

Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco: Como a Governança Corporativa Canaliza o Apetite ao Risco do Executivo nos Sistemas de Remuneração Variável

Lucas Tronbjerg Villafuerte Bertolli Moreira¹ , Andson Braga de Aguiar² 

^{1,2} Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil



¹lucas.villafuerte@usp.br

²abraga@usp.br

Editado por:
Vagner Horz

Resumo

Objetivo: Examinamos como a eficácia da remuneração variável por desempenho (PFP) no alinhamento do comportamento gerencial na criação de valor para os acionistas depende da interação entre o apetite ao risco do executivo e a qualidade da governança corporativa. Propomos um “Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco” para explicar essa interação e seus efeitos sobre os incentivos.

Método: A amostra compreende 1.106 observações empresa-ano de companhias listadas na B3 (2018–2024), após a implementação obrigatória do Código Brasileiro de Governança Corporativa. Empregamos regressões multivariadas com dados em painel e efeitos fixos de empresa e de ano para testar uma interação tripla entre PFP, apetite ao risco do executivo e conformidade com a governança.

Resultados: Um elevado apetite ao risco do executivo fortalece os efeitos da PFP de curto prazo, mas reduz os da PFP de longo prazo, ao passo que a governança corporativa exerce o efeito oposto. A interação tripla mostra que uma governança robusta canaliza o alto apetite ao risco para um desempenho superior. A governança substitui os bônus de curto prazo e complementa os incentivos de longo prazo, assegurando a criação de valor sustentável.

Contribuições: Avançamos a Teoria da Agência e o Modelo de Agência Comportamental ao demonstrar que os mecanismos de governança canalizam o comportamento executivo. As evidências confirmam a eficácia da abordagem “pratique ou explique” do Código Brasileiro de Governança Corporativa e mostram que a adesão às melhores práticas aprimora a eficácia dos incentivos. Os sistemas de remuneração devem ser adaptados à maturidade da governança e às características dos executivos.

Palavras-chave: Remuneração Executiva; Remuneração Variável; Apetite ao Risco do Executivo; Governança Corporativa; Teoria da Agência.

Como citar:

Moreira, L. T. V. B., & Aguiar, A. B. (2026). Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco: Como a Governança Corporativa Canaliza o Apetite ao Risco do Executivo nos Sistemas de Remuneração Variável. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 19(1), 225–244/245. <https://doi.org/10.14392/asaa.2026190108>

Submetido em: 06 de Fevereiro de 2026
Revisões requeridas em: 24 de Abril de 2026
Aceito em: 11 de Junho de 2026

Introdução

O desenho de sistemas de remuneração executiva por desempenho (do inglês: Pay-for-Performance, ou PFP) que alinhem efetivamente o comportamento dos executivos ao valor para os acionistas permanece uma questão central na pesquisa em contabilidade gerencial (Aguiar & Pimentel, 2017; Araujo & Ribeiro, 2017; Beuren et al., 2014; Cohen et al., 2023; Ellig, 2022; Rousseau et al., 2023). Embora os modelos tradicionais da Teoria da Agência sugiram que vincular a remuneração ao desempenho reduz os custos de agência (Jensen & Meckling, 1976), as evidências empíricas apresentam resultados divergentes (ver também Araujo & Ribeiro, 2017; Morrison et al., 2024; Velte, 2024).

Embora pesquisas anteriores ofereçam contribuições valiosas sobre os sistemas de PFP, as evidências empíricas divergentes indicam que a eficácia desses incentivos provavelmente depende de um contexto organizacional mais amplo (Azevedo & Soares, 2025; Marquazan et al., 2023, 2024). Essa inconsistência persistente sugere que a análise isolada dos contratos de incentivo pode ser insuficiente para capturar plenamente como a remuneração molda o comportamento executivo. Bedford (2020) oferece uma perspectiva útil para esse problema ao argumentar que os mecanismos de controle gerencial operam como configurações interdependentes, e não como elementos independentes e aditivos. Com base nessa perspectiva, propomos analisar como a PFP funciona em conjunto com outros mecanismos de controle, o que proporciona uma compreensão mais específica dessas dinâmicas.

Os estudos existentes examinaram predominantemente, de forma isolada, os moderadores da eficácia da PFP, testando se a qualidade da governança (por exemplo, Velte, 2024) ou as características dos executivos (por exemplo, DuoRu et al., 2021; Gao et al., 2023) fortalecem ou enfraquecem, independentemente, a relação incentivo–desempenho. Esses estudos pressupõem implicitamente que cada moderador opera de forma independente dos demais, uma premissa que contraria a lógica configuracional de Bedford (2020). Como resultado, permanece incerto se o efeito moderador do apetite ao risco do executivo sobre os resultados da PFP depende do ambiente de governança no qual o executivo atua ou se permanece uniforme sob diferentes intensidades de monitoramento. Essa lacuna é relevante porque, se esses moderadores interagirem de forma não aditiva, modelos que omitam sua influência conjunta produzirão estimativas atenuadas ou incompletas da eficácia da PFP, o que pode explicar a inconsistência persistente dos achados anteriores.

Para operacionalizar essa perspectiva, propomos uma estrutura de interação tripla centrada em dois construtos que representam as forças mais imediatas que moldam a transmissão dos sinais de incentivo aos resultados da empresa. O

Apetite ao Risco do Executivo (DuoRu et al., 2021; Peng et al., 2026; Sheth, 2014) captura a disposição comportamental do agente diante da incerteza, que determina como os sinais remuneratórios são processados cognitivamente e traduzidos em ação estratégica (Coles et al., 2006; Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). A Qualidade da Governança Corporativa (Gao et al., 2023) mede a capacidade institucional do principal de monitorar e restringir a discricionariedade gerencial (Brandão, 2019; Hart et al., 2015; Shleifer & Vishny, 1997). Embora fatores como a cultura organizacional ou a estratégia competitiva também possam afetar os resultados da PFP, eles atuam como determinantes mais distantes, cujos efeitos tendem a ser mediados pela atitude do agente em relação ao risco e pelo sistema de monitoramento da empresa (Hambrick, 2007; Otley, 2016). Portanto, concentramo-nos nesses dois moderadores, pois constituem as forças opostas e mais imediatas que atuam sobre o mecanismo de incentivo.

Introduzimos o conceito de “Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco” para descrever a configuração em que mecanismos robustos de governança canalizam a tomada de risco dos executivos para a criação de valor financeiramente sustentável, em vez de permitir que ela se manifeste como comportamento oportunista ou míope (Bebchuk & Fried, 2005; Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Hart et al., 2015; Jin, 2024; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). Essa estrutura implica que o efeito da PFP sobre o desempenho da empresa não pode ser compreendido isoladamente da disposição do executivo diante do risco e das restrições institucionais que regem a discricionariedade gerencial. Consequentemente, nossa questão central de pesquisa é: Como a interação conjunta entre o apetite ao risco do executivo e a qualidade da governança corporativa molda a relação entre a PFP e o desempenho da empresa?

Testamos essa proposição utilizando uma amostra de companhias brasileiras de capital aberto listadas na B3 entre 2018 e 2024. O mercado brasileiro oferece um contexto empírico particularmente adequado para esta investigação por três razões. Primeiro, por ser um mercado emergente caracterizado por elevada concentração acionária e proteção aos investidores mais fraca do que a observada nas economias anglo-saxônicas, o Brasil apresenta conflitos de agência mais acentuados, o que amplia a relevância teórica tanto do alinhamento de incentivos quanto do monitoramento pela governança (Brandão, 2019; Correia et al., 2011). Segundo, a implementação obrigatória, em 2017, do Informe do Código Brasileiro de Governança Corporativa (ICBGC), uma estrutura de “pratique ou explique” baseada nas melhores práticas internacionais, introduziu uma variação transversal relevante na qualidade da governança durante um período de transição institucional. Diferentemente dos mercados maduros, nos quais os padrões de governança convergiram em grande

medida, o contexto brasileiro abrange empresas em diferentes estágios de adoção das práticas de governança, o que proporciona a heterogeneidade necessária para detectar efeitos moderadores. Terceiro, a atualidade dessa mudança regulatória, com efeitos a partir de 2018, permite examinar se as práticas de governança recém-adotadas já são eficazes para moldar a interação entre o apetite ao risco do executivo, os sistemas de incentivos e o desempenho da empresa, proporcionando, assim, um teste empírico da maturidade do modelo brasileiro de governança.

Nossa análise empírica sustenta o “Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco” proposto e apresenta quatro contribuições principais. Teoricamente, avançamos a Teoria da Agência e o Modelo de Agência Comportamental ao propor que os mecanismos de governança funcionam como dispositivos de canalização que transformam um apetite ao risco do executivo potencialmente volátil em criação de valor financeiramente sustentável, em vez de apenas restringirem a discricionariedade gerencial. Essa perspectiva reformula o debate sobre a relação PFP–desempenho, deslocando-o da questão de saber se os incentivos funcionam para a questão das configurações em que a disposição do agente e a supervisão institucional geram valor. Do ponto de vista metodológico, contribuímos para a operacionalização de uma estrutura de interação tripla que captura a influência conjunta das disposições no nível do agente e das restrições no nível institucional sobre a relação incentivo–desempenho. Embora estudos anteriores tenham examinado isoladamente os efeitos moderadores da governança ou das características dos executivos, a especificação de interação tripla adotada neste estudo permite modelar sua influência combinada e não aditiva sobre a eficácia da PFP, refletindo mais fielmente a complexidade teórica da relação de agência.

Empiricamente, apresentamos o primeiro teste dessa interação tripla no mercado brasileiro após a adoção obrigatória do ICBGC, oferecendo evidências sobre se as práticas de governança recentemente adotadas já são eficazes em moldar os resultados dos incentivos em uma economia emergente com propriedade concentrada. Em termos práticos, nossos achados sugerem que os comitês de remuneração não podem elaborar contratos de PFP isoladamente da maturidade da governança da empresa e do perfil de risco do executivo, pois a mesma estrutura de incentivos pode criar ou destruir valor, dependendo da configuração desses fatores contingenciais.

2 Referencial Teórico e Desenvolvimento das Hipóteses

2.1 Remuneração Executiva por Desempenho

Com base na Teoria da Agência, examinamos a PFP como um mecanismo para mitigar conflitos de agência (Jensen & Meckling, 1976). A PFP visa alinhar os interesses dos

executivos aos dos acionistas, vinculando a remuneração aos resultados da empresa (Baker et al., 1988; Jensen & Murphy, 1990). No entanto, a eficácia desse alinhamento permanece objeto de debate empírico, e seu impacto é frequentemente moderado por contextos organizacionais e características específicas dos executivos (DuoRu et al., 2021; Pepper & Gore, 2015).

Compreender como a PFP afeta o desempenho também exige reconhecer por que as empresas adotam determinadas combinações de remuneração. A literatura sobre desenho da remuneração sugere que o peso relativo dos incentivos de curto e de longo prazo não é arbitrário, mas sim reflete características da empresa, como assimetria informacional, oportunidades de crescimento, concentração acionária e poder gerencial (Core & Guay, 1999; Leal & Anjos, 2023). Em ambientes de propriedade concentrada, como o brasileiro, os acionistas controladores podem preferir bônus em dinheiro de curto prazo, que são mais fáceis de monitorar e menos suscetíveis ao ruído do mercado, enquanto empresas com propriedade mais dispersa e conselhos de administração mais sofisticados tendem a destinar uma parcela maior a instrumentos de longo prazo baseados em ações (Bebchuk & Fried, 2005). Reconhecer esses determinantes é importante porque a própria composição da remuneração é endógena ao contexto organizacional, o que significa que a relação entre a estrutura da PFP e o desempenho é moldada pelas mesmas condições de governança e de agência que orientam a escolha do desenho dos incentivos.

A literatura identifica predominantemente uma associação positiva entre PFP e desempenho (Aguar & Pimentel, 2017; Araujo & Ribeiro, 2017; Bebchuk & Fried, 2005; Morrison et al., 2024; Velte, 2024), sugerindo que a PFP pode alinhar os objetivos dos executivos aos dos acionistas e, assim, contribuir para o alcance de metas de desempenho favoráveis à empresa. Entretanto, os achados de Beuren et al. (2014), Cohen et al. (2023), Geiler e Renneboog (2016), Krauter (2013), Olaniyi (2023) e Rousseau et al. (2023) sugerem que a PFP não produz consistentemente os efeitos pretendidos sobre o desempenho em todos os contextos e horizontes temporais.

Diante desses achados divergentes, é necessária uma investigação mais aprofundada para avaliar o papel moderador de fatores pessoais e contextuais nessa relação (DuoRu et al., 2021). Embora a PFP possa se correlacionar positivamente com o desempenho, essa relação pode ser atenuada ou até invertida, dependendo de características organizacionais e executivas específicas (Azevedo & Soares, 2025; ver também Bedford, 2020; Marquezan et al., 2023, 2024). Nesta pesquisa, propomos que a eficácia da PFP é significativamente influenciada pelo apetite ao risco do executivo e pelos mecanismos de governança corporativa.

2.2 Apetite ao Risco do Executivo e Remuneração variável

Os modelos tradicionais de agência frequentemente tratam o executivo como um agente racional. Em contraste, o Modelo de Agência Comportamental postula que os agentes apresentam racionalidade limitada e aversão à perda (Pepper & Gore, 2015; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). Essa conceituação também se alinha à Teoria dos Altos Escalões, segundo a qual os limites da racionalidade são moldados pelas características cognitivas e psicológicas dos gestores (Hambrick, 2007; Hambrick & Mason, 1984; Jin, 2024; Peng et al., 2026). Ao sintetizar essas abordagens, argumentamos que os executivos atuam como processadores de informação com racionalidade limitada, cujas configurações psicológicas funcionam como filtros cognitivos independentes sobre os incentivos remuneratórios.

A literatura recente enfatiza que o apetite ao risco do executivo opera como um mecanismo independente, distinto dos incentivos à tomada de risco impostos estruturalmente (Gao et al., 2023; Góis et al., 2024; Jin, 2024). Em outras palavras, o apetite ao risco do executivo não é um subproduto da estrutura de remuneração, mas sim determina como os sinais de incentivo são internalizados e convertidos em ação. Consequentemente, o apetite ao risco do executivo atua como moderador, influenciando sistematicamente escolhas estratégicas de alto impacto e os resultados operacionais (Araújo & Dos Anjos, 2025; Chatterjee & Hambrick, 2007).

A PFP de curto prazo, como os bônus anuais em dinheiro, é concebida para estimular melhorias operacionais imediatas (Ellig, 2022). Quando combinados com um elevado apetite ao risco do executivo, esses mecanismos de curto prazo favorecem um comportamento gerencial agressivo (Gao et al., 2023). A convergência entre incentivos financeiros imediatos e uma disposição psicológica favorável ao risco intensifica o impulso para gerar retornos rápidos, à medida que os executivos se valem das estruturas de recompensa em detrimento da saúde financeira de longo prazo da empresa (Chatterjee & Hambrick, 2007). Em contraste, executivos avessos ao risco podem subutilizar esses incentivos, preferindo a estabilidade conservadora à busca por metas de maximização do desempenho. Portanto, propomos a seguinte hipótese:

H1a: A relação entre a PFP de curto prazo e o desempenho da empresa é moderada pelo apetite ao risco do executivo, de modo que um maior apetite ao risco resulta em uma relação mais forte.

Se um elevado apetite ao risco intensifica a responsividade do executivo às recompensas de curto prazo, a mesma disposição psicológica pode produzir o efeito oposto quando aplicada à PFP de longo prazo. Concessões de ações e in-

centivos diferidos são, em teoria, concebidos para alinhar o horizonte do agente ao valor sustentável para os acionistas, vinculando a remuneração aos resultados de longo prazo (Dai et al., 2025; Ellig, 2022; Rouen, 2020). Contudo, essa lógica pressupõe que o executivo valorize a preservação da riqueza ao longo do tempo, o que conflita com o perfil cognitivo de um agente propenso ao risco. O resultado é uma forma de incongruência de objetivos em que a preferência do executivo por oportunidades voláteis e de alto retorno compromete a natureza conservadora e preservadora de valor da manutenção de participações acionárias de longo prazo (Christensen et al., 2009; Ferris et al., 2017).

Uma maior tomada de risco aumenta a probabilidade de resultados adversos, como quedas abruptas nos preços das ações, comprometendo diretamente as medidas de desempenho de longo prazo. Assim, um elevado apetite ao risco do executivo dilui a eficácia da PFP de longo prazo, enfraquecendo sua transmissão aos resultados da empresa. Essa previsão, entretanto, não é consensual. Uma perspectiva alternativa da literatura sobre inovação sugere que executivos propensos ao risco podem buscar investimentos disruptivos, como projetos transformadores de P&D ou aquisições criadoras de mercados, que oferecem retornos de longo prazo substanciais, embora incertos (Manso, 2011). Nesse sentido, um elevado apetite ao risco também poderia potencializar os incentivos de longo prazo ao estimular apostas estratégicas ousadas que construam vantagem competitiva.

Contudo, esse efeito provavelmente depende de condições institucionais, especialmente de uma governança robusta que assegure a responsabilização pelos resultados de longo prazo. Na ausência dessas restrições, a literatura e as evidências indicam que agentes propensos ao risco tendem a descontar recompensas postergadas e a se concentrar em ganhos imediatos e de alta variância (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). Nossa hipótese reflete o efeito líquido típico em contextos gerais. Assim, propomos a seguinte hipótese:

H1b: A relação entre a PFP de longo prazo e o desempenho da empresa é moderada pelo apetite ao risco do executivo, de modo que um maior apetite ao risco resulta em uma relação mais fraca.

Adicionalmente, uma vertente de pesquisa relacionada explora o mecanismo pelo qual a remuneração executiva influencia a tomada de risco, com foco nos incentivos de portfólio. Coles et al. (2006) constataram que a sensibilidade da riqueza do CEO à volatilidade dos retornos das ações (vega) promove decisões de investimento e financiamento mais arriscadas, enquanto a sensibilidade ao preço das ações (delta) apresenta efeitos mistos, dependendo da riqueza já acumulada e das preferências de risco do CEO. Essa estrutura oferece uma explicação em nível micro de

como as estruturas de remuneração influenciam escolhas estratégicas de risco, complementando a perspectiva em nível macro adotada em nosso estudo.

Embora não mensuremos vega e delta diretamente, pois nosso foco principal recai sobre a composição da PFP, e não sobre a convexidade do portfólio individual do CEO, as contribuições dessa literatura ajudam a sustentar nossas hipóteses. Uma proporção maior de RIST se assemelha a um perfil de delta elevado e vega reduzido, que favorece ganhos de preço no curto prazo, enquanto uma ênfase maior em RILT cria uma exposição semelhante à vega, teoricamente promovendo tolerância à incerteza de longo prazo (Dai et al., 2025). Contudo, a capacidade desses incentivos de produzir os resultados esperados depende dos fatores comportamentais e institucionais examinados neste estudo.

2.3 Governança Corporativa e Remuneração variável

A governança corporativa pode ser definida como uma estrutura institucional de regras e práticas que rege a tomada de decisões da empresa e atua como mecanismo para mitigar conflitos de agência entre gestores e acionistas (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997). No Brasil, em um mercado emergente com elevada concentração acionária, os mecanismos de governança restringem o oportunismo gerencial e o comportamento autointeressado (Brandão, 2019; Correia et al., 2011). Evidências recentes do mercado brasileiro demonstram ainda que a qualidade da governança corporativa e o poder gerencial influenciam conjuntamente o desenho dos contratos de remuneração executiva, reforçando a premissa de que as estruturas de incentivo não podem ser analisadas independentemente do ambiente de governança no qual estão inseridas (Leal & Anjos, 2023).

Quanto à PFP de curto prazo, propomos que estruturas robustas de governança interajam com os incentivos por meio de uma lógica combinada de substituição, conforme proposto por Rutherford et al. (2007), e de mecanismos compensatórios, conforme proposto por Bedford (2020). Nessa configuração, as práticas de governança não apenas tornam redundantes os incentivos de alta intensidade, mas também neutralizam ativamente suas limitações inerentes, mitigando os riscos de agência frequentemente desencadeados por metas financeiras.

Em ambientes com governança mais fraca, as empresas dependem fortemente de contratos baseados em resultados, como bônus anuais, para influenciar o comportamento dos executivos. Essa dependência tende a gerar uma relação direta e mecânica entre a PFP de curto prazo e as métricas de desempenho. Contudo, a literatura anterior sugere que essa dinâmica cria incentivos a resultados adversos, como miopia gerencial e gerenciamento de resultados, nos quais

os executivos podem manipular accruals ou atividades reais para acionar pagamentos imediatos (Dechow et al., 2010; Nascimento et al., 2022; Pimenta, 2025).

Em contrapartida, quando existem mecanismos robustos de governança, como conselhos fiscais atuantes, comitês de auditoria interna e compartilhamento de conhecimento baseado na diversidade (Firmino & Peixoto, 2023; Iglesias et al., 2024; Silva & De Moura, 2022), a dependência de incentivos financeiros de alta intensidade para alinhar o comportamento do agente torna-se menos relevante. Nessa configuração, as práticas de governança não apenas substituem os incentivos, mas também neutralizam ativamente suas limitações inerentes. O monitoramento direto pelo conselho possibilita uma avaliação holística do esforço do executivo, deslocando a avaliação de uma abordagem puramente quantitativa e formal para outra que também inclui a supervisão estratégica qualitativa (González & García-Meca, 2014; Jin, 2024).

Ao ampliar o escopo do monitoramento, uma governança robusta provavelmente limita a capacidade do executivo de perseguir metas de curto prazo em detrimento do valor de longo prazo. Consequentemente, argumentamos que uma governança eficaz reduz a sensibilidade imediata do desempenho da empresa à PFP de curto prazo, conduzindo à seguinte hipótese:

H2a: A relação entre a PFP de curto prazo e o desempenho da empresa é moderada pela governança corporativa, de modo que essa relação será mais fraca quando a governança corporativa for robusta.

