



UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

DOUTORADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

PAULO HENRIQUE LEAL

**A INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA
REMUNERAÇÃO ANORMAL DE EXECUTIVOS**

RECIFE – PE

2022

PAULO HENRIQUE LEAL

**A INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA
REMUNERAÇÃO ANORMAL DE EXECUTIVOS**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação
em Ciências Contábeis da Universidade Federal
de Pernambuco como requisito parcial para
obtenção do título de Doutor em Ciências
Contábeis. Área de concentração: Informação
contábil

Orientador: Prof. Dr. Luiz Carlos Marques dos Anjos

RECIFE – PE

2022

Catálogo na Fonte
Bibliotecária Ângela de Fátima Correia Simões, CRB4-773

L435i

Leal, Paulo Henrique

A influência da estrutura da governança corporativa na remuneração
anormal de executivos / Paulo Henrique Leal. – 2022.

98 folhas: il. 30 cm.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Carlos Marques dos Anjos.

Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de
Pernambuco, CCSA, 2022.

Inclui referências e apêndices.

1. Salários. 2. Executivos. 3. Governança corporativa. I. Anjos, Luiz Carlos
Marques dos (Orientador). II. Título.

657 CDD (22. ed.)

UFPE (CSA 2022 – 014)

PAULO HENRIQUE LEAL

A INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA
REMUNERAÇÃO ANORMAL DE EXECUTIVOS

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco, Centro Acadêmico CCSA, como requisito para a obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis. Área de concentração: Informação Contábil.

Aprovado em: 22/02/2022.

BANCA EXAMINADORA

Participação via videoconferência

Prof.º Dr. Luiz Carlos Marques dos Anjos (Orientador)
Universidade Federal de Pernambuco

Participação via videoconferência

Prof.º Dr. Marcelo Álvaro da Silva (Examinador Externo)
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Participação via videoconferência

Prof. Dr. Marcos Roberto Gois de Oliveira Macedo (Examinador Interno)
Universidade Federal de Pernambuco

Participação via videoconferência

Prof. Dr. Paulo Aguiar do Monte (Examinador Externo)
Universidade Federal da Paraíba

Participação via videoconferência

Prof. Dr. Raimundo Nonato Rodrigues (Examinador Interno)
Universidade Federal de Pernambuco

*Dedico esta tese a Deus que representa todo o
amor que existe. Ele me permitiu chegar até
aqui após todos os momentos difíceis.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente à Deus, por ter me concedido a vida e a chance de continuar vivendo após todos os problemas enfrentados na minha vida pessoal. Tudo que Ele permitiu em minha vida me fez mais forte. Sem Ele, nada faria sentido.

Agradeço de forma especial ao meu orientador, professor Dr. Luiz Carlos Marques dos Anjos por todo o apoio, orientações e, principalmente, pelos ensinamentos que me levaram a permanecer no curso mesmo diante de todas as adversidades. Não tenho dúvidas que foi muito mais do que apenas orientação para a tese. Foi exemplo para a vida. Sou grato por toda preocupação que teve durante todo o percurso.

Agradeço à Universidade Federal de Pernambuco – UFPE, especialmente ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da universidade, contemplando todo o corpo docente do programa e a secretária Tatiana.

Agradeço à CAPES pela oportunidade de ter apoio por meio da bolsa que foi fundamental para o desenvolvimento da pesquisa.

Agradeço aos membros da banca examinadora, Dr. Marcelo Álvaro da Silva, Dr. Marcos Roberto Gois de Oliveira Macedo, Dr. Paulo Aguiar do Monte e Dr. Raimundo Nonato Rodrigues que, desde a qualificação, trouxeram valiosas contribuições para melhoria da pesquisa.

Agradeço a todos os meus colegas de turma, Gustavo, Leandro, Marcelo, Sheila e Vanessa pelo incentivo durante todo o curso.

Agradeço à Universidade Federal do Cariri – UFCA, que me acolheu da melhor forma possível. Sou grato a todos os meus colegas de trabalho do curso de Ciências Contábeis.

Agradeço a dona Terezinha e seu Chico, meus pais, que estiveram preocupados com todo o meu processo de formação e nunca mediram esforços para me proporcionar o melhor possível.

Sou grato a Ana Thayline e a toda minha família que esteve ao meu lado no momento mais difícil da minha vida. Agradeço a paciência e pelas orações.

Sou grato pela chegada da minha filha princesa Alice Rosendo Leal que, apesar de não entender, mas me deu forças que nem eu sabia ter. Você transformou minha vida.

Por fim, agradeço a todos que fizeram parte de forma direta ou indiretamente do meu doutorado. Obrigado!

RESUMO

O objetivo da presente tese é investigar o efeito da governança corporativa como mecanismo determinante de contratos de remuneração anormal de diretores executivos e CEO. Para isso, foi realizada uma pesquisa quantitativa com empresas listadas na B3, usando dados de demonstrações financeiras, bem como dos Formulários de Referência no período 2011-2020. Utilizou-se, inicialmente, modelos de regressão que mensuram a remuneração anormal como oriunda da parte não explicada pelas características representativas de habilidade, esforço e desempenho dos executivos. Os resultados encontrados demonstraram que a remuneração anormal é crescente ao longo dos dez anos da pesquisa, sendo que os executivos são mais excessivamente remunerados do que insuficientemente remunerados. A análise utilizou modelos de dados em painel e pooled para testar a hipótese do estudo. Com isso, foi evidenciado que conselhos mais numerosos tendem a apresentar maior remuneração anormal geral e *overpayment* tanto para diretores executivos, quanto para o CEO. Também foi percebido que a diversidade de gênero nos conselhos induz a contratos de remuneração do CEO mais eficazes, tendo em vista a associação negativa. Empresas que têm a presença de um comitê de auditoria demonstram maior remuneração anormal geral e *overpayment* para diretores executivos e CEOs, indicando que a presença de comitês não é considerada como mecanismo de governança eficaz para se ajustar contratos de remuneração. Quanto às variáveis de controle, percebeu-se que a participação no ISE não é capaz de ajustar o contrato de remuneração, mas a redução do prazo de mandato do CEO pode ser uma alternativa para reduzir contratos de remuneração anormal, visto que se reduz o poder do CEO com a redução de seu mandato. Enquanto isso, a relação do CEO com o controlador indicou associação negativa com a remuneração anormal geral e o *overpayment* de diretores executivos e CEOs, demonstrando a visão de *turnover* em que o CEO pode temer sua rotatividade ao não atender aos interesses do investidor, tendendo a não influenciar os conselhos nos contratos de remuneração. Em vista disso, conclui-se que a governança corporativa, por meio do tamanho do conselho, diversidade de gênero e independência do conselho reduz contratos de remuneração anormal geral e *overpayment*. Entretanto, a governança não é capaz de influenciar o *underpayment*, indicando que os executivos exercem seu poder gerencial para aumentar seus pacotes de remuneração.

Palavras-chave: Remuneração anormal; *overpayment*; *underpayment*; Executivos; Governança corporativa.

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to investigate the effect of corporate governance as a determining mechanism of contracts for abnormal remuneration of executive directors and CEO. For this, a quantitative survey was carried out with companies listed on B3, using data from financial statements, as well as from the Reference Forms on period 2011-2020. Initially, it used a regression model that measures the abnormal remuneration as coming from the part not explained by the representative characteristics of skill, effort and performance of the executives. The results found showed that abnormal remuneration is increasing over the ten years of the research, and executives are more excessively remunerated than insufficiently remunerated. The analysis used panel and pooled data models to test the study hypothesis. Thus, it was evidenced that more numerous boards tend to have higher overall abnormal compensation and overpayment for both executive directors and CEO. It was also perceived that the gender diversity on boards leads to more effective contracts, considering the negative association. Companies that have an audit committee present higher overall abnormal compensation and overpayment to executive directors and CEOs, indicating that the presence of committees is not considered an effective governance mechanism to adjust compensation contracts. As for the control variables, it was noticed that participation in the ISE is not capable of adjusting the compensation contract, but the reduction of the CEO's term of office can be an alternative to reduce abnormal compensation contracts, since it reduces the power of the CEO with the reduction of his term. Meanwhile, the relationship between the CEO and the controller indicated a negative association with the overall abnormal compensation and overpayment of executive directors and CEOs, demonstrating the turnover view in which the CEO may fear his turnover by not meeting the interests of the investor, tending not to influence the boards in the remuneration contracts. Therefore, it is concluded that corporate governance, through the size of the board, gender diversity and board independence reduce the overall abnormal compensation and overpayment contracts. However, governance is not able to influence underpayment, indicating that executives exercise their managerial power to increase their compensation packages.

Keywords: Abnormal remuneration; overpayment; underpayment; executives; corporate governance.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução da Remuneração Esperada, Real e Anormal de Diretores Executivos. .	60
Gráfico 2 - Evolução da Remuneração Esperada, Real e Anormal do CEO.....	60
Gráfico 3 - Comparativo da Remuneração Anormal Positiva e Negativa dos Diretores Executivos.	61
Gráfico 4 - Comparativo da Remuneração Anormal Positiva e Negativa do CEO.....	62
Gráfico 5 - Remuneração Anormal (positiva e negativa) dos Diretores Executivos e Remuneração Anormal (positiva e negativa) do CEO.	64

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estrutura para definição da Remuneração Anormal	28
Figura 2 - Estrutura do estudo	41
Figura 3 - Sequência metodológica da tese	45

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Definição das variáveis do modelo de regressão da remuneração esperada para remuneração do CEO.....	48
Quadro 2 - Variáveis de Remuneração Anormal.....	50
Quadro 3 - Descrição das populações do estudo.	52
Quadro 4 - Variáveis dos modelos para análise da Remuneração Anormal.	55

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva da Remuneração Real dos Diretores Executivos e CEO.....	56
Tabela 2 - Estatística descritiva/percentuais da Remuneração Anormal Positiva e Negativa dos Diretores Executivos e CEO.....	58
Tabela 3 - Modelos para Remuneração Anormal Geral dos Diretores Executivos e Remuneração Anormal Geral do CEO.	65
Tabela 4 - Modelos para <i>Overpayment</i> e <i>Underpayment</i> da Remuneração Anormal dos Diretores Executivos e CEO.....	70

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Cons.	Conselho
COSIF	Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional
EBITDA	Lucros Antes dos Impostos, Taxas, Depreciação e Amortização
Ext.	Externos
FR	Formulários de Referência
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IN	Instrução Normativa
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
LN	Logaritmo Natural
<i>mi</i>	Milhões de Reais
Obs	Observações
PDF	<i>Portable Document Format</i>
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
ROA	Retorno sobre os Ativos
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
ROS	Retorno sobre Vendas
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
S&P 500	<i>Standard & Poor's 500</i>
Sig.	Significância
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 Contextualização	14
1.2 Objetivos da pesquisa	16
1.2.1 Objetivo geral.....	16
1.2.2 Objetivos específicos.....	17
1.3 Declaração de tese	17
1.4 Justificativa e originalidade	17
2 REFERENCIAL TEÓRICO	20
2.1 Base para definição da remuneração justificada e remuneração anormal	20
2.1.1 Habilidade como determinante da remuneração de executivos	23
2.1.2 Esforço como determinante da remuneração de executivos	25
2.1.3 Desempenho como determinante da remuneração de executivos	26
2.2 Abordagem do poder gerencial	28
2.3 Desenvolvimento da hipótese	33
2.3.1 Características do conselho de administração	34
2.3.2 Comitês de assessoramento ao conselho	37
2.3.3 Dualidade do CEO.....	38
2.3.4 Hipótese do estudo.....	40
2.4 Outros fatores relacionados	41
3. METODOLOGIA.....	45
3.1 Método para determinação da remuneração anormal.....	45
3.2 Descrição da população, coleta e tratamento dos dados	50
3.3 Método para análise da remuneração anormal	52
4.1 Análise descritiva	56
4.2 Análise dos resultados da remuneração anormal	64
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	79
REFERÊNCIAS	83
APÊNDICE A – Modelos de regressão para determinar a remuneração anormal	93

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Os conflitos de interesses entre gestores e proprietários têm recebido bastante atenção desde Berle e Means (1932). Partindo da premissa de que os interesses dos indivíduos são conflitantes, os gerentes agem de forma a obterem maior benefício próprio ao invés de buscarem maximizar os objetivos dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976). Como mecanismo para alinhamento de interesses entre gerentes e proprietários, Coughlan e Schmidt (1985) apresentam a utilização de planos de remuneração de executivos como úteis para que os interesses dos acionistas sejam priorizados.

Na intenção de alinhamento de objetivos entre agente e principal, Bebchuk e Fried (2003) demonstram que a empresa organiza esquemas para pagamentos de bônus aos executivos como forma de incentivos para que eles busquem a maximização dos resultados para o acionista, reduzindo o problema de agência (Leonard, 1999; Mehran, 1995).

Por outro lado, Shleifer e Vishny (1997) argumentam que, apesar dos gerentes se preocuparem com o desempenho da empresa e se motivarem através dos bônus recebidos a título de incentivos, é ilusório acreditar que os tais incentivos resolvem completamente o problema de agência. Para Healy (1985), os contratos de remuneração adotados no alinhamento de objetivos entre agente e principal são úteis por motivarem os gestores, mas quando são mal monitorados podem gerar um novo conflito de interesses porque o gestor tende a manipular resultados artificialmente e os níveis de remuneração podem não motivar adequadamente em direção ao atingimento de metas de desempenho, além do risco de expropriação através de contratos que maximizem os interesses do gestor ao invés dos acionistas.

É sabido que os contratos de remuneração são mecanismos para beneficiar a empresa no alinhamento de interesses (Coughlan & Schmidt, 1985), entretanto, quando os gestores abusam do poder gerencial e utilizam-se de seus privilégios dentro das organizações, acabam agindo de forma oportunista, reduzindo a eficácia dos contratos de remuneração para alinhar interesses por exemplo, porque executivos podem receber grandes volumes de remunerações sem que, necessariamente, esteja atrelada a algum desempenho (Bebchuk & Fried, 2006; Ntim *et al.*, 2019; Raithatha & Komera, 2016), porque há empresas com remuneração excessiva (Brick, 2006; Core *et al.*, 2008), assim como também pode haver situações em que existam empresas com remuneração insuficiente para motivar o gestor adequadamente (Aguinis *et al.*, 2018; Hitt & Haynes, 2018).

Bebchuk e Fried (2003) consideram que os incentivos gerenciais, quando não monitorados adequadamente, carregam custos elevados impostos aos acionistas devido à influência dos gestores na definição de seus próprios salários. Nesse sentido, devido ao poder excessivo dos gerentes, a remuneração executiva, que é considerada um dos principais mecanismos de alinhamento de interesses, pode, em algumas ocasiões, não ser capaz de alinhar interesses de forma eficaz.

Assim, os contratos de remuneração, caso não sejam monitorados efetivamente por um sistema de governança eficaz, podem acarretar pagamentos em excesso ou insuficientes. Diante disso, quando a remuneração executiva é paga em excesso ou de forma insuficiente, evidencia a redução de sua eficácia.

Os argumentos elencados levam a considerar que a remuneração de executivos pode não ser completamente eficiente por dois principais motivos (Bebchuk *et al.*, 2002; Bebchuk & Fried, 2003; Healy, 1985; Shleifer & Vishny, 1997): Primeiro, porque os gestores exercem seu poder, influenciando a definição de seus próprios salários, teoria central desse estudo, seguindo a ineficácia dos contratos de pagamentos por performance defendida em Bebchuk e Fried (2006) e Jensen e Murphy (1990a); Segundo, porque existe a remuneração insuficiente, que não é capaz de motivar o gestor adequadamente para atuação no interesse do principal (Aguinis *et al.*, 2018). Em ambos os casos, existe a extração de pagamentos acima ou abaixo daquilo que pode ser considerado como remuneração justificada, passando a caracterizar a ineficácia do contrato de remuneração por não ser capaz de motivar o gestor adequadamente.

Apesar da literatura existente sobre remuneração executiva, da confirmação da hipótese de poder gerencial com executivos remunerados acima dos limites aceitáveis (Bebchuk *et al.*, 2002), e da remuneração insuficiente (Aguinis *et al.*, 2018), ainda não é claramente resolvido se a remuneração dos executivos tem sido diferente do que é economicamente justificável por sua habilidade, esforço exigido e pelo prêmio de risco baseado no desempenho (Hill *et al.*, 2016), bem como se a estrutura de governança (Elmagrhi *et al.*, 2018; Ntim *et al.*, 2019; Van Essen *et al.*, 2012) atenua a parte não justificável da remuneração, porque os estudos não tratam especificamente dos aspectos associados com a parcela anormal da remuneração, que pode ser positiva (*overpayment*) ou negativa (*underpayment*) (He & Fang, 2016), produto da diferença entre a remuneração real e a remuneração considerada ótima pelos fatores justificáveis. Com efeito, poucos executivos são remunerados adequadamente, sendo pagos, geralmente, de forma excessiva ou de forma insuficiente (Aguinis *et al.*, 2018).

Consistente com o argumento de que os gerentes recebem remuneração desproporcional à sua contribuição, Pandher e Currie (2013) defendem que existe uma complexidade de fatores relacionados aos pagamentos injustificados, não sendo produto apenas do desempenho e do poder gerencial. A remuneração é composta pela parte justa, como produto da habilidade do executivo, custo do esforço do executivo e desempenho, além da parte injustificável (Core & Gay, 2010). Com essa perspectiva, Core e Guay (2010) apresentam a remuneração anormal como o recebimento de incentivos superiores ou inferiores aos níveis compreensíveis e justificáveis pelos fatores relacionados a habilidade, esforço exigido e desempenho atingido.

Na intenção de determinação da remuneração anormal, primeiramente é identificada a remuneração economicamente justificada pelos fatores econômicos no contexto institucional do Brasil. Após isso, adota-se uma estrutura econômica com quatro elementos que demonstram a composição dos incentivos gerenciais: i) remuneração pela habilidade ou capacidade do executivo (mínimo necessário para atrair e reter o executivo na empresa); ii) remuneração pelo nível de esforço exigido do executivo (de acordo com a complexidade do negócio ou outros fatores que demandem maior exigência no trabalho do executivo; iii) pagamento pelo desempenho; e iv) pagamento superior ou inferior ao justificável pelos fatores anteriores (qualquer parcela que não seja explicada pelos outros três componentes, decorrentes de problemas de governança). Nessa perspectiva, a remuneração anormal (injusta) é considerada como a parte não explicada pelos fatores justos (habilidade do executivo, esforço exigido do executivo e desempenho), podendo ser *overpayment* ou *underpayment* (Core & Guay, 2010).

Diante disso, o estudo se propõe a buscar resposta ao seguinte questionamento: **Qual o efeito da governança corporativa em contratos de remuneração anormal de diretores executivos e CEO?**

1.2 Objetivos da pesquisa

Para responder ao questionamento, definiu-se o objetivo geral e os objetivos específicos:

1.2.1 Objetivo geral

Investigar o efeito da governança corporativa como mecanismo determinante de contratos de remuneração anormal de diretores executivos e CEO.

1.2.2 Objetivos específicos

- i. Identificar a remuneração anormal recebida pelos executivos através da diferença entre a remuneração esperada (parte justa) e os recebimentos reais de remuneração, considerando diretores executivos e CEO.
- ii. Analisar a influência das práticas de governança corporativa com a remuneração anormal de diretores e do CEO.

1.3 Declaração de tese

A deficiência no monitoramento de gestores pode levar a organização para caminhos da definição de contratos de incentivos não ideais devido ao aumento de poder gerencial (Ntim *et al.*, 2019). Como uma estrutura de governança adequada é útil para alinhar interesses entre gestores e proprietários tanto no contexto internacional (Al Farooque *et al.*, 2019; Core *et al.*, 1999; Elmagrhi *et al.*, 2018; Lo & Wo, 2016) como no contexto nacional (IBGC, 2009; Lacruz, 2020; Martins & Júnior, 2020), há uma tendência para que boas práticas de governança sejam influentes na determinação de pacotes de remuneração mais eficazes, ao mesmo tempo em que falhas nos mecanismos de governança podem gerar ineficácia nos pacotes de remuneração. Nesse sentido, a pesquisa será desenvolvida a partir da seguinte tese:

“A estrutura da governança corporativa é capaz de reduzir ineficácia de contratos de remuneração de executivos”

1.4 Justificativa e originalidade

A literatura em torno do assunto tem buscado demonstrar alternativas para redução de abusos de poder gerencial que geram pacotes de compensações excessivas (Bebchuk *et al.*, 2002) ou insuficientes (Aguinis *et al.*, 2018; Hitt & Haynes, 2018), como pode ser visto, com a inclusão de mais investidores institucionais (Choi *et al.*, 2019; Pucheta-Martínez & Chiva-Ortells, 2019) e mecanismos de governança corporativa (Tasawar & Nazir, 2019).

Especificamente em relação à remuneração anormal, considerada como a parte excessiva/insuficiente, já é sabido sobre o papel da imprensa no monitoramento de pagamentos aos executivos (Core *et al.*, 2008), que remuneração anormal é associada com pior desempenho futuro da empresa (Carter *et al.*, 2016) e com maior poder gerencial (Hill *et al.*, 2016), mas ainda é preciso identificar como a governança corporativa pode mitigar a parte não justificável dos salários executivos. Pacotes de remuneração excessiva podem ser aceitáveis quando há justificativa para isso, entretanto, ainda é preciso identificar fatores que reduzem a expropriação de riqueza dos acionistas quando valores de remuneração são considerados injustificáveis. Por

outro lado, pacotes de remuneração insuficientes, não são capazes de motivar os gestores a agirem no interesse do principal.

Evidências empíricas consideraram a relação entre governança corporativa e remuneração de executivos (Al-Najjar, 2017; Elmagrhi *et al.*, 2018; Hong *et al.*, 2015; Ntim *et al.*, 2019; Sheikh, Shah & Akbar, 2018). Entretanto, ainda não está claro se os pagamentos não justificados (Arnold & Grasser, 2018) pela habilidade, esforço e desempenho do executivo (Core & Guay, 2010) estariam ligados ao excesso de poder gerencial (Bebchuk *et al.*, 2002), por falhas nas estruturas de governança corporativa (Core *et al.*, 1999; Elmagrhi *et al.*, 2018). Assim, com o uso da remuneração anormal, é possível identificar a parte superior e inferior à remuneração justa, que gera, respectivamente, expropriação de riqueza e motivação insuficiente para gestores agirem no interesse do principal.

No Brasil, recentemente, os estudos que tratam da remuneração, têm apontado diversos resultados relevantes, evidenciando associações entre a remuneração e o desempenho (Aguilar & Pimentel, 2017; Beuren *et al.*, 2020; Lopes *et al.*, 2017), avaliação relativa de desempenho (Anjos *et al.*, 2019), composição do conselho de administração (Brandão *et al.*, 2019), empresas familiares (Santos & Silva, 2018), gerenciamento de resultados (Dal Magro *et al.*, 2019), estrutura de propriedade (Theiss & Beuren, 2017) e governança corporativa (Benini *et al.*, 2017).

Sendo assim, a presente tese se mostra como pioneira a tratar sobre a determinação de contratos de remuneração anormal, investigando a eficácia ou ineficácia dos pacotes de remuneração dos executivos, através da parte injustificável da remuneração. De fato, para se ajustar um contrato a fim de otimizá-lo, primeiramente teria que se identificar o limite entre os pagamentos justificados para obtenção dos pagamentos excessivos ou insuficientes. Nesse sentido, segue a contribuição inicial do estudo, quando são identificados os pagamentos justificados e os valores que destoam tais pagamentos. Depois, os mecanismos de governança são lançados como forma para determinar contratos ineficazes de remuneração (Elmagrhi *et al.*, 2018; Ntim *et al.*, 2019; Van Essen *et al.*, 2012).

Por fim, como pagamentos insuficientes não desempenham adequadamente o papel de alinhamento de interesses (Gyapong *et al.*, 2020), a identificação da governança como determinante de *underpayment* pode reconhecer a necessidade a eficácia de mecanismos de governança na adequação dos contratos de remuneração para valores que incentivem a maximização de valor para a empresa, tendo em vista que de acordo com Murphy (1999), os pacotes de remuneração desempenham papel importante na motivação de executivos.

Diante disso, a pesquisa contribui com a literatura em relação aos estudos brasileiros (Aguilar & Pimentel, 2017; Anjos *et al.*, 2019; Benini *et al.*, 2017; Beuren *et al.*, 2020; Brandão *et al.*, 2019; Dal Magro *et al.*, 2019; Lopes *et al.*, 2017; Santos & Silva, 2018), porque considera a justiça distributiva e investiga a existência da parcela injustificável da remuneração. Não se limitando ao contexto nacional, a pesquisa também vai além dos estudos internacionais que tratam sobre remuneração anormal. Assim, a tese acrescenta contribuições em relação a Brick *et al.* (2006), Carter *et al.* (2016), Chung *et al.* (2015) Core *et al.* (2008), Hill *et al.* (2016), Wang (2018), por não investigar apenas a remuneração excessiva dos executivos, mas o *overpayment* e o *underpayment*.

A presente tese também traz contribuições em relação aos estudos de Aguinis *et al.* (2018), Dah e Frye (2017), Gyapong *et al.* (2020), Hitt e Haynes (2018), Ntim *et al.* (2019), Wang e Jiang (2017) por analisar a remuneração anormal de acordo com características representativas da habilidade, esforço e desempenho dos executivos como representantes da parcela justificável e dos pagamentos, levando em consideração as limitações da disponibilidade de dados no Brasil. Por fim, a pesquisa investiga o efeito da governança corporativa na determinação de pacotes de remuneração economicamente injustificados, tanto de diretores executivos, quanto do CEO em companhias listadas na B3.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Base para definição da remuneração justificada e remuneração anormal

A possibilidade de extração de renda de forma não justificada pelo desempenho (Bebchuk & Fried, 2006) evidencia o fato da existência de remuneração anormal, seja ela positiva ou negativa. Os acordos ineficazes podem gerar níveis inadequados de remuneração e reduzem o valor para o acionista (Core *et al.*, 1999), tornando os contratos de remuneração menos eficazes no alinhamento de interesses entre proprietários e gestores.

Nesse ponto, os pagamentos não justificados recebidos pelos executivos por conta de seu poder gerencial constituem *rents*, que seria o excedente daquilo que receberia em um contrato que maximizasse o acionista (Bebchuk *et al.*, 2002) ou a insuficiência dos recebimentos que não motivam adequadamente os gestores para agirem no interesse do principal (Aguinis *et al.*, 2018).

Carter *et al.* (2016) consideram que os salários excessivos são prejudiciais à empresa por se relacionarem com pior desempenho empresarial futuro, abrindo lugar para o conflito de interesses entre proprietário e agente, que reside nos altos níveis de remuneração não justificados. Por outro lado, as constatações de Aguinis *et al.* (2018) são de que geralmente não há compatibilidade dos pagamentos recebidos por CEOs, pois alguns são excessivamente remunerados e outros são insuficientemente remunerados, conforme julgado com base em seus níveis de desempenho e habilidade. Neste tópico, são demonstradas formas de mensurar os determinantes justificáveis dos pagamentos para, após isso, calcular a remuneração anormal.

Nessas circunstâncias, é possível perceber que, tanto a remuneração excessiva, quanto a remuneração insuficiente, pode acarretar problemas para a organização, seja por expropriação ou por incapacidade de motivar o gestor adequadamente. Do ponto de vista da justificação, estudos utilizam os determinantes da remuneração total dos executivos para identificação da remuneração anormal, seja excessiva ou insuficiente.

Core *et al.* (2008) utilizaram um modelo com a remuneração real menos a remuneração esperada para identificação dos pagamentos excessivos. Nesse caso, o estudo buscou apenas as diferenças positivas entre os pagamentos reais e os esperados, resultado em uma remuneração anormal positiva. O modelo considerou o mandato do CEO, vendas, *dummies* de setores, *dummy* de S&P 500, *book-to-market*, retorno da empresa e ROA como determinantes dos pagamentos esperados. Após isso, foi calculada a diferença entre a remuneração real e a remuneração esperada obtida através do modelo de regressão com os seus determinantes.

Brick *et al.* (2006) empregaram o resíduo de um modelo que aplica como variável dependente a remuneração e como variáveis independentes as características da empresa, do CEO, de governança, *dummies* de setores e anos, baseando-se na literatura sobre os determinantes da remuneração. Já Wade *et al.* (2006) aplicaram uma equação com a variável dependente sendo o salário do CEO impactada pela dualidade do CEO, mandato do CEO, responsabilidade internacional do CEO, anos de educação, estabilidade da empresa, logaritmo das vendas e retorno sobre os ativos.

Outra forma de mensuração da remuneração anormal seria pela comparação entre empresas semelhantes, tendo a associação encontrada por Murphy (1999) de setor em relação ao nível de pagamentos. Nesse mesmo sentido, Schulz e Flickinger (2018) calcularam através do desvio da remuneração total do CEO de uma empresa em um determinado ano comparado com a mediana da remuneração dos CEOs nas dez maiores empresas do mesmo setor.

A metodologia estabelecida nos estudos para determinação da remuneração anormal é empregada como modelo de previsão, mas como relatado, observa os valores residuais oriundos de modelos com pagamentos totais aos executivos. A outra forma de mensuração, utilizando comparação com empresas do setor, também é empregada, mas é obtida a partir do ponto de vista do mercado concorrencial para executivos. Executivos disponíveis são remunerados como base em um sistema que pode pagar valores que, não necessariamente, sejam equivalentes ao seu trabalho na companhia, mas sim, pela ausência de executivos no mercado.

Os estudos com modelos de determinantes para previsão da remuneração anormal geralmente consideram variáveis de governança porque suas falhas refletem em pagamentos abusivos (Brick *et al.*, 2006; Core *et al.*, 1999; Schulz & Flickinger, 2018; Wade *et al.*, 2006). Nesse caso, pode ser possível separar a remuneração em duas partes, problemas de governança e componentes que refletem a qualidade de gestão (Carter *et al.*, 2016), aproximando-se da contratação ideal sem expropriação e refletindo a boa gestão.

O presente estudo vai além dos fatores de Brick *et al.* (2006), Core *et al.* (2008) e Schulz e Flickinger (2018) porque considera a justiça distributiva da remuneração, conforme apresentado por Aguinis *et al.* (2018), que observa se o executivo recebe pagamentos proporcionais a suas contribuições para a empresa. Nesse sentido, o excedente e o déficit dos determinantes econômicos padrões são utilizados como representativos de remuneração anormal dos executivos (Core *et al.*, 2008), levando em conta os determinantes que refletem a parte justificável (Carter *et al.*, 2016; Core & Guay, 2010).

Desta maneira, o estudo Core e Guay (2010) considera que apenas há ineficácia nos contratos de remuneração quando os pagamentos recebidos não podem ser explicados pela habilidade, esforço ou desempenho do executivo. Considerando os estudos base de Brick *et al.* (2006) e Core *et al.* (2008), é possível valer-se um modelo para previsão para encontrar a parte justa da remuneração que, conforme Core *et al.* (1999), seja baseado em componentes que não representem conflitos de agência.

A associação dos pagamentos executivos relacionados com a habilidade pode ser observada em Song e Wan (2019) que argumentaram que gerentes são remunerados principalmente pelo resultado de suas habilidades, apresentando consistência de que a remuneração executiva é reflexo da habilidade e da expropriação de riqueza dos acionistas. Complementarmente, Core e Guay (2010) incorporam à habilidade, os fatores relacionados ao esforço e desempenho.

Na perspectiva de valores justificáveis da sincronização entre quanto o executivo é pago e quão boa é a sua performance, Core e Guay (2010) estabeleceram uma estrutura econômica para determinação dos limites de incentivos suficientes. A composição da remuneração é baseada em quatro itens: (a) compensação pela habilidade do executivo, referente ao valor mínimo necessário para atrair e reter o executivo; (b) pagamento pelo nível de esforço exigido pelo executivo; (c) prêmio pelo risco de incentivo baseado no desempenho; e (d) qualquer pagamento que represente a parcela inexplicável pelos três outros componentes e que provavelmente decorre de conflitos de agências e problemas de governança.

A partir dos valores da remuneração justificada pelos componentes citados, pode ser identificada a remuneração anormal pela diferença entre o valor da remuneração real (efetivamente paga aos executivos) e a remuneração estimada. Para isso, devem ser levados em consideração os determinantes econômicos dos pagamentos esperados de acordo com o que diz a literatura sobre os pagamentos associados com a habilidade gerencial (Aguinis *et al.*, 2018; Blanes *et al.*, 2020; Chen *et al.*, 2019; Coles & Li, 2020; Custódio *et al.* 2013; Falato *et al.*, 2015; Fama, 1980; Fee & Hadlock, 2003; Murphy, 1999; Murphy & Zabochnik, 2007; Rosen, 1982; Rosen, 1992; Rose & Shepard, 1994), esforço gerencial (Aguinis *et al.*, 2018; Albuquerque *et al.*, 2018; Baker & Hall, 2004; Blanes *et al.*, 2020; Chen *et al.*, 2019; Dah & Frye, 2017; Demerjian *et al.*, 2012; Murphy, 1999; Rose & Shepard, 1994) e desempenho (Carter *et al.*, 2016; Murphy, 1999; Rashid, 2020; Yıldız & Karakaş, 2012).

Sendo assim, a habilidade do executivo é tida como sua forma de atuação frente às adversidades ocorridas na companhia, bem como suas características peculiares que lhe

conferem o posto de executivo na condução de grandes e complexos negócios. Já o esforço exigido do executivo passa pelas exigências que lhe são conferidas na atuação em seu cargo e em segmentos que demandem maior dedicação de sua atuação. O desempenho é fundamental do ponto de vista empresarial, sendo representado pela performance que a empresa consegue atingir em sua gestão. As três características são abordadas e levadas em consideração para determinação da remuneração anormal dos executivos.

2.1.1 Habilidade como determinante da remuneração de executivos

Primeiramente, como determinante da remuneração têm-se a dimensão de habilidade. Como as pessoas mais talentosas presidem maiores empresas (Rosen, 1982), o tamanho da empresa pode se mostrar eficaz na previsão de habilidade e, conseqüentemente, na justificação de remuneração oriunda de talento por assumir o protagonismo nas maiores empresas. Para Demerjian *et al.* (2012), gerentes de empresas maiores e com mais participação de mercado são mais eficazes, o que demonstra a habilidade dos executivos que compõem a organização.

Para Rosen (1992), o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos devem estar positivamente relacionados porque os escassos talentos gerenciais são sustentados por bonificações em operações de grandes empresas. Blanes *et al.* (2020) também compartilha da concepção de relação entre tamanho e remuneração executiva, indicando que o tamanho da empresa é o principal impulsionador da remuneração. Isso leva a atribuir o tamanho da empresa como representação da existência de executivos mais talentosos por assumirem o protagonismo em grandes corporações.

Assim, empresas maiores tendem a caracterizar um ambiente mais favorável para a atuação de executivos mais talentosos. Suas habilidades são sustentadas quando conseguem desempenhar as funções de gerenciamento no contexto de grandes empresas, justificando seus pacotes de remuneração.

A experiência em empresas anteriores como CEO foi usada por Murphy e Zabochnik, (2007) para refletir a importância da habilidade gerencial. As medidas usadas por Falato *et al.* (2015) para mensuração das credenciais do executivo que levam a caracterizar a sua habilidade são reputação (*Press*), crescimento na Carreira (*Fast-Track Career*) e seletividade universitária (*Selective College*), que são fatores relacionados à experiência de CEOs.

Nesse mesmo sentido, Custódio *et al.* (2013) utilizaram as experiências de currículos de CEOs antes da posição atual para construção de um índice de habilidades gerais. O índice leva em consideração: o número de cargos diferentes que um CEO desempenhou durante sua

carreira, por ser provável que um CEO com mais cargos tenha sido exposto a diferentes áreas organizacionais; o número de empresas nas quais um CEO trabalhou por, provavelmente, ter adquirido habilidades mais genéricas; o número de setores em que um CEO trabalhou, sendo exposto a diferentes setores e, conseqüentemente a diferentes ambientes de negócios; se já ocupou um cargo de CEO em outra empresa; e, se já trabalhou em uma empresa com várias divisões, sendo exposto a maior complexidade.

A experiência adquirida dos executivos pode ser determinante para definição de pacotes de bônus pela sua habilidade. Executivos detentores de maior experiência na função são mais propícios de desempenhar adequadamente as funções de gerenciamento porque já teriam habilidades genéricas, habilidades específicas da própria função e bagagem de atuação anterior no posto de dirigente.

A teoria que versa sobre o capital humano denota que a inclinação para lidar com setor específico pode ser levada em consideração na definição de habilidade (Becker, 1962) e, conseqüentemente, na justificação dos níveis de salariais. Entretanto, as habilidades genéricas parecem se mostrar relevantes na execução de funções gerenciais, principalmente no mercado de trabalho com gestores mais talentosos (Murphy & Zabochnik, 2004).

A diversificação de segmentos de atuação da empresa também é aceita por Rose e Shepard (1994) para definição do talento e esforço gerencial que afirmaram ser um dos fatores que aumenta o salário de CEOs por requerer maior habilidade e esforço. Executivos que são responsáveis por empresas atuantes em diferentes segmentos devem ser dotados de maior habilidade para poderem desempenhar adequadamente suas funções em diferentes ramos de atuação. Desta maneira, setores de atuação se mostram relevantes na determinação de habilidade, assim como a capacidade de atuação em diferentes segmentações de mercado como representatividade de habilidades genéricas.

A eficiência da empresa, muitas vezes associada a medidas de desempenho corporativo, pode representar a habilidade gerencial, mas certamente carrega outros motivadores não relacionados apenas à gerência, o que pode super ou subestimar a capacidade gerencial (Demerjian *et al.*, 2012). Desta maneira, características como o tamanho (Blanes *et al.*, 2020; Demerjian *et al.*, 2012), experiência (Custódio *et al.*, 2013; Murphy & Zabochnik, 2007) e diversificação do negócio (Rose & Shepard, 1994) podem representar a dimensão justificável da habilidade para determinação da remuneração.

2.1.2 Esforço como determinante da remuneração de executivos

Em segundo lugar, relacionado ao custo do esforço exigido dos executivos em suas funções como forma justificável dos determinantes da remuneração, Barris (1992) afirma que o pagamento deve estar visivelmente relacionado à responsabilidade real que o executivo carrega em suas funções. O tamanho da empresa pode ser usado para justificar um montante de pagamentos a executivos porque empresas maiores requerem maior nível de capital humano, maior responsabilidade pelos ativos e são caracterizadas como de maior complexidade (Aguinis *et al.*, 2018), além de trazerem maiores escalas de operações (Rosen, 1992). O tamanho, apesar de não ser o único determinante, é responsável pela maior influência da remuneração gerencial (Murphy, 1999).

A remuneração pode ser considerada como produto do gerenciamento de empresas maiores que, essencialmente exigem maior capacidade de gerenciamento, envolvendo tarefas mais complexas e exigentes (Coughlan & Schmidt, 1985). A complexidade no negócio tende a aumentar com o tamanho da empresa (Rose & Shepard, 1994). Nessa mesma perspectiva, Conyon *et al.* (2009) demonstraram que um tamanho maior da empresa pode ser usado para justificar salários dos executivos, devido a maiores requisitos de capital humano, complexidade operacional e maior responsabilidade.

Já Albuquerque *et al.* (2018) identificaram o tamanho como representativo da complexidade do negócio porque as empresas maiores são provavelmente mais difíceis de serem gerenciadas por terem uma quantidade maior de recursos sobre os quais executivos devem tomar decisões. Uhde (2016) usa o tamanho da empresa como determinante da remuneração para identificação dos pagamentos aos executivos de bancos através do resíduo de regressões. Tarefas mais complexas, geralmente, são percebidas em empresas maiores, dadas as características de maior número de funcionários, maiores responsabilidades e maiores quantidades de recursos a serem geridos.

Para Chen *et al.* (2019), gerir uma grande empresa requer maior esforço, capacidade e experiência por conta da complexidade de decisões operacionais refletindo, geralmente, em maiores valores de remuneração para atrair e reter bons executivos. Fama (1980) definiu que parte do talento de um gerente é sua capacidade de extrair e medir a produtividade de outros colaboradores inferiores, que é fortemente associado com o tamanho da empresa. Baker e Hall (2004) assumiram que o tamanho da empresa é produto do esforço relativo exigido para o CEO em que, executivos tenderão a exercer mais esforço nas atividades.

Desta maneira, o tamanho também se mostra como uma *proxy* aceita para mensuração da complexidade do negócio e esforço exigido dos executivos. Quando executivos são responsáveis pela gestão de grandes companhias, é provável que lhe sejam exigidos maiores níveis de responsabilidade.

Demerjian *et al.* (2012) utilizaram a diversificação tanto operacional quanto geográfica como medida de eficiência, evidenciando que quanto maior a diversificação mais desafiador é o trabalho para a equipe na alocação de capital eficientemente e, consequentemente, mais habilidade será exigida, tendo em vista que operar em vários setores distintos requer um conjunto de conhecimento mais amplo. O número de segmentos de atuação da empresa é utilizado por Dah e Frye (2017) como *proxy* da complexidade do negócio. Isso demonstra que a atuação em vários segmentos é uma característica que eleva o nível de esforço exigido dos executivos porque requer uma amplitude maior de conhecimentos, dado o maior desafio a ser enfrentado na gestão do negócio.

Albuquerque *et al.* (2018) também usaram o número de segmentos atuantes da empresa para representar a complexidade da empresa porque empresas com mais segmentos de negócios e com operações no exterior operam em ambientes potencialmente mais complexos, sendo representativos de esforço gerencial. Choi (2020) considera a diversificação de atuação da empresa em vários segmentos uma característica importante da empresa que reflete a produtividade marginal geral dos esforços do CEO.

A diversificação é caracterizada pela atuação de empresas em vários segmentos *versus* segmento único. Com uma expectativa de maior complexidade do negócio, maiores níveis de esforços serão exigidos dos executivos, resultando em pacotes de remuneração mais complexos e mais ajustados. Sendo assim, há tendência para que a remuneração seja mais alta em empresas que atuam de vários segmentos, como representativa de maior esforço exigido dos executivos.

Assim, tanto o tamanho quanto a atuação em segmentos diversificados de mercado podem ser determinantes do esforço exigido como fatores justificáveis para a remuneração esperada de executivos.

2.1.3 Desempenho como determinante da remuneração de executivos

Terceiro e por último, o desempenho também é usado como característica da parte justificada da remuneração. Murphy (1999) acredita que os bônus devem ser pagos aos executivos mediante o alcance de algum padrão de desempenho. Para Murphy (1985), a remuneração dos executivos é relacionada com o desempenho obtido pelos retornos para o

acionista e crescimento nas vendas. Murphy (1999) demonstra ainda que é necessário utilizar alguma medida contábil como relação receita/vendas, Retorno Sobre os Ativos (ROA) e Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Tais medidas são representativas de desempenho proporcionado pela empresa que carregam parte do desempenho atingido pela gestão da organização.

As medidas de Tobin's Q e Relação do valor de mercado do Patrