg et al., 2014; Yang & Hou, 2016; Sheikh, Shah & Akbar, 2017; Karim, Lee & Suh, 2018; Song & Wan, 2019) e no Brasil (Carvalho-da-Silva & Chien, 2013; Krauter, 2013; Degenhart, Martins & Hein, 2017; Ermel & Monte, 2018; Brandão et al., 2019; Veloso, Santos, Pimenta, Cunha & Cruz, 2019).

Gabaix e Landier (2008) desenvolveram um modelo de compensação do CEO o qual considera, dentre alguns fatores, o relacionamento com o tamanho da firma. De maneira complementar, Gabaix, Landier & Sauvagnat (2014) investigaram as 500 maiores empresas dos EUA no período de 2004 a 2011 e constaram que, no período de crise (2007 a 2009), houve decréscimo de 17,4% no valor da firma e de 27,7% na compensação dos gestores. Já no período de 2009 a 2011 notou-se retomada da economia e, por consequência, crescimento de 19% e 22% no valor da firma e no índice de compensação, respectivamente.

Utilizando uma amostra de 291 firmas listadas na *Johannesburg Securities Exchange* no período de 2002 a 2007, Ntim et al. (2013) investigaram os impactos da compensação monetária, não monetária e baseada em ações na sensibilidade ao desempenho das empresas na África do Sul. Os autores empregaram uma regressão estimada pelos mínimos quadrados em três estágios (3SLS) e uma equação estruturada simultânea. Os resultados apontaram uma variação positiva e fraca da remuneração monetária dos CEOs em relação ao desempenho, além disso, descobriram que a relação foi mais forte para as compensações baseadas em ações do que o pagamento em dinheiro.

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 aqueles

que não possuem essa capacidade. No Paquistão, Sheikh, Shah e Akbar (2017) utilizaram o método generalizado de momentos (GMM) para estudar 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 (*pay-performance sensitivity* - PPS) são controversos. Enquanto alguns encontram uma associação positiva (Brandão et al., 2019; Degenhart, Martins & Hein, 2017), outros não encontraram nenhum efeito significativo entre as variáveis (Silva & Chien, 2013; Ermel & Monte, 2018; Veloso et al., 2019). Em uma pesquisa que envolveu uma amostra de 66 empresas não financeiras listadas no período de 2010 a 2014, Veloso et al. (2019) encontraram que não há impacto entre as remunerações dos executivos e o desempenho econômico financeiro. Ermel e Monte (2018) utilizaram uma amostra de 225 companhias de capital aberto coletada entre 2010 e 2013, aplicando um modelo MQO, e não encontraram nenhuma relação significativa entre remuneração e desempenho.

Das pesquisas que evidenciaram uma relação positiva, destaca-se o trabalho de Degenhart, Martins e Hein (2017) que utilizaram uma amostra de 219 firmas listadas na BM&FBovespa no período de 2011 a 2015, e encontraram uma variação positiva entre o retorno sobre o ativo e as remunerações fixa, variável e total dos CEOs. Sob ótica distinta, Brandão et al. (2019) concentram o foco na análise dos dados de 96 companhias listadas que participaram no Índice Brasil 100 (IBRX 100) da BM&FBovespa entre 2013 e 2015. Por meio de um modelo de regressão estimado pelos mínimos quadrados generalizados viáveis, Brandão et al. (2019) constataram uma relação positiva entre a remuneração do executivo e o valor de mercado das empresas.

Neste contexto, buscou-se compreender a sensibilidade da remuneração das companhias do IBRX em relação à sua performance. Como foi encontrado por Brandão et al. (2019) e Degenhart, Martins e Hein (2017), espera-se observar uma relação positiva entre as variáveis, conforme a hipótese H₁ a seguir:

H₁: Quando o desempenho/valor da firma aumenta espera-se que a remuneração dos executivos também aumente.

2.1.1 Conselho de administração, remuneração dos executivos e desempenho

As funções do conselho de administração são amplas (Wong, 2009) e 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 seria um dos aspectos-chave para reduzir o poder de barganha dos gestores, buscando o equilíbrio entre a remuneração e o aumento do 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 (Conyon & He, 2011; Ntim, et al., 2013; Amzaleg et al., 2014; Chen, Lin, Lu & Zhang, 2015; Jaiswall & Bhattacharyya, 2016; Dah & Frye, 2017; Chen et al., 2019; Sheikh, Shah & Akbar, 2017) e nacionais (Abraham & Singh, 2016; Aguiar & Pimentel, 2017; Brandão et al., 2019; Carvalhal-da-Silva & Chien, 2013;

Veloso et al., 2019) para verificar até que ponto a remuneração dos gestores é sensível à 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 presidente do conselho, tamanho do conselho, percentual de conselheiros independentes e outsiders e analisaram seus efeitos sobre a *pay-performance sensitivity*. Os autores aplicaram o método dos mínimos quadrados ordinários em uma amostra de 135 empresas israelitas no período de 1998 até 2002. Encontraram que a dualidade CEO/Presidente do conselho e o tamanho deste conselho influenciaram positivamente a sensibilidade da remuneração ao desempenho das firmas.

Na Índia, Jaiswall e Bhattacharyya (2016) consideraram uma amostra de 770 empresas listadas na bolsa de Bombay (BSE) entre 2002 e 2013 e empregaram uma regressão estimada pelos mínimos quadrados ordinários. De modo geral, os autores encontraram que a dualidade das funções CEO e presidente do conselho, acionistas institucionais, e conselheiros outsiders afetaram positivamente a sensibilidade da compensação à performance.

No Brasil, 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 100 entre 2013 e 2015. Os resultados apontaram que não há relação significativa da dualidade CEO/Presidente do conselho e conselheiros eleitos pelos acionistas minoritários sobre a PPS. No entanto, ao se considerar a proporção de conselheiros independentes observaram uma relação negativa com a PPS.

Diante das evidências apresentadas, infere-se que o conselho de administração assume uma posição importante no monitoramento das ações gerenciais, e que a sua estrutura pode influenciar o poder de barganha dos executivos e conseqüentemente afetar significativamente os incentivos para melhorar a performance da firma. Como foi observado, não há um consenso sobre a forma como as variáveis do conselho influenciam a sensibilidade da remuneração ao desempenho tanto na literatura internacional e nacional. 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).

Para o presente estudo, espera-se, portanto, que a dualidade de funções CEO/Presidente do conselho e a presença de conselheiros independentes influenciem a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho. Para tanto, propõe-se as seguintes hipóteses:

H₂: A dualidade do CEO aumenta a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho das empresas que compõem o IBRX100.

H₃: A maior presença de membros independentes no conselho de administração aumenta a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho das empresas que compõem o IBRX100.

2.1.2 Concentração acionária, Acordo de acionistas, remuneração dos executivos e desempenho

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

O papel da estrutura de propriedade/controlado 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.

Analisando empresas chinesas identificaram que aquelas com estrutura de propriedade concentradas apresentavam menores salários e incentivos aos executivos.

A concentração acionária também foi investigada em relação a sensibilidade da remuneração. Baixauli-Soler e Sanchez-Marin (2014) utilizaram dados de 119 companhias espanholas no período de 2004 a 2011, e encontraram que a concentração impacta negativamente sobre a sensibilidade da remuneração dos executivos em relação à performance, enquanto a presença de conselheiros independentes não foi significativa.

De modo similar, Ataay (2018) investigou empresas da Turquia, entre 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 H4:

H4: A concentração acionária reduz a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho das empresas que compõem o IBRX100.

Um mecanismo de governança que está associado à concentração acionária é o acordo de acionistas. Do ponto de vista jurídico, o acordo de acionistas é considerado por Miliauskas (2013) como 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) e de La Porta et al. (1999; 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 proteger contra a expropriação dos seus direitos pelos acionistas majoritários e se precaver contra o comportamento de entrincheiramento dos executivos, os acionistas minoritários celebram acordos entre si, visando formar uma espécie de coalisão, afim de otimizar seus poderes nas decisões deliberativas do conselho de administração (Cremers & Ferrell, 2014). Segundo Miliauskas (2013), geralmente os ACs 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, Lana & Marcon, 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, sendo que destas, 88 firmas possuíam acordo de acionistas, no período de 1995 a 2009. Constatou que as empresas que possuem acordos de acionistas são mais valorizadas, além disso, percebeu que o nível de proteção proporcionada pelos acordos influencia de forma positiva o valor das companhias.

Adotando a mesma metodologia empregada por Carvalhal (2012), Silva, Lana e Marcon (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 neste panorama, elaborou-se a hipótese H₅ a seguir:

H₅: A presença de acordo de acionistas aumenta a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho das empresas que compõem o IBRX100.

2.1.3 Comitê de remuneração, remuneração dos executivos e desempenho

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). Para evitar este tipo de comportamento de entrincheiramento dos executivos e o excesso de compensação dos mesmos, geralmente os acionistas atribuem a um comitê específico, com responsabilidade de determinar o nível de compensação dos gestores – é o chamado “comitê de remuneração” designado pelos acionistas (Jensen & Murphy, 1990). 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 seja coerente 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; Fedaseyev, Linck & Wagner, 2018; Kim & Han, 2018; Strobl, Rama & Mishra, 2016), sua relação com a compensação dos CEOs (Borrenbergs, Vieira & Georgakopoulos, 2017; Guthrie, Sokolowsky & Wan, 2012) e sua relação com a sensibilidade ao desempenho (Catuogno, Arena & Viganò, 2016; Conyon, 2014; Kanapathippillai, Mihret & Johl, 2019; Newton, 2015; Ntim, 2013).

Alguns estudos trazem evidências sobre aspectos do comitê de remuneração que têm sido utilizados em diversos países como alternativas para atrelar a sensibilidade do pagamento dos CEOs ao aumento do desempenho da firma. Catuogno, Arena e Viganò (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 a performance medida pelo ROA, para uma amostra de 72 companhias italianas, no período de 2008 a 2010. Empregando uma regressão Probit encontraram que o comitê de remuneração influencia de forma significativa 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 5303 observações ano-firma coletadas no período de 2005 a 2015. Por meio de uma regressão estimada pelos mínimos quadrados ordinários (MQO) 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.

No Brasil, observa-se que ainda faltam estudos sobre a influência do comitê de remuneração sobre a PPS. Os estudos mostram que o comitê de remuneração influencia positivamente a sensibilidade da compensação dos executivos ao desempenho da firma. Neste contexto, elaborou-se a hipótese H₆ a seguir:

H₆: A presença de um comitê de remuneração aumenta a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho das empresas que compõem o IBRX100.

3. METODOLOGIA

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 cem 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 utilizou-se a base Economatica® e os formulários de referência que foram acessados no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Foram excluídas quatro empresas da amostra por se repetirem devido às ações ordinárias e preferenciais e quatro empresas por não apresentarem as informações necessárias. Além disso, foram excluídas 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 Tabela 1 descreve as variáveis da pesquisa.

Tabela 1: Descrição das variáveis da pesquisa

Variável	Símbolo	Métrica	Sinal Esperado	Embasamento Teórico	Base de Dados
Remuneração Total do Executivo	Δ 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) Brandão et al (2019)	2
Dualidade de CEO	DCEO	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); Jaiswall & Bhattacharyya, 2016	2
Independência do Conselho	IND	Proporção de conselheiros independentes no conselho de administração	(+)	Hermalin & Weisbach (2003)	2
Concentração Acionária	CAC	Percentual de ações ordinárias em poder dos três maiores acionistas	(-)	Chen et. al., (2015), Brandão et al (2019)	2
Acordo de Acionistas	AC	Variável <i>Dummy</i> , assume 1 para presença de Acordo de Acionistas e 0 para ausência	(+)	Silva, Lana e Marcon (2018)	2
Comitê de Remuneração	CREM	Variável <i>Dummy</i> , assume 1 para presença de Comitê de Remuneração e 0 para ausência	(+)	Brandão et al (2019) Kanapathippillai et al (2019)	2
Variação do Valor de Mercado	Δ VVM	(Valor de mercado do ano corrente - Valor de mercado do ano anterior) / Valor de mercado do ano anterior	(+)	Jensen e Murphy (1990) Brandão et al. (2019)	1
Retorno sobre o PL	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)	(+)	Brandão et al. (2019)	1

Setor da Empresa	SETOR	Variável <i>dummy</i> para cada setor de atividade classificado pela Economática	(+)	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) Economática®; (2) CVM

Fonte: Dados da Pesquisa.

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 considerou-se a variação da remuneração total dos executivos (ΔREMT) 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: (i) conselho de administração; (ii) concentração acionária; (iii) acordo de acionistas e (iv) comitê de remuneração.

No primeiro 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 (ΔVM), que mede a PPS (*pay performance sensitivity*). Ademais, conforme indicado por Brandão et al (2019), foram feitas interações das principais variáveis de conselho com a variação do valor de mercado ($\Delta\text{VM}*\text{DCEO}$; $\Delta\text{VM}*\text{IND}$), de forma a testar as Hipóteses H_1 , H_2 e H_3 deste estudo, sendo H_1 a hipótese que testa a PPS propriamente dita e H_2 e H_3 as hipóteses que testam o impacto do conselho sobre a PPS. A equação 1 apresenta o primeiro modelo desta pesquisa.

Equação 1

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

Os modelos 2 e 3 concentram-se na análise da concentração acionária, sendo o modelo 2 mais geral e o modelo 3 mais específico, por envolver a variável “acordo de acionistas”. No modelo 2, tem-se como variáveis independentes a concentração acionária (CAC), a variação do valor de mercado (ΔVM) e a variável interativa da variação do valor de mercado com a concentração acionária ($\Delta\text{VM}*\text{CAC}$), conforme equação 2. O modelo 2 (equação 2) foi elaborado visando testar a hipótese H_4 .

Equação 2

$$\Delta\text{REMT}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{CAC}_{it} + \beta_2\Delta\text{VM}_{it} + \beta_3\Delta\text{VM}_{it}*\text{CAC}_{it} + \beta_4\text{ROE}_{it} + \beta_5\text{TAM}_{it} + \beta_6\text{SETOR}_{it} + \beta_7\text{ANO}_{it} + u_{it}$$

O modelo 3, por sua vez, foca no efeito da presença dos acordos de acionistas na *pay performance sensitivity* e contempla como variáveis independentes o acordo de acionista (AC), a variação do valor de mercado (ΔVM) e a variável interativa da variação do valor de mercado com o acordo de acionistas ($\Delta\text{VM}*\text{AC}$), conforme equação 3. O modelo 3 testa a hipótese H_5 .

Equação 3

$$\Delta\text{REMT}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{AC}_{it} + \beta_2\Delta\text{VM}_{it} + \beta_3\Delta\text{VM}_{it}*\text{AC}_{it} + \beta_4\text{ROE}_{it} + \beta_5\text{TAM}_{it} + \beta_6\text{SETOR}_{it} + \beta_7\text{ANO}_{it} + u_{it}$$

Por fim, estabeleceu-se o modelo 4 que 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 (ΔVM) e a variável interativa da variação do valor de mercado com o comitê de remuneração ($\Delta\text{VM}*\text{CREM}$), conforme equação 4 que testa a hipótese H_6 .

Equação 4

$$\Delta\text{REMT}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{CREM}_{it} + \beta_2\Delta\text{VM}_{it} + \beta_3\Delta\text{VM}_{it}*\text{CREM}_{it} + \beta_4\text{ROE}_{it} + \beta_5\text{TAM}_{it} + \beta_6\text{SETOR}_{it} + \beta_7\text{ANO}_{it} + u_{it}$$

Para a definição dos modelos acima mencionados, 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 4, mas não houve evidência para rejeitar a hipótese nula no modelo 3 e, portanto, adotou-se nele a regressão com efeito fixo. Os testes *Wooldridge* e *Wald* mostraram que há presença de autocorrelação e heterocedasticidade e esses foram tratados utilizando o erro padrão robusto de White.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva

A Tabela 2 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.

Tabela 2: Estatística descritiva das variáveis

Variável	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.
ΔREMT	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	51,25	19,77	12,56	100,00
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
ΔVM	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: Dados da Pesquisa

Quanto às variáveis de governança, nota-se que aproximadamente 53% das empresas têm acordo de acionistas, 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 é composto por 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.

Outra análise relevante diz respeito à correlação entre as variáveis investigadas na pesquisa. Diante do teste de normalidade, observou-se que a maior parte das variáveis não apresentou distribuição normal e tal evidência levou à adoção da correlação de *Spearman*, conforme descrito na Tabela 3.

Tabela 3 - Correlação entre as variáveis

	Δ REMT	DCEO	CAC	AC	CREM	IND	TAM	Δ Vm	ROE
Δ REMT	1								
DCEO	-0,021	1							
CAC	-0,04	0,087	1						
AC	0,044	-0,130*	0,145*	1					
CREM	0,044	-0,066	-0,01	-0,014	1				
IND	-0,027	-0,068	-0,275*	-0,220*	0,042	1			
TAM	-0,076	0,152*	0,139*	-0,079	0,218*	-0,173	1		
Δ Vm	0,041	-0,043	-0,058	-0,041	0,052	0,152*	-0,112*	1	
ROE	0,056	-0,037	0,02	0,013	-0,09	0,05	-0,244*	0,247*	1

Nota: * significância a 10%; ** significância a 5%; *** significância a 1%

Fonte: Dados da Pesquisa

Tendo em vista os valores apresentados na Tabela 3, nota-se que a variação da remuneração dos executivos não apresentou correlação significativa com nenhuma das variáveis investigadas e, em relação às demais variáveis, não houve correlação significativa entre elas aos níveis de 1% e 5%, somente a 10%.

No tocante às variáveis de governança, a dualidade de CEO apresentou correlação negativa com a presença de acordo de acionistas e correlação positiva com o tamanho da empresa. A concentração acionária, por sua vez, está correlacionada positivamente com a presença de acordo de acionistas e o tamanho da empresa e negativamente com a proporção de membros independentes no conselho de administração. A existência de acordo de acionistas se correlaciona negativamente com a proporção de membros independentes, ao passo que o comitê de remuneração apresenta correlação positiva com o tamanho da empresa. Quanto à proporção de membros independentes no conselho de administração, observa-se correlação positiva com a variação do valor de mercado.

O tamanho da firma correlaciona-se negativamente com a variação do valor de mercado e, também, com o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Por fim, a variação do valor de mercado está correlacionada positivamente com o retorno sobre o patrimônio líquido.

4.2 Análise e Discussão dos Resultados das Regressões

A Tabela 4 apresenta os resultados dos quatro modelos estimados, conforme explicado na metodologia. Os modelos testam se as características de governança interferem na *pay-performance-sensitivity* (PPS) das firmas, isto é, na sensibilidade da remuneração ao valor de mercado.

Tabela 4 - Relação entre a PPS e características de governança

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
DCEO	-0,1472 (0,2975)			
Δ Vm	-0,1476 (0,1425)	0,2813 (0,1895)	-0,1656 (0,1188)	-0,0765 (0,0801)
Δ Vm*DCEO	0,5015** (0,2343)			
IND	-0,4006** (0,19)			
Δ Vm*IND	0,2903 (0,3193)			

ROE	0,0837 (0,2704)	0,1072 (0,2587)	-0,5273 (0,3867)	-0,3455 (0,3061)
TAM	-0,0573* (0,0319)	-0,0389 (0,0297)	-0,4140*** (0,01464)	-0,0902** (0,0447)
CAC		0,0004 (0,002)		
$\Delta V M * C A C$		-0,0060* (0,0036)		
AC			0,0638 (0,3269)	
$\Delta V M * A C$			0,1667 (0,1469)	
CREM				-0,0577 (0,1151)
$\Delta V M * C R E M$				0,1943 (0,159)
_cons	0,15 (0,645)	1,1822** (0,4857)	6,2260** (2,5797)	0,9314 (0,7988)
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
N	420	422	462	462
VIF	2,68	3,98	1,79	1,42
Hausman	0,9548	0,6937	0,0113	0,0666
Wooldrige	0,9593	0,4802	0,3507	0,3566
Wald	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Notas: 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.

Fonte: Resultados da Pesquisa.

A Tabela 4 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, de modo que a Hipótese 1 foi rejeitada. Tal evidência corrobora com Silva e Chien (2013), Ermel e Monte (2018) e Veloso et al. (2019) que também não confirmaram a PPS.

Entretanto, ao se analisar o modelo 1, 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 desse estudo. Esse resultado corrobora 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-se de Brandão et al. (2019) que não encontrou relação significativa nesta variável. Segundo Amzaleg et al. (2014), o entendimento de que o CEO como presidente do conselho influenciará o conselho a concedê-lo 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 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 1, identificou-se relação negativa e significativa entre a proporção de membros independentes e a variação da remuneração total dos executivos, o que embora não confirme a hipótese H_3 , dado que esta variável não está interada com valor de

mercado, mas 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 à PPS em nenhum dos modelos estimados. Entretanto, os resultados dessa pesquisa evidenciaram relação negativa e significativa nos modelos 1, 3 e 4 aos níveis de 10%, 1% e 5% de significância, respectivamente.

Tal evidência difere-se de alguns estudos (Gabaix & Landier, 2008; Gabaix Landier & Sauvagnat, 2014; Amzaleg et al, 2014) os quais asseveram 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. Ainda, Gabaix Landier & Sauvagnat (2014), ao analisarem as 500 maiores empresas dos EUA no período de 2004 a 2011, constataram que o cenário político econômico reflete sobre a compensação dos gestores e o valor da firma, visto que no período de crise financeira (2007 a 2009) houve declínio de 17,4% e 27,7% nos valores das firmas e compensação dos gestores, respectivamente, enquanto de 2009 a 2011, com a retomada econômica, esses índices corresponderam a um crescimento de 19% e 22%, respectivamente.

No cenário brasileiro, nota-se que o período de 2014 a 2018 é compreendido por 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 R\$ 30.000,00, observou-se queda de 10%. Ainda, ressalta-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. Frente a esse contexto, compreende-se a relação negativa entre tamanho da empresa e remuneração do executivo no presente estudo.

No tocante ao modelo 2, notou-se relação negativa e significativa da interação do valor de mercado com a concentração acionária ($\Delta VM * CAC$), corroborando com os estudos de Baixauli-Soler e Sanchez-Marin (2014). Essa evidência confirma a hipótese H_4 desse estudo que consiste em a concentração acionária reduz a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho. Correia, Amaral e Louvet (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.

A respeito do modelo 3, não foi observada relação significativa da presença do acordo de acionistas com a PPS ($\Delta VM * AC$), embora Barontini e Bozzi (2010) apresente evidências dessa relação.

De maneira semelhante, não se confirmou hipótese H_6 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 variável variação de valor de mercado com a presença de um comitê de remuneração ($\Delta VM * CREM$) com a PPS. Essa evidência difere-se dos estudos de Catuogno, Arena e Viganò (2016) e Kanapathippillai et al. (2019), os quais encontraram relação positiva da presença do comitê de remuneração com a PPS.

5. CONCLUSÃO

Este estudo buscou investigar se características de governança – composição do conselho, concentração acionária, acordo de acionistas e comitê de remuneração – influenciam na sensibilidade da remuneração ao desempenho da firma, a chamada *pay-performance-sensitivity*. Para tanto, selecionou-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 H₂ (A dualidade do CEO aumenta a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho das empresas) e H₄ (a concentração acionária reduz a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho das empresas), corroborando os estudos de Baixauli-Soler & Sanchez-Marin, 2014 e Ataay (2018) O estudo encontrou também uma relação negativa entre tamanho da firma e variação da remuneração dos executivos contrariando os trabalhos de Gabaix & Landier (2008), Gabaix Landier & Sauvagnat (2014) e Amzaleg et al. (2014). Ademais constatou-se uma relação inversa entre proporção de membros independentes no conselho e variação da remuneração, o que pode indicar que quanto mais membros independentes tiver dentro do conselho espera-se que exista maior monitoramento de modo a conter aumentos na remuneração, corroborando Brandão et al (2019).

Sabe-se que a compensação dos gestores é um dos elementos do sistema de governança que é capaz de motivar os executivos e enfatizar a geração de valor para a firma. Na literatura nacional e internacional, tem sido debatido de que forma os mecanismos de governança se 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 nas políticas de remuneração dos executivos. Este artigo contribui com a literatura ao mostrar que sim, 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 não foi encontrado na literatura nacional, nem internacional nenhum estudo que cruzasse quatro características de governança e analisasse o papel de cada uma na *pay-performance-sensitivity*.

Este estudo apresenta limitações no que se refere a escolha da amostra e as análises realizadas, assim entende-se que em estudos futuros poderia se expandir a amostra e o horizonte de análise abrangendo também outros aspectos ou mecanismos da governança corporativa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- 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.
- Aguiar, A. B. D., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545-568.
- 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.

- Baglioni, A. (2011) 'Shareholders' agreements and voting power: evidence from Italian listed firms', *Applied Economics*, Vol. 43, No. 27, pp.4043–4052.
- Baixauli-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.
- Barontini, R., & Bozzi, S. (2010). CEO compensation and performance in family firms. *SSRN 1557321*, disponível em: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1557321>.
- Bebchuk, L.A. & Fried, J.M. (2003). 'Executive compensation as an agency problem', *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17(1), pp. 71–92.
- Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *The review of financial studies*, 23(3), 939-961.
- Borisova, G., Brockman, P., Salas, J. M., & Zagorchev, A. (2012). Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking & Finance*, 36(11), 2917-2934.
- Borrenbergs, J., Vieira, R., & Georgakopoulos, G. (2017). Remuneration committees' gender composition as a determinant of executive board compensation structure. *International Business Research*, v. 10(2), 153-146.
- 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.
- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation?: Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 919-933.
- Catuogno, S., Arena, C., & Viganò, R. (2016). Compensation Committee Quality and Effective Executive Remuneration. *International Journal of Business and Management*; V. 11(6) 118-128.
- 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.
- 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.
- Conyon, M. J. (2014). Executive compensation and board governance in US firms. *The Economic Journal*, 124(574), 60-89.
- Conyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2014). Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(1), 2-37.
- Cunha, J. (2014, Maio 17). Companhias agora buscam por executivos 'dois-em-um'. Folha de São Paulo. Recuperado de <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/05/1455826-companhias-agora-buscam-por-executivos-dois-em-um.shtml>
- 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

- Dah, M. A., & Frye, M. B. (2017). Is board compensation excessive?. *Journal of Corporate Finance*, 45, 566-585.
- Degenhart, L., da Costa, D. D. L. C., & Hein, N. (2017). Desempenho econômico-financeiro e remuneração dos diretores executivos das empresas brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(3), 118-135.
- 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.
- 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.
- Fedaseyeu, V., Linck, J. S., & Wagner, H. F. (2018). Do qualifications matter? New evidence on board functions and director compensation. *Journal of Corporate Finance*, 48, 816-839.
- Gabaix, X. & Landier, A. (2008). ‘Why has CEO pay increased so much?’ *Quarterly Journal of Economics*, 121(1), 49–100.
- Gabaix, X., Landier, A., & Sauvagnat, J. (2014). CEO pay and firm size: an update after the crisis. *The Economic Journal*, 124, 40-59.
- Guthrie, K., Sokolowsky, J., & Wan, K. M. (2012). CEO compensation and board structure revisited. *The Journal of Finance*, 67(3), 1149-1168.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- Karim, K., Lee, E., & Suh, S. (2018). Corporate social responsibility and CEO compensation structure. *Advances in Accounting*, 40, 27-41.
- Kim, K. (2010). Blockholder monitoring and the efficiency of pay-performance benchmarking. *Journal of Corporate Finance*, 16(5), 748-766.
- Kim, H., & Han, S. H. (2018). Compensation structure of family business groups. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 376-391.
- 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.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54 (2), 471–517
- 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.
- Livne, G., Markarian, G., & Mironov, M. (2013). Investment horizon, risk, and compensation in the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 37(9), 3669-3680.
- Miliauskas, P. (2013). Shareholders' agreement as a tool to mitigate corporate conflicts of interests. *International Journal of Private Law*, 6(2), 109–131.
- Murphy, K. J. (2013). Executive compensation: Where we are, and how we got there. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 211-356). Elsevier.
- 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
- Ntim, C. G., Lindop, S., Osei, K. A., & Thomas, D. A. (2013). Executive compensation, corporate governance and corporate performance: A simultaneous equation approach. *Managerial and Decision Economics*, 36(2), 67-96.
- 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.
- 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. *BBR. Brazilian Business Review*, 15(1), 88-104.
- 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.
- Strobl, S., Rama, D. V., & Mishra, S. (2016). Gender diversity in compensation committees. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(4), 415-427.
- 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.
- 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.
- Yang, T., & Hou, W. (2016). Pay-performance sensitivity and risk-taking behaviors: Evidence from closed-end funds. *Emerging Markets Review*, 29, 274-288.
- 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*, 10, 32, 1-20.