Em contraste, a relação entre governança e incentivos de longo prazo opera segundo uma lógica de complementaridade e credibilidade. Bedford (2020) descreve essa dinâmica como um “efeito de reforço”, no qual uma prática aumenta a eficácia da outra ao fortalecer suas qualidades fundamentais.

Os mecanismos de PFP de longo prazo são concebidos para alinhar o horizonte do agente à criação de valor sustentável da empresa (Jensen & Murphy, 1990). Contudo, a eficácia desses incentivos diferidos depende da confiança do agente de que o contrato será cumprido e de que as métricas de desempenho não serão manipuladas pelos acionistas controladores. Na ausência de uma governança robusta, os planos de longo prazo podem ser percebidos como aquilo que Bebchuk e Fried (2005) denominaram “remuneração sem desempenho”, situação em que os executivos são recompensados por movimentos do mercado, e não pelo desempenho da empresa.

Uma governança robusta aumenta a credibilidade e a legitimidade dos contratos de longo prazo. Os padrões brasileiros de governança, que exigem comitês de remuneração

independentes e práticas transparentes de divulgação, ajudam a assegurar que as metas de longo prazo sejam rigorosas e não sejam afetadas por eventos externos nem pelo gerenciamento de resultados (Brandão, 2019; Campoi & Telles, 2025; Correia et al., 2011; Francisco & Caio Galdi, 2022). Além disso, uma governança robusta sinaliza ao executivo que a empresa está comprometida com a maximização do valor no longo prazo, e não com ganhos imediatos de curto prazo.

Esse ambiente, portanto, reduz a taxa de desconto que os executivos aplicam às recompensas futuras, tornando-os mais sensíveis aos incentivos de longo prazo (Larraz-Kintana et al., 2007). Ao mitigar o risco de manipulação contratual e assegurar que a remuneração esteja estritamente vinculada à criação de valor no longo prazo, argumentamos que uma governança robusta amplia a eficácia da PFP de longo prazo. Portanto, propomos:

H2b: A relação entre a PFP de longo prazo e o desempenho da empresa é moderada pela governança corporativa, de modo que essa relação será mais forte quando a governança corporativa for robusta.

2.4 A Interação Tripla: Apetite ao Risco, Governança e Remuneração variável

Embora os papéis moderadores independentes do apetite ao risco do executivo e da governança corporativa forneçam informações sobre a relação PFP–desempenho, argumentamos que não operam isoladamente. Com base na Teoria da Contingência, sustentamos que a eficácia do desenho da remuneração é determinada pela influência conjunta da estrutura organizacional e das características pessoais dos executivos (Donaldson, 2006; Otley, 2016).

Com base na Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), no Modelo de Agência Comportamental (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998) e na Teoria dos Altos Escalões (Hambrick & Mason, 1984), propomos uma estrutura de interação tripla. Nesse modelo, executivos com elevado apetite ao risco podem alcançar um desempenho empresarial superior, desde que os sistemas de remuneração estejam alinhados a mecanismos robustos de governança que impeçam comportamentos oportunistas. Nesse contexto, a governança corporativa atua como uma restrição regulatória, produzindo o que denominamos “Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco”.

Definimos o Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco como a configuração organizacional em que (a) o executivo apresenta elevado apetite ao risco, (b) a empresa mantém mecanismos robustos de governança e (c) existem incentivos de PFP, de modo que a governança canaliza a disposição do executivo diante do risco para a criação de valor financeiramente sustentável, em vez de permitir comportamentos oportunistas ou míopes.

Esse conceito difere de ideias correlatas presentes na literatura. A tomada de risco ótima em finanças corporativas (por exemplo, Coles et al., 2006) busca identificar o nível de risco que maximiza o valor da empresa, tratando o risco como uma variável contínua e pressupondo que os contratos de incentivo, por si sós, possam alcançar esse objetivo. Nossa estrutura argumenta que o nível ótimo de risco depende das características psicológicas do agente e do ambiente de monitoramento. O mesmo risco pode criar ou destruir valor, dependendo da governança. De modo semelhante, a perspectiva da contratação eficiente (por exemplo, Core & Guay, 1999) busca minimizar os custos de agência por meio de contratos baseados nas informações da empresa. Embora nos apoiemos nessa perspectiva, o Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco também considera o comportamento do agente. Um contrato bem elaborado pode fracassar se o apetite ao risco do executivo entrar em conflito com a estrutura de governança.

As seções anteriores estabeleceram que o apetite ao risco do executivo e a governança corporativa moderam, de forma independente, a relação PFP–desempenho. O primeiro amplia a sensibilidade de curto prazo e atenua a eficácia de longo prazo, enquanto o segundo opera por meio dos mecanismos de substituição e complementaridade detalhados anteriormente. Contudo, analisar esses moderadores isoladamente implica o risco de não captar sua influência conjunta e não aditiva sobre os resultados dos incentivos.

Portanto, argumentamos que uma interação positiva entre a PFP e um executivo com elevado apetite ao risco depende de uma governança robusta. Nessa configuração, a PFP fornece motivação, o apetite ao risco fornece impulso cognitivo e a governança estabelece limites estratégicos. Estudos anteriores sugerem que a eficácia dos incentivos de alta intensidade depende de mecanismos de monitoramento que impeçam a expropriação da riqueza dos acionistas (ver também Velte, 2024). Em empresas com governança fraca, um executivo com elevado apetite ao risco pode interpretar a PFP como um incentivo à assunção de riscos excessivos. Em empresas com governança robusta, entretanto, argumentamos que o executivo é incentivado a alcançar um equilíbrio em que o risco é otimizado, e não simplesmente aumentado (ver também Peng et al., 2026).

Com base nos dois mecanismos identificados nas seções anteriores, propomos que o efeito de substituição, que limita a dependência de incentivos de curto prazo em empresas bem governadas, e o efeito de complementaridade, que aumenta a credibilidade dos contratos de longo prazo, interajam com a disposição do executivo diante do risco

(ver Bedford, 2020). Em empresas com governança robusta, um executivo com elevado apetite ao risco é incentivado a canalizar esse risco em investimentos transparentes e de alto retorno. Em empresas com governança fraca, o mesmo executivo pode explorar a PFP como incentivo à tomada de risco oportunista.

Ao integrar essas dimensões, propomos que a combinação de um executivo disposto a assumir riscos, incentivado por uma remuneração baseada no desempenho e monitorado por estruturas superiores de governança pode produzir o nível de desempenho mais elevado da empresa. Consequentemente, formulamos a seguinte hipótese:

H3: A relação entre a PFP e o desempenho da empresa é positivamente moderada pelo efeito conjunto do apetite ao risco do executivo e da governança corporativa, de modo que essa relação é mais forte quando tanto o apetite ao risco do executivo quanto a qualidade da governança corporativa são elevados.

3 Metodologia

3.1 Delineamento da Pesquisa e Amostra

Nossa amostra compreende empresas listadas no mercado acionário brasileiro entre 2018 e 2024, tendo 2018 sido selecionado como ano inicial por coincidir com a primeira

divulgação obrigatória do Informe do Código Brasileiro de Governança Corporativa (ICBGC).

As informações financeiras foram obtidas na Economatica. Os dados de remuneração foram coletados dos Formulários de Referência arquivados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que apresentam divulgações anuais sobre a remuneração executiva, as estruturas organizacionais e de governança e os relatórios financeiros. As informações de governança corporativa foram obtidas no Informe do Código Brasileiro de Governança Corporativa (ICBGC). Ambas as fontes estão disponíveis na base de dados da CVM.

O processo de amostragem teve início com a população completa de 439 empresas listadas na B3 entre 2018 e 2024, todas sujeitas a requisitos obrigatórios de divulgação relativos à remuneração executiva e às práticas de governança corporativa. Dessas empresas, 358 foram negociadas ativamente no período e 251 informaram possuir planos de PFP ativos. Após a exclusão de 651 observações de empresa-ano por ausência de dados financeiros na Economatica, a amostra final compreendeu 1.106 observações de 245 empresas.

3.2 Definições e Operacionalização das Variáveis

A Tabela 1 resume todas as variáveis empregadas neste estudo.

Tabela 1. Operacionalização das Variáveis, Métricas de Mensuração e Fontes Teóricas.

Variável	Descrição	Cálculo	Fonte
RIST	Importância Relativa da Remuneração de Curto Prazo	PFP de Curto Prazo / PFP Total	Ellig (2022)
RILT	Importância Relativa da Remuneração de Longo Prazo	PFP de Longo Prazo / PFP Total	Ellig (2022)
Risk	Apetite ao Risco do Executivo	ACP da Razão Dívida/Ativos, Intensidade de Despesas de Capital, Estrutura de Risco dos Ativos, Reserva de Liquidez e Eficiência Operacional	Peng et al. (2026)
CGS	Escore de Governança Corporativa	(Sim + Parcialmente) / (Total – Não Aplicável)	-
Q de Tobin	Valor de Mercado em Relação ao Valor Contábil	(Valor de Mercado do Patrimônio Líquido + Valor Contábil da Dívida Total) / Ativos Totais	Rousseau et al. (2023)
Retornos Excedentes	Retorno excedente geométrico ajustado ao mercado	$[(1 + \text{Retorno da Ação}) / (1 + \text{Referencial})] - 1$	Damodaran (2012), Rousseau et al. (2023)
Tamanho	Tamanho da Empresa	Logaritmo Natural dos Ativos Totais	Krauter (2013)
Alavancagem Financeira	Razão entre Dívida e Patrimônio Líquido	Passivos Totais / Patrimônio Líquido Total	Coles et al. (2006)

Esta tabela resume as variáveis independentes, dependentes, moderadoras e de controle empregadas nos modelos econométricos. RIST: Importância Relativa da Remuneração de Curto Prazo; RILT: Importância Relativa da Remuneração de Longo Prazo; Risk: Índice de Apetite ao Risco do Executivo (baseado em ACP); CGS: Escore de Governança Corporativa baseado na adesão ao ICBGC; Q de Tobin: proxy do valor da empresa; Retornos Excedentes: retornos geométricos ajustados ao mercado em relação ao Ibovespa. Fontes dos dados: Formulários de Referência da CVM, Economatica e B3.

3.2.1 Variáveis Dependentes: Desempenho da Empresa

Adotamos duas medidas distintas, baseadas no mercado, para captar a criação de valor. A primeira variável dependente é o Q de Tobin, utilizado como proxy do valor de franquia de longo prazo e das expectativas de crescimento (Rousseau et al., 2023). Essa medida é calculada como a soma do valor de mercado do patrimônio líquido e do valor contábil da dívida total, dividida pelo valor contábil do ativo total. O Q de Tobin é uma medida apropriada porque reflete a avaliação prospectiva do mercado sobre a capacidade esperada da empresa de gerar fluxos de caixa futuros superiores ao custo de reposição de seus ativos.

Também utilizamos os Retornos Excedentes Ajustados ao Mercado como nossa segunda variável dependente. Essa medida reflete o retorno geométrico excedente da empresa em relação ao referencial de mercado, o Ibovespa, neste estudo, ao longo de 12 meses (Damodaran, 2012; Rousseau et al., 2023). Diferentemente das métricas de retorno absoluto, ela é menos suscetível às flutuações macroeconômicas. Seguindo a econometria financeira padrão, o retorno excedente é calculado dividindo-se o fator de acumulação da ação pelo fator de acumulação do índice de mercado. Essa especificação isola o desempenho idiossincrático atribuível às escolhas estratégicas dos executivos, assegurando que os resultados reflitam criação genuína de valor, e não apenas o movimento geral do mercado.

3.2.2 Variável Independente: Estrutura da Remuneração variável

Em consonância com a perspectiva de que o desenho da remuneração funciona como um mecanismo de incentivo ex ante, operacionalizamos a PFP como a importância relativa dos componentes da remuneração variável. Definimos RIST (Importância Relativa da Remuneração de Curto Prazo) e RILT (Importância Relativa da Remuneração de Longo Prazo) como as proporções dos bônus imediatos de curto prazo e da remuneração de longo prazo baseada em ações, respectivamente, em relação à remuneração executiva variável total. A RIST é utilizada para testar as Hipóteses 1a, 2a e 3, enquanto a RILT é utilizada para testar as Hipóteses 1b, 2b e 3.

Ao nos concentrarmos na composição da remuneração, em vez de seu valor monetário absoluto, captamos a intenção estratégica do conselho de direcionar a atenção gerencial para orientações temporais específicas. Essa abordagem reconhece que a mera presença de recompensas financeiras é insuficiente para moldar o desempenho executivo, pois uma estrutura de remuneração predominantemente fixa reduz os incentivos ao desempenho acima da média (Ellig, 2022).

Essas variáveis são defasadas em um período (t-1) em todas as especificações de regressão para mitigar o viés de simultaneidade e a endogeneidade, refletindo a premissa de que a estrutura de incentivos estabelecida no período anterior orienta o comportamento gerencial atual e o desempenho subsequente.

3.2.3 Variáveis moderadoras

3.2.3.1 Apetite ao Risco do Executivo

Para mensurar o Apetite ao Risco do Executivo, utilizamos o Índice de Preferência por Risco Baseado em Dados Contábeis recém-desenvolvido, proposto por Peng et al. (2026). Esse índice funciona como proxy do apetite ao risco dos executivos, conforme refletido em suas decisões de alocação de capital realizadas. O uso dessa proxy é teoricamente sustentado pela Teoria dos Altos Escalões, segundo a qual as escolhas estratégicas refletem vieses cognitivos ex ante e valores idiossincráticos dos executivos (Hambrick, 2007; Hambrick & Mason, 1984; Jin, 2024). Uma premissa fundamental dessa teoria é que, como os construtos psicológicos dos altos gestores são inerentemente difíceis de mensurar diretamente, padrões observáveis de alocação estratégica de recursos constituem indicadores válidos de suas disposições subjacentes (ver também Chatterjee & Hambrick, 2007). Nesse contexto, os indicadores funcionam como proxies de decisões deliberadas de alocação de capital que revelam a orientação latente dos executivos diante do risco, e não de resultados financeiros ex post.¹

Seguindo Peng et al. (2026), empregamos a análise de componentes principais para extrair um componente latente de risco a partir de cinco indicadores contábeis fundamentais: (i) razão entre dívida e ativos (passivos totais divididos pelos ativos totais), representando o apetite ao risco financeiro; (ii) intensidade de despesas de capital (CAPEX dividido pelos ativos totais), refletindo a propensão à expansão agressiva; (iii) estrutura de risco dos ativos (ativos intangíveis mais estoques divididos pelos ativos totais), captando a incerteza operacional; (iv) reserva de liquidez (o inverso do índice de liquidez corrente), em que menor liquidez indica maior tolerância ao risco de insolvência; e (v) eficiência operacional (o inverso da margem EBIT), em que margens menores sinalizam maior tolerância ao risco operacional. O primeiro componente principal derivado desses indicadores padronizados constitui nossa medida composta do Apetite ao Risco do Executivo.

Ao utilizar dados contábeis para avaliar o risco, buscamos

¹ O uso de efeitos fixos de empresa em nossa especificação econométrica absorve características estruturais invariáveis no tempo, assegurando que a variação temporal intraempresa do índice tenha maior probabilidade de refletir mudanças na disposição gerencial do que alterações nas características ou no comportamento organizacional ou setorial.

mitigar a endogeneidade, pois essa abordagem assegura que nossa proxy reflita o apetite ao risco do executivo sem ser afetada pela volatilidade do mercado, aumentando, assim, a validade do construto.

3.2.3.2 Qualidade da Governança Corporativa

A governança corporativa foi avaliada com base no Informe do Código Brasileiro de Governança Corporativa (ICBGC), que descreve as práticas de governança recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Desde 2018, as companhias brasileiras de capital aberto são obrigadas a divulgar sua adesão a essas práticas recomendadas, em conformidade com o Artigo 32 da Resolução CVM nº 80. O ICBGC é composto por 54 itens que detalham recomendações de governança corporativa.

Dois itens considerados diretamente ou mecanicamente relacionados à PFP foram excluídos para assegurar a independência nas análises de moderação, restando 52 itens. O Escore de Governança Corporativa (CGS) foi então calculado dividindo-se a soma dos itens assinalados como “Sim” ou “Parcialmente” pelo número total de itens, descontando-se os assinalados como “Não Aplicável”.

Embora o uso desse instrumento seja inovador, ele se inspira em estudos brasileiros anteriores, como os de Brandão (2019) e Correia et al. (2011), que desenvolveram escores próprios de governança corporativa com base em dados de levantamentos. Diferentemente desses estudos, que se apoiaram em respostas autodeclaradas, nossa pesquisa utiliza dados públicos e auditados, o que aumenta a validade, a confiabilidade e a replicabilidade das medidas de governança derivadas.

3.2.4 Variáveis de Controle

Variáveis adicionais foram incluídas para isolar os efeitos dos construtos centrais do estudo e aumentar a robustez dos resultados. O tamanho da empresa foi mensurado pelo logaritmo natural dos ativos totais (Krauter, 2013), enquanto o risco específico do setor foi calculado com base na média anual do desvio padrão dos preços das ações de cada setor (Aguiar & Pimentel, 2017). Por fim, a alavancagem financeira foi representada pela razão entre a dívida e o patrimônio líquido (Coles et al., 2006).

3.3 Especificação Econométrica

Para examinar empiricamente a interação tripla entre incentivos, apetite ao risco e governança, estimamos um modelo de regressão multivariada com dados em painel. Nossa especificação permite testar simultaneamente os efeitos moderadores de interação dupla (Hipóteses 1 e 2) e a interação conjunta tripla (Hipótese 3) em uma estrutura unificada. A integração de todos os termos de

interação em uma única equação permite isolar o efeito marginal da PFP sobre o valor da empresa, condicionado aos efeitos independentes e conjuntos do apetite ao risco do executivo e da qualidade da governança.

O modelo é especificado da seguinte forma:

$$\text{Performance_lit} = \lambda_0 + \lambda_1 * \text{PFP_ji}(t-1) + \lambda_2 * \text{Risk_it} + \lambda_3 * (\text{PFP_ji}(t-1) * \text{Risk_it}) + \lambda_4 * \text{CGS_it} + \lambda_5 * (\text{PFP_ji}(t-1) * \text{CGS_it}) + \lambda_6 * (\text{Risk_it} * \text{CGS_it}) + \lambda_7 * (\text{PFP_ji}(t-1) * \text{Risk_it} * \text{CGS_it}) + \sum (\lambda_n * \text{Controls_it}) + \alpha_i + \delta_t + \epsilon_{it} \quad [1]$$

Na Equação (1), *Performance_lit* representa a medida de desempenho *I* (Q de Tobin ou Retornos Excedentes) da empresa *i* no período *t*. A variável independente *PFP_ji(t-1)* denota o componente *j* da remuneração variável defasada, seja RIST de curto prazo ou RILT de longo prazo, da empresa *i*, calculada em *t-1*. O vetor $\sum (\lambda_n * \text{Controls_it})$ inclui todas as *n* variáveis de controle definidas na Seção

3.2.4. O termo α_i representa os efeitos fixos da empresa, que captam toda a heterogeneidade não observada e invariável no tempo; δ_t representa os efeitos fixos do ano, que controlam choques macroeconômicos comuns; e ϵ_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Quanto aos moderadores, *Risk_it* representa o índice de Apetite ao Risco do Executivo, e *CGS_it* representa o Escore de Governança Corporativa. Os coeficientes λ_3 e λ_5 fornecem os testes das hipóteses de interação dupla. Especificamente, λ_3 captura o efeito moderador do apetite ao risco do executivo sobre a relação PFP–desempenho (Hipóteses 1a e 1b), enquanto λ_5 captura o efeito moderador da qualidade da governança corporativa (Hipóteses 2a e 2b). Esses coeficientes indicam se o respectivo moderador fortalece ou enfraquece o efeito dos incentivos sobre o desempenho da empresa, mantendo a terceira variável constante.

O coeficiente λ_7 é o principal parâmetro de interesse para a Hipótese 3. Ele captura o efeito da interação tripla, testando se a relação entre a PFP e o desempenho da empresa depende da presença conjunta de um elevado apetite ao risco do executivo e de uma governança corporativa robusta. Um λ_7 positivo e estatisticamente significativo confirmaria que esses mecanismos interagem para reforçar o alinhamento entre os incentivos dos executivos e os resultados da empresa, validando o “Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco” proposto neste estudo.

3.4 Transformações e Especificações Adicionais

Para mitigar discrepâncias de escala, todas as variáveis contínuas foram padronizadas por escores *Z*. Essa transformação ortogonaliza os termos de interação em relação aos efeitos principais, estabilizando as estimativas dos coeficientes e simplificando a interpretação dos

efeitos marginais na média amostral, sem afetar a significância estatística subjacente (Fávero & Belfiore, 2024; Wooldridge, 2010).

Para assegurar a robustez, os diagnósticos pós-estimação orientam nossa especificação econométrica, conforme resumido na Tabela 2. Primeiro, o teste de Hausman rejeita consistentemente a hipótese nula favorável aos efeitos aleatórios em todas as especificações ($p < 0,01$), validando o uso de efeitos fixos de empresa para captar a heterogeneidade não observada. Operacionalizamos essa abordagem por meio de efeitos fixos de empresa e de ano. Os efeitos fixos de empresa absorvem toda a heterogeneidade não observada e invariável ao longo do tempo, como o setor de atuação, enquanto os efeitos fixos

de ano controlam choques macroeconômicos comuns.

Segundo, quanto à multicolinearidade, o Fator de Inflação da Variância (VIF) apresenta um valor máximo de 2,29, inferior ao limite crítico de 3,3, indicando que a multicolinearidade não constitui uma preocupação para os estimadores. Contudo, como o teste de Wald modificado (Qui-quadrado > 1.208 , $p < 0,01$) e o teste de Wooldridge ($p < 0,05$) indicam heterocedasticidade e correlação serial, respectivamente, estimamos todos os modelos utilizando erros-padrão robustos agrupados no nível da empresa para assegurar inferências estatísticas válidas (Fávero & Belfiore, 2024; Wooldridge, 2010). Por fim, para mitigar a influência de valores extremos, todas as variáveis contínuas foram winsorizadas nos percentis 1% e 99%.

Tabela 2. Diagnósticos Pós-Estimação, Multicolinearidade e Testes de Especificação (2018–2024).

Modelo (VD, VI)	Qui-quadrado (g.l. = 10)	Qui-quadrado (g.l. = 245)	Estat. F (1, 244)	VIF mín.	VIF máx.
	Efeitos Fixos vs. Aleatórios	Heterocedasticidade	Autocorrelação	Inflação da Variância	
Q de Tobin, RIST	22,56***	1.186,12***	4,51**	1,41	2,25
Q de Tobin, RILT	23,01***	1.357,53***	4,68**	1,56	2,20
Retornos Excedentes, RIST	22,02**	1.809,86***	8,86***	1,52	2,27
Retornos Excedentes, RILT	25,89***	1.208,01***	10,77***	1,68	2,29

A tabela apresenta os resultados dos testes diagnósticos dos modelos de regressão com dados em painel. VIF: Fator de Inflação da Variância (VIF máx. $< 3,3$ indica ausência de multicolinearidade grave). Efeitos Fixos vs. Aleatórios: estatísticas do teste de Hausman ($p < 0,01$ favorece efeitos fixos). Heterocedasticidade: teste de Wald modificado para heterocedasticidade entre grupos. Autocorrelação: teste de Wooldridge para autocorrelação em dados em painel. Níveis de significância: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$.

4 Resultados e Discussão

4.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na análise principal. A estrutura de remuneração indica predominância dos incentivos de curto prazo (0,300) sobre os instrumentos de longo prazo (0,153). Essa disparidade é consistente com evidências anteriores do mercado brasileiro, que sugerem que a elevada concentração acionária e a volatilidade ambiental levam as empresas a priorizar pagamentos imediatos em dinheiro em detrimento da remuneração diferida baseada em ações (Brandão, 2019; Krauter, 2013).

Sob a perspectiva do mecanismo de substituição (H2a), a predominância dos incentivos de curto prazo implica que o próprio instrumento que, teoricamente, a governança torna redundante constitui a principal ferramenta de incentivo no mercado brasileiro, tornando a detecção dos efeitos de substituição empiricamente mais relevante. Em contrapartida, a utilização comparativamente reduzida da PFP de longo prazo suscita uma questão substantiva para o mecanismo de complementaridade (H2b), se os

instrumentos de longo prazo permanecem subutilizados, o papel da governança no aumento de sua credibilidade deixa de ser apenas uma proposição teórica e passa a constituir também uma possível explicação para o fato de empresas com governança mais robusta se beneficiarem de modo desproporcional até mesmo de alocações modestas à remuneração diferida.

A variável Risk é derivada de uma ACP de cinco indicadores contábeis, cuja adequação à extração fatorial foi validada por uma medida Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) de 0,642, superior ao valor recomendado de 0,60, e por um teste de esfericidade de Bartlett altamente significativo ($p < 0,01$). Os cinco indicadores apresentaram cargas fortes e positivas no componente principal. Esse primeiro componente principal, que explica 75% da variância, serve como nossa medida combinada do Apetite ao Risco do Executivo. Risk (média = 0,041; desvio-padrão = 1,309) apresenta distribuição normalizada e variabilidade considerável, o que reflete diferentes perfis psicológicos na amostra (Peng et al., 2026). Quanto à governança corporativa, o elevado escore médio de CGS (0,859) indica ampla adesão às recomendações do ICBGC e sinaliza um ambiente em processo de amadurecimento.

Tabela 3. Estatísticas-Resumo das Estruturas de Remuneração, Risco Executivo, Governança, Desempenho e Variáveis de Controle (2018–2024).

Variável	Obs.	Média	Desv.-padrão	Mín.	Máx.
RIST	1.106	0,300	0,183	0	0,880
RILT	1.106	0,153	0,196	0	0,887
Risk	1.106	0,041	1,309	-4,601	4,155
CGS	1.106	0,859	0,132	0,262	1,000
Q de Tobin	1.106	1,49	1,51	0,39	4,45
Retornos Excedentes	1.106	1,012	3,764	-17,902	16,112
Tamanho	1.106	16,308	1,800	9,356	21,627
Alavancagem Financeira	1.106	0,743	5,258	0	15,213
Risco do Setor	1.106	0,284	0,115	0,085	0,612

RIST: Importância Relativa da Remuneração de Curto Prazo; RILT: Importância Relativa da Remuneração de Longo Prazo; Risk: Apetite ao Risco do Executivo (índice baseado em ACP); CGS: Escore de Governança Corporativa; Q de Tobin: proxy do valor da empresa; Retornos Excedentes: retorno excedente geométrico ajustado ao mercado. A amostra compreende 1.106 observações empresa-ano (2018–2024). Todas as variáveis contínuas foram winsorizadas nos percentis de 1% e 99%.

A Tabela 4 apresenta os coeficientes de correlação de Pearson. Notadamente, CGS e RILT apresentam correlação positiva e significativa ($r = 0,25$, $p < 0,01$), o que sustenta a perspectiva de que mecanismos robustos de monitoramento são importantes para a adoção de contratos complexos de remuneração

diferida (Bebchuk & Fried, 2005; Larraza-Kintana et al., 2007). Em contrapartida, a PFP de curto prazo (RIST) apresenta correlação negativa com RILT ($r = -0,39$, $p < 0,01$), indicando um trade-off nas estruturas de incentivo. O Apetite ao Risco do Executivo apresenta forte correlação com o Q de Tobin ($r = 0,31$, $p < 0,01$).

Tabela 4. Matriz de Correlação de Pearson das Principais Variáveis do Estudo (2018–2024).

	RIST	RILT	Risk	CGS	Q de Tobin	Retornos Excedentes	Tamanho	Alavancagem	Risco do Setor
RIST	1								
RILT	-0,39***	1							
Risk	0,09***	0,11***	1						
CGS	0,06*	0,25***	0,11***	1					
Q de Tobin	0,10**	0,131**	0,31***	-0,01	1				
Retornos Excedentes	0,07**	-0,03	-0,02	-0,08**	0,28***	1			
Tamanho	0,16***	0,17***	0,23***	0,43***	0,25***	0,07**	1		
Alavancagem	0,01	0,02	0,04	0,01	-0,01	-0,03	0,05	1	
Risco do Setor	0,04	-0,05	0,15**	-0,08*	-0,02	-0,06*	-0,14***	0,09**	1

A tabela apresenta os coeficientes de correlação de Pearson entre as principais variáveis dependentes e independentes. RIST: Importância Relativa da Remuneração de Curto Prazo; RILT: Importância Relativa da Remuneração de Longo Prazo; Risk: Apetite ao Risco do Executivo; CGS: Escore de Governança Corporativa. Níveis de significância: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$.

Embora a PFP de longo prazo permaneça o instrumento menos prevalente na amostra, sua associação positiva com a qualidade da governança sugere que as empresas com estruturas institucionais mais robustas são precisamente aquelas com maior probabilidade de adotar remuneração diferida, configuração que nossa estrutura identifica como complementar (H2b). Em contrapartida, a ausência de

correlação relevante entre CGS e RIST ($r = 0,06$) é consistente com a lógica de substituição subjacente à H2a, isto é, a governança não aumenta a dependência de incentivos de curto prazo, mas pode substituí-los como mecanismos de alinhamento. Embora esses padrões não estabeleçam causalidade, fornecem suporte descritivo preliminar à lógica configuracional testada nos modelos de regressão.

4.2 Estatísticas Inferenciais e Avaliação das Hipóteses

A Tabela 5 apresenta os resultados da análise de regressão multivariada com dados em painel e efeitos fixos de empresa e de ano utilizada para avaliar os termos de interação das Hipóteses 1, 2 e 3.

Os efeitos principais da PFP sobre o desempenho da empresa diferem entre as estruturas de incentivo de curto e de longo prazo. Para RIST, o coeficiente é positivo e estatisticamente significativo para o Q de Tobin ($\lambda_1 =$

2,268, $p < 0,01$), mas não significativo para os Retornos Excedentes ($\lambda_1 = 0,571$, $p > 0,10$), sugerindo que um maior peso relativo dos bônus de curto prazo está associado a uma maior avaliação da empresa mesmo na ausência de condições moderadoras, embora essa associação não se traduza em retornos superiores ajustados ao risco acima do referencial de mercado. Em contraste, o efeito principal de RILT não é estatisticamente significativo para nenhuma das variáveis dependentes (Q de Tobin, $\lambda_1 = -0,285$, $p > 0,10$; Retornos Excedentes, $\lambda_1 = -1,545$, $p > 0,10$).

Tabela 5. Resultados das Regressões com Efeitos Fixos: Efeitos Moderadores do Apetite ao Risco do Executivo e da Governança Corporativa sobre o Desempenho da Empresa (2018–2024).

Variáveis	RIST		RILT	
	Q de Tobin	Retornos Excedentes	Q de Tobin	Retornos Excedentes
PFP	2,268*** (0,908)	0,571 (0,501)	-0,285 (1,657)	-1,545 (1,377)
Risk	-1,975*** (0,462)	0,203 (0,177)	1,018 (0,649)	1,224** (0,566)
PFP*Risk	5,208*** (1,485)	1,398*** (0,388)	-5,861*** (2,214)	-3,932** (1,609)
CGS	2,402*** (0,487)	0,655** (0,280)	0,667 (0,578)	-0,835 (0,519)
PFP*CGS	-4,138*** (1,105)	-1,255** (0,614)	2,927*** (0,993)	3,759** (1,673)
RISK*CGS	3,260*** (0,597)	1,313*** (0,219)	1,463 (0,776)	1,528** (0,680)
PFP*RISK*CGS	4,275** (1,961)	2,577*** (0,484)	7,813*** (2,646)	5,825*** (1,917)
Tamanho da Empresa	0,353** (0,143)	0,170** (0,073)	0,282 (0,228)	0,182** (0,073)
Alavancagem Financeira	0,018 (0,130)	0,086 (0,071)	-0,134 (0,199)	-0,014 (0,156)
Risco do Setor	-0,000 (0,029)	0,016 (0,017)	0,003 (0,050)	0,030 (0,036)
Constante	1,342*** (0,245)	0,925*** (0,188)	1,285*** (0,210)	0,984*** (0,176)
Efeitos fixos de ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos de empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	1.106	1.106	1.106	1.106
R ²	0,115	0,106	0,121	0,091

As variáveis dependentes são o Q de Tobin e os Retornos Excedentes. PFP refere-se a RIST (curto prazo) ou RILT (longo prazo), conforme a especificação da coluna. Risk: Apetite ao Risco do Executivo; CGS: Escore de Governança Corporativa. Todos os modelos incluem efeitos fixos de empresa e de ano. Os erros-padrão robustos agrupados no nível da empresa são apresentados entre parênteses. O termo de interação PFP*Risk*CGS testa a hipótese tripla do “Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco”. Níveis de significância: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$.

Em vez de contradizer a premissa teórica de que os incentivos diferidos promovem a criação de valor, esse achado reforça o argumento central do estudo. A eficácia das estruturas de incentivo de longo prazo depende fundamentalmente da configuração do apetite ao risco do executivo e da qualidade da governança. Quando esses moderadores estão ausentes da especificação, o efeito estimado de RILT capta uma média entre configurações organizacionais heterogêneas, algumas nas quais os incentivos de longo prazo criam valor e outras nas quais são contraproducentes, o que produz um coeficiente atenuado que converge para zero.

O efeito principal do Apetite ao Risco do Executivo varia conforme as especificações dos modelos. Ele é negativo e significativo para o Q de Tobin no modelo com RIST ($\lambda_2 = -1,975$, $p < 0,01$), mas positivo e significativo para os Retornos Excedentes no modelo com RILT ($\lambda_2 = 1,224$, $p < 0,05$). A associação negativa entre o apetite ao risco e o Q de Tobin sugere que o mercado penaliza a avaliação de longo prazo das empresas cujos executivos adotam uma alocação de capital agressiva, sustentando a ideia de que a tomada de risco sem monitoramento pode reduzir os fluxos de caixa futuros esperados (ver também Armstrong et al., 2019).

Em contrapartida, o coeficiente positivo dos Retornos Excedentes no modelo com RILT indica que, entre as empresas com incentivos de longo prazo, um maior apetite ao risco está associado a um desempenho superior no curto prazo, possivelmente porque executivos propensos ao risco conseguem aproveitar oportunidades de curta duração que geram retornos acima do mercado no horizonte imediato, ainda que esses retornos não se convertam em valor de franquia duradouro. Essa diferença entre medidas de nível e de fluxo reforça o ponto central do estudo: o impacto geral do apetite ao risco do executivo sobre os resultados da empresa varia conforme a medida de desempenho e o contexto organizacional.

Os resultados fornecem suporte empírico ao papel moderador do Apetite ao Risco do Executivo, revelando comportamentos distintos conforme o horizonte temporal do incentivo. Quanto à RIST, o coeficiente de interação é positivo e estatisticamente significativo tanto para o Q de Tobin ($\lambda_3 = 5,208$, $p < 0,01$) quanto para os Retornos Excedentes ($\lambda_3 = 1,398$, $p < 0,01$). Esse achado sustenta H1a, sugerindo que o apetite ao risco do executivo atua como um catalisador cognitivo dos incentivos de curto prazo. Em consonância com o Modelo de Agência Comportamental (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998), executivos com maior propensão ao risco parecem interpretar os bônus de curto prazo como facilitadores de estratégias agressivas de alocação de capital (Gao et al., 2023), o que sugere que, para esses executivos, a utilidade marginal da remuneração variável imediata é ampliada.

Em contrapartida, para RILT, o termo de interação é significativamente negativo tanto para o Q de Tobin ($\lambda_3 = -5,861$, $p < 0,01$) quanto para os Retornos Excedentes ($\lambda_3 = -3,932$, $p < 0,05$). Esse achado sustenta H1b e evidencia um mecanismo de “incongruência de objetivos” (ver também Christensen et al., 2009). Embora os incentivos de longo prazo sejam concebidos para promover a estabilidade e a preservação da riqueza (Ellig, 2022), executivos com elevado apetite ao risco favorecem, por natureza, a volatilidade. O coeficiente negativo indica que, quando um agente com elevado apetite ao risco está sujeito a incentivos de longo prazo, sua inclinação natural à volatilidade pode reduzir o valor percebido da remuneração ou levar a escolhas estratégicas que comprometem o crescimento estável.

A análise da Qualidade da Governança Corporativa também revela a natureza dual do monitoramento, que funciona como substituto dos incentivos de curto prazo e complemento dos incentivos de longo prazo. O termo de interação para RIST é negativo e significativo (Q de Tobin: $\lambda_5 = -4,138$, $p < 0,01$; Retornos Excedentes: $\lambda_5 = -1,255$, $p < 0,05$). Esse achado sustenta H2a e é consistente com a Hipótese de Substituição de Rutherford et al. (2007). Em ambientes com elevada adesão ao ICBGC, o monitoramento rigoroso pelos conselhos de administração e fiscais reduz a dependência de incentivos financeiros de curto prazo e de alta intensidade para impulsionar o desempenho. Além disso, uma governança robusta provavelmente restringe a miopia gerencial frequentemente associada aos bônus de curto prazo (Dechow et al., 2010), reduzindo, assim, a sensibilidade imediata do desempenho de mercado aos pagamentos de bônus em dinheiro.

Em contraste, para RILT, o termo de interação é positivo e significativo (Q de Tobin: $\lambda_5 = 2,927$, $p < 0,01$; Retornos Excedentes: $\lambda_5 = 3,759$, $p < 0,05$), sustentando H2b. Esse achado valida a Hipótese da Credibilidade. No mercado brasileiro, caracterizado pela concentração acionária (Brandão, 2019), a eficácia da remuneração diferida depende da confiança dos executivos de que o contrato será cumprido (Bebchuk & Fried, 2005). O coeficiente positivo sugere que estruturas robustas de governança reduzem o desconto que os executivos aplicam aos pagamentos futuros, tornando as concessões de ações de longo prazo uma ferramenta de alinhamento mais eficaz em empresas bem governadas do que em empresas com estruturas de governança opacas.

A contribuição central deste estudo é evidenciada pelo termo de interação tripla, que é positivo e estatisticamente significativo nas quatro especificações (Q de Tobin/RIST: $\lambda_7 = 4,275$, $p < 0,05$; Q de Tobin/RILT: $\lambda_7 = 7,813$, $p < 0,01$; Retornos Excedentes/RIST: $\lambda_7 = 2,577$, $p < 0,01$; Retornos Excedentes/RILT: $\lambda_7 = 5,825$, $p < 0,01$). Esses resultados

fornece forte suporte a H3 e validam empiricamente o “Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco” proposto. Os coeficientes λ_7 positivos indicam que uma governança robusta mitiga os efeitos adversos de uma elevada tomada de risco, como a volatilidade e a miopia, preservando, ao mesmo tempo, o potencial de criação de valor (Armstrong et al., 2019; Peng et al., 2026).

Especificamente, no modelo com RILT, em que o elevado apetite ao risco, isoladamente, produz um efeito adverso (Q de Tobin: $\lambda_3 = -5,861$; Retornos Excedentes: $\lambda_3 = -3,932$), a introdução de uma governança robusta (Q de Tobin: $\lambda_7 = 7,813$; Retornos Excedentes: $\lambda_7 = 5,825$) altera significativamente a relação. Esse achado implica que as estruturas de governança não suprimem o apetite ao risco do executivo, mas restringem o comportamento oportunista, assegurando que suas características agressivas sejam direcionadas a investimentos transparentes e de alto retorno, em vez de investimentos destruidores de valor (Hart et al., 2015; Shleifer & Vishny, 1997). Assim, propomos que o impacto positivo geral da PFP depende do alinhamento simultâneo entre o Apetite ao Risco do Executivo e a Governança Corporativa.

Nossos achados corroboram e ampliam trabalhos anteriores de forma importante. O efeito moderador positivo do apetite ao risco sobre a PFP de curto prazo é consistente com as previsões de Gao et al. (2023) e com o Modelo de Agência Comportamental mais amplo (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998), segundo o qual agentes com maior propensão ao risco são mais responsivos a recompensas contingentes ao desempenho. Contudo, a interação negativa entre o apetite ao risco e a PFP de longo prazo diverge de estudos que associam a tomada de risco dos executivos a resultados superiores no longo prazo (por exemplo, Coles et al., 2006), sugerindo que a relação entre risco e desempenho é mais condicional do que esses estudos indicam.

Nossos resultados indicam que um elevado apetite ao risco somente cria valor quando acompanhado de mecanismos de governança que disciplinam o horizonte temporal do agente, uma nuance ausente em modelos que tratam o risco como inerentemente desejável ou indesejável. Quanto à governança, o efeito de substituição documentado para a PFP de curto prazo está alinhado ao de Rutherford et al. (2007), mas nossas evidências avançam ao mostrar que essa substituição também depende do perfil de risco do executivo. De modo semelhante, embora a complementaridade entre governança e incentivos de longo prazo seja consistente com Larrazza-Kintana et al. (2007), nossa especificação de interação tripla revela que essa complementaridade se amplifica na presença de executivos propensos ao risco, um achado que esses estudos anteriores não poderiam capturar em razão de seus desenhos de interação dupla.

Para oferecer uma noção da magnitude econômica, interpretamos os coeficientes padronizados da interação tripla. Na especificação RIST-Q de Tobin, o coeficiente $\lambda_7 = 4,275$ indica que um aumento simultâneo de um desvio-padrão na PFP de curto prazo, no apetite ao risco do executivo e na qualidade da governança corporativa está associado a um aumento de aproximadamente 4,28 desvios-padrão no Q de Tobin, mantidos os demais fatores constantes. Esse efeito é substancialmente maior do que o efeito principal da RIST isoladamente ($\lambda_1 = 2,268$), sugerindo que a configuração conjunta da disposição do agente e da supervisão institucional amplia o sinal de incentivo em um fator aproximado de 1,9.

O padrão é ainda mais pronunciado na especificação com RILT, na qual a interação tripla ($\lambda_7 = 7,813$) inverte a direção do efeito principal não significativo ($\lambda_1 = -0,285$), indicando que incentivos de longo prazo, ineficazes em média, tornam-se economicamente relevantes quando o elevado apetite ao risco e a governança robusta estão simultaneamente presentes. Essas magnitudes ressaltam que a relevância prática do desenho da PFP é inseparável do contexto organizacional em que é implementada.

Quanto às variáveis de controle, o Tamanho da Empresa apresenta relação positiva e significativa com o desempenho em três dos modelos. Esse achado se alinha a uma visão baseada em recursos, segundo a qual empresas maiores podem se beneficiar de folga organizacional, de acesso mais amplo aos mercados de capitais e de maior visibilidade institucional, fatores que podem ajudar a converter esforços gerenciais impulsionados por incentivos em valor de mercado mensurável (ver também Krauter, 2013). Em termos práticos, isso sugere que os mecanismos de PFP examinados podem ser mais eficazes em empresas que já dispõem da capacidade estrutural para gerir e implementar a gestão estratégica de riscos. A Alavancagem Financeira não apresenta significância estatística consistente, indicando que, uma vez consideradas as diferenças entre as empresas por meio de efeitos fixos, as escolhas de estrutura de capital não afetam, de forma independente, o desempenho nesta amostra. De modo semelhante, o Risco do Setor não é estatisticamente significativo, sugerindo que a volatilidade no nível setorial não influencia de forma relevante a relação entre as estruturas de incentivo e os resultados da empresa quando os choques macroeconômicos são controlados por efeitos fixos de ano. Em conjunto, esses achados sustentam o argumento principal de que a governança interna e as estruturas de incentivo são determinantes mais imediatos do desempenho do que a estrutura de capital ou as condições setoriais.

Os valores do R^2 within, que variam de 0,091 a 0,121, são modestos em termos absolutos. Contudo, essa magnitude

é consistente com a regularidade empírica observada em pesquisas de finanças corporativas, nas quais modelos de desempenho baseados no mercado com efeitos fixos de empresa e de ano normalmente apresentam baixo poder explicativo devido ao papel substancial de fatores idiossincráticos e estocásticos na determinação das avaliações de mercado (ver também Wooldridge, 2010).

5 Discussão e Conclusões

Este estudo investigou como a interação conjunta entre o apetite ao risco do executivo e a qualidade da governança corporativa molda a relação entre a PFP e o desempenho da empresa. Nossos achados indicam que essa relação não é incondicionalmente positiva nem uniformemente negativa; em vez disso, depende da configuração simultânea da disposição do agente diante do risco e da supervisão institucional da empresa. Especificamente, uma governança robusta canaliza o apetite ao risco do executivo, de modo que os incentivos da PFP se convertam em criação de valor sustentável, dinâmica que denominamos “Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco”.

A literatura anterior examinou isoladamente os efeitos moderadores dos contratos de incentivo (Aguilar & Pimentel, 2017; Araujo & Ribeiro, 2017; DuoRu et al., 2021; Ellig, 2022; Jensen & Murphy, 1990; Morrison et al., 2024), do apetite ao risco do executivo (Armstrong et al., 2019; Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Peng et al., 2026; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998) e dos mecanismos de governança (Brandão, 2019; Correia et al., 2011; González & García-Meca, 2014; Rutherford et al., 2007; Shleifer & Vishny, 1997), deixando sem resposta a questão de como essas forças operam quando atuam simultaneamente sobre a relação incentivo–desempenho. Ao modelar sua influência conjunta e não aditiva, nossos resultados preenchem essa lacuna e reformulam o debate sobre a PFP, deslocando-o da questão de saber se os incentivos funcionam para as configurações de disposição do agente e de supervisão institucional em que eles geram valor.

Nossos resultados mostram que um elevado apetite ao risco do executivo está associado a uma maior sensibilidade do desempenho da empresa à PFP de curto prazo, em consonância com o Modelo de Agência Comportamental, segundo o qual os agentes interpretam os sinais de incentivo por meio de vieses cognitivos (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Pepper & Gore, 2015; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). Esse achado sugere que executivos com maior apetite ao risco podem interpretar os bônus de curto prazo como facilitadores de estratégias agressivas, o que é consistente com uma relação PFP–desempenho mais forte (Gao et al., 2023). Em contraste, um elevado apetite ao risco está associado a uma relação mais fraca com a PFP de longo prazo, porque a volatilidade das estratégias de alto risco entra em conflito com a estabilidade necessária

à criação de valor no longo prazo, em consonância com a incongruência de objetivos (Christensen et al., 2009).

Quanto à governança corporativa, os dados sustentam a hipótese de substituição para os incentivos de curto prazo e a hipótese de complementaridade para os incentivos de longo prazo. O monitoramento baseado na governança parece substituir os incentivos baseados em desempenho (Rutherford et al., 2007), o que é consistente com efeitos atenuados da PFP de curto prazo, possivelmente devido à redução da miopia gerencial e do gerenciamento de resultados (ver também Brandão, 2019; Dechow et al., 2010; González & García-Meca, 2014). Ao mesmo tempo, uma governança eficaz está associada a uma relação mais forte entre a PFP de longo prazo e o desempenho, provavelmente por aumentar a credibilidade dos contratos diferidos, reduzir o desconto aplicado pelos executivos às recompensas futuras e estimular uma perspectiva de prazo mais longo (Bebchuk & Fried, 2005; Larraza-Kintana et al., 2007).

A principal contribuição deste estudo, contudo, reside na análise da interação tripla. O coeficiente significativo da interação conjunta indica que os mecanismos de governança parecem canalizar a tomada de risco, em vez de suprimi-la. Na presença de uma governança robusta, os efeitos negativos associados a um executivo com elevado apetite ao risco parecem atenuados, permitindo que a busca agressiva por retornos seja direcionada a atividades criadoras de valor (Armstrong et al., 2019; Jin, 2024; Peng et al., 2026). Nosso “Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco” oferece, assim, uma perspectiva específica sobre a relação entre PFP e desempenho. Sob a perspectiva de Bedford (2020), a governança corporativa opera como um mecanismo compensatório que parece atenuar os “efeitos instigadores” da tomada de risco excessiva, preservando seu potencial positivo.

Em conjunto, esses resultados implicam uma conclusão teórica mais ampla. A significância consistente da interação tripla nas duas variáveis dependentes e nos dois horizontes da PFP sugere que as evidências divergentes documentadas na literatura sobre PFP (Beuren et al., 2014; Cohen et al., 2023; Rousseau et al., 2023) podem ser parcialmente atribuídas à subespecificação dos modelos, e não à ineficácia inerente dos contratos de incentivo.

Quando as disposições no nível do agente e as restrições no nível institucional são omitidas do modelo, o efeito estimado da PFP sobre o desempenho captura uma média entre configurações heterogêneas, algumas criadoras de valor e outras destruidoras de valor, o que produz coeficientes atenuados ou nulos. Nossa estrutura sugere que a questão empírica relevante não é se determinada estrutura de PFP melhora o desempenho em média,

mas se a configuração organizacional em que ela opera possibilita ou compromete sua função de alinhamento pretendida.

Esses achados têm implicações para o desenho da remuneração executiva. Para profissionais e comitês de remuneração, os resultados sugerem que os contratos de PFP não podem ser considerados mecanismos de “tamanho único” (Ellig, 2022; Olaniyi, 2023; Otley, 2016). Não parece existir um desenho contratual universalmente ótimo, em vez disso, o desenho do contrato requer calibração com base em fatores como o apetite ao risco do executivo e a maturidade da estrutura de governança da empresa. Sistemas de remuneração variável combinados com elevado apetite ao risco do executivo, em um ambiente de governança fraca, podem exacerbar, em vez de mitigar, os custos de agência (Velte, 2024).

Considerando o contexto brasileiro, a governança parece constituir um pré-requisito para que incentivos de alta intensidade funcionem eficazmente sem conduzir à expropriação de riqueza (ver também Bebchuk & Fried, 2005; Brandão, 2019; Correia et al., 2011). Para reguladores e formuladores de políticas públicas, o estudo valida a relevância da estrutura “pratique ou explique” do ICBGC, indicando que a adesão às melhores práticas de governança gera impacto econômico mensurável na eficácia dos incentivos gerenciais.

É importante reconhecer que o “Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco” proposto dificilmente se manterá de forma uniforme em todas as configurações organizacionais. Em empresas com mecanismos de governança ainda em desenvolvimento, nas quais os mecanismos de monitoramento estão presentes, mas não são suficientemente robustos, o efeito de canalização pode ser fraco demais para disciplinar eficazmente uma tomada de risco agressiva. De modo semelhante, em setores altamente regulados, nos quais as estruturas de governança são em grande parte impostas externamente, a contribuição marginal das práticas voluntárias de governança pode atingir um teto de vidro, limitando sua capacidade de complementar os sistemas de incentivo. Essas condições de contorno sugerem que o equilíbrio documentado neste estudo deve ser compreendido como um fenômeno contingente, e não como uma prescrição universal.

Também deve ser considerada uma interpretação alternativa dos nossos resultados. A interação tripla positiva pode indicar uma qualidade gerencial inerente, segundo a qual empresas que apresentam governança robusta, liderança tolerante ao risco e sistemas de incentivo eficazes são, em geral, mais bem administradas em diversas dimensões. Nessa interpretação, aquilo que observamos como mecanismo poderia, na verdade, ser

uma característica gerencial não observada que influencia simultaneamente a adoção da governança, as atitudes diante do risco e o desempenho. Embora não possamos descartar inteiramente essa explicação alternativa, o uso de efeitos fixos de empresa ajuda a enfrentá-la ao controlar por características estáveis das empresas, e o uso da PFP defasada reduz a probabilidade de que o desempenho atual influencie tanto os incentivos quanto a interação observada. Estudos futuros que explorem mudanças externas na governança ou nos incentivos poderão esclarecer melhor qual explicação é mais precisa.

Este estudo está sujeito às limitações inerentes à pesquisa baseada em arquivos. Primeiro, empregamos uma medida multidimensional e baseada em dados contábeis do Apetite ao Risco do Executivo (Jin, 2024; Peng et al., 2026), que atua como proxy de características cognitivas latentes no âmbito da Teoria dos Altos Escalões (Hambrick, 2007; Hambrick & Mason, 1984). Pesquisas futuras podem utilizar levantamentos psicométricos ou desenhos experimentais para validar diretamente esses mecanismos comportamentais. Medidas em nível individual também permitiriam a especificação de modelos multiníveis, possibilitando aos pesquisadores separar as características cognitivas no nível do executivo dos determinantes estruturais da tomada de risco no nível da empresa.

Segundo, embora tenhamos empregado efeitos fixos e especificações defasadas para abordar as inter-relações dinâmicas entre desempenho, governança e remuneração (Coles et al., 2006), pesquisas futuras podem aprimorar a identificação desses mecanismos causais por meio do exame de choques exógenos ou de mudanças regulatórias. Terceiro, ao restringirmos a amostra a empresas com planos de PFP ativos, nossos achados tratam de como a estrutura da remuneração variável afeta o desempenho, e não de se a adoção da própria PFP é relevante. As empresas que optam por implementar remuneração variável podem diferir sistematicamente das que não o fazem, e essa autosseleção limita a generalização de nossos resultados à população mais ampla de empresas listadas. Por fim, o foco no mercado brasileiro, embora ofereça um contexto institucional singular, limita a generalização dos achados a mercados com estruturas de propriedade dispersa. Estudos comparativos entre diferentes regimes de governança seriam valiosos para testar a universalidade do “Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco”.

Por fim, pesquisas futuras devem examinar o “Equilíbrio Prudente de Tomada de Risco” em uma estrutura mais ampla dos sistemas de controle gerencial. Poderiam investigar se mecanismos psicológicos e informacionais, como o compartilhamento de informações e o empoderamento psicológico (Santos et al., 2022; Friedrich

et al., 2023), mediam a interação entre o apetite ao risco do executivo e as restrições da governança. À luz dos achados de Mucci et al. (2023) sobre trade-offs orçamentários, também poderiam avaliar como a tensão entre as funções de previsão e de avaliação de desempenho afeta a eficácia das estruturas de incentivo e dos comportamentos de tomada de risco documentados neste estudo.

Referências

- 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. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- Araújo, F. B., & Dos Anjos, L. C. M. (2025). Viés cognitivo e motivacional na tomada de decisão orçamentária: Evidências experimentais no setor público. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. <https://doi.org/10.14392/asaa.2024170311>
- Araujo, J. A. O., & Ribeiro, M. S. (2017). Trinta anos de pesquisa em remuneração executiva e retorno para o acionista. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 11. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i0.1622>
- Armstrong, C. S., Glaeser, S., Huang, S., & Taylor, D. J. (2019). The economics of managerial taxes and corporate risk-taking. *The Accounting Review*, 94(1), 1–24. <https://doi.org/10.2308/accr-52193>
- Azevedo, F. G. P., & Soares, R. O. (2025). The effect of CEO characteristics on executive compensation. *Revista Contabilidade & Finanças*, 36(99), e2189. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20252189.en>
- Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: Practice vs. Theory. *The Journal of Finance*, 43(3), 593–616. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04593.x>
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2005). Pay without performance: Overview of the issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4), 8–23. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2005.00056.x>
- Bedford, D. S. (2020). Conceptual and empirical issues in understanding management control combinations. *Accounting, Organizations and Society*, 86, 101187. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2020.101187>
- Beuren, I. M., da Silva, M. Z., & Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. *Revista De Administração FACES Journal*, 13(2), 8–25.
- Brandão, I. de F. (2019). Controle acionário e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa: Uma análise da empresa brasileira. <http://repositorio.ufc.br/handle/riufc/46008>
- Campoi, D. G. S., & Telles, S. V. (2025). Os efeitos da adoção da IFRS-16 no value relevance do EBITDA: Um estudo sobre empresas latino-americanas de capital aberto. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. <https://doi.org/10.14392/asaa.2025180111>
- Chatterjee, A., & Hambrick, D. C. (2007). It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative Science Quarterly*, 52(3), 351–386. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.3.351>
- Christensen, E., Wuebker, R., & Wustenhagen, R. (2009). Of acting principals and principal agents: Goal incongruence in the venture capitalist-entrepreneur relationship. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 7(3), 367. <https://doi.org/10.1504/IJESB.2009.023025>
- Cohen, S., Kadach, I., Ormazabal, G., & Reichelstein, S. (2023). Executive compensation tied to ESG performance: International evidence. *Journal of Accounting Research*, 61(3), 805–853. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12481>
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431–468. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.09.004>
- Core, J., & Guay, W. (1999). The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 151–184. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00019-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00019-1)
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45–63. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100004>
- Dai, H., Robinson, D., & Shen, Y. (2025). CEO-employee pay disparity, risk-taking incentives, and financial reporting choices. *Journal of Financial Stability*, 81, 101476. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2025.101476>
- Damodaran, A. (2012). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. John Wiley & Sons.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding

earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>

Donaldson, L. (2006). The contingency theory of organizational design: Challenges and opportunities. Em R. M. Burton, D. D. Håkansson, B. Eriksen, & C. C. Snow (Org.), *Organization design* (V. 6, p. 19–40). Springer US. https://doi.org/10.1007/0-387-34173-0_2

DuoRu, D., Guo, M. C., & Wang, Z. M. (2021). Executive compensation level, executive characteristics and quality of internal control. *E3S Web of Conferences*, 292, 3019. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202129203019>

Ellig, B. R. (2022). *The complete guide to executive compensation* (4 edition, fully revised and expanded). McGraw Hill Education.

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2024). *Manual de análise de dados: Estatística e modelagem multivariada com excel®, SPSS® e stata®*. Elsevier Brasil.

Ferris, S. P., Javakhadze, D., & Rajkovic, T. (2017). CEO social capital, risk-taking and corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 47, 46–71. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.003>

Firmino, A. L., & Peixoto, F. M. (2023). Relação entre a diversidade de gênero nos conselhos de empresas brasileiras com a adesão ao índice carbono eficiente. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. <https://doi.org/10.14392/asaa.2023160203>

Francisco, A., & Caio Galdi, F. (2022). A relação entre lucro bruto, lucro operacional e lucro líquido e os retornos futuros no Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. <https://doi.org/10.14392/asaa.2022150106>

Friedrich, M. P., Zonatto, V. C. D. S., Lavarda, C. E. F., & Lunardi, M. A. (2023). Efeitos do empoderamento psicológico no comprometimento organizacional, ambiguidade de papéis e desempenho gerencial em ambiente de baixa participação orçamentária. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. <https://doi.org/10.14392/asaa.2023160210>

Gao, L., Sheikh, S., & Zhou, H. (2023). Executive compensation linked to corporate social responsibility and firm risk. *International Journal of Managerial Finance*, 19(2), 269–290. <https://doi.org/10.1108/ijmf-10-2021-0511>

Geiler, P., & Renneboog, L. (2016). Executive remuneration and the payout decision. *Corporate Governance: An International Review*, 24(1), 42–63. <https://doi.org/10.1111/corg.12127>

Gois, A. D., Lima, G. A. S. F. D., De Luca, M. M. M., & Gotti, G. (2024). Personalidade dark tetrad e gerenciamento de resultados: O efeito moderador da reputação corporativa. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. <https://doi.org/10.14392/asaa.2024170209>

Gomez-Mejia, L., & Wiseman, R. M. (1997). Reframing executive compensation: An assessment and outlook. *Journal of Management*, 23(3), 291–374. <https://doi.org/10.1177/014920639702300304>

González, J. S., & García-Meca, E. (2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419–440. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1700-8>

Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32(2), 334–343. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.24345254>

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–208. <https://doi.org/10.2307/258434>

Hart, T. A., David, P., Shao, F., Fox, C. J., & Westermann-Behaylo, M. (2015). An examination of the impact of executive compensation disparity on corporate social performance. *Strategic Organization*, 13(3), 200–223. <https://doi.org/10.1177/1476127015585103>

Iglesias, T. M. G., Guimarães, T. M., & Rogers, P. (2024). Mulheres no conselho de administração e os impactos na remuneração dos executivos e performance de grandes empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. <https://doi.org/10.14392/asaa.2024170108>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)

Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264. JSTOR. <https://doi.org/10.1086/261677>

Jin, Y. (2024). Management risk appetite, internal control and corporate financialization. *Finance Research Letters*, 63, 105393. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105393>

Krauter, E. (2013). Remuneração de executivos e desempenho financeiro: Um estudo com empresas brasileiras. *Revista De Educação E Pesquisa Em*

- Contabilidade (REPeC), 7(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v7i3.988>
- Larrazza-Kintana, M., Wiseman, R. M., Gomez-Mejia, L. R., & Welbourne, T. M. (2007). Disentangling compensation and employment risks using the behavioral agency model. *Strategic Management Journal*, 28(10), 1001–1019. <https://doi.org/10.1002/smj.624>
- Leal, P. H., & Anjos, L. C. M. D. (2023). Do corporate governance and managerial power induce abnormal CEO compensation contracts? An analysis of the Brazilian market. *Contaduría Y Administración*, 69(4). <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2024.4973>
- Manso, G. (2011). Motivating innovation. *The Journal of Finance*, 66(5), 1823–1860. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01688.x>
- Marquezan, L. H. F., Velho, M. L. P., Souza, F. S. D., & Degenhart, L. (2023). Influência do conselho de administração e concentração acionária no desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho. *Contabilidade Gestão E Governança*, 26(2), 181–212. <https://doi.org/10.51341/cgg.v26i2.3063>
- Marquezan, L. H. F., Velho, M. L. P., & Zonatto, V. C. D. S. (2024). Influência do conselho de administração no desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional. *Revista Universo Contábil*, 19(1). <https://doi.org/10.4270/ruc.2023108>
- Morrison, E. A., Adu, D. A., & Guo, Y. (2024). Executive compensation, sustainable business practices and firm performance: A systematic literature review and future research agenda. *Journal of Accounting Literature*. <https://doi.org/10.1108/jal-03-2023-0040>
- Mucci, D. M., Beck, F., & Frezatti, F. (2023). Funções de avaliação de desempenho e forecasting e o valor percebido com o orçamento. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 16(3). <https://doi.org/10.14392/asaa.2023160302>
- Nascimento, M. R. D., Gonçalves, R. D. S., & Sousa, R. A. M. D. (2022). Valores éticos na organização e a qualidade da informação contábil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. <https://doi.org/10.14392/asaa.2022150107>
- Olaniyi, C. O. (2023). Do the same executive compensation strategies and policies fit all the firms in the banking industry? New empirical insights from the CEO pay–firm performance causal nexus. *Managerial and Decision Economics*, 44(7), 4136–4160. <https://doi.org/10.1002/mde.3934>
- Otley, D. (2016). The contingency theory of management accounting and control: 1980–2014. *Management Accounting Research*, 31, 45–62. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2016.02.001>
- Peng, S., Li, Z., Wei, X., & Liu, J. (2026). Executive risk preferences, supply chain finance depth, and corporate credit availability: An empirical analysis based on the mediating effect. *Finance Research Letters*, 90, 109213. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.109213>
- Pepper, A., & Gore, J. (2015). Behavioral agency theory: New foundations for theorizing about executive compensation. *Journal of Management*, 41(4), 1045–1068. <https://doi.org/10.1177/0149206312461054>
- Pimenta, M. M. (2025). Do changes in accounting discretion affect earnings management? *International evidence. Advances in Scientific and Applied Accounting*. <https://doi.org/10.14392/asaa.2024170302>
- Rouen, E. (2020). Rethinking measurement of pay disparity and its relation to firm performance. *The Accounting Review*, 95(1), 343–378. <https://doi.org/10.2308/accr-52440>
- Rousseau, D., Kim, B. J., Splenda, R., Young, S., Lee, J., & Beck, D. (2023). Does chief executive compensation predict financial performance or inaccurate financial reporting in listed companies: A systematic review. *Campbell Systematic Reviews*, 19(4), e1370. <https://doi.org/10.1002/cl2.1370>
- Rutherford, M. A., Buchholtz, A. K., & Brown, J. A. (2007). Examining the relationships between monitoring and incentives in corporate governance*. *Journal of Management Studies*, 44(3), 414–430. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00683.x>
- Santos, E. A. D., Lopes, I. F., Silva, S. L. H., Monteiro, J. J., & Lunkes, R. J. (2022). Sistemas de controle gerencial e eficácia de equipe: Os efeitos intervenientes do compartilhamento de informações e identificação organizacional. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. <https://doi.org/10.14392/asaa.2022150101>
- Sheth, A. (2014). The carrot: Executive compensation, risk-taking and innovation. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2632958>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, F. F. D., & De Moura, A. A. F. (2022). Mulheres executivas evitam problemas financeiros? *Advances in Scientific and*

Applied Accounting. <https://doi.org/10.14392/asaa.2022150301>

Velte, P. (2024). Archival research on sustainability-related executive compensation. A literature review of the status quo and future improvements. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(4), 3119–3147. <https://doi.org/10.1002/csr.2741>

Wiseman, R. M., & Gomez-Mejia, L. R. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. *Academy of Management Review*, 23(1), 133. <https://doi.org/10.2307/259103>

Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2o ed.). MIT Press.

Agradecimentos

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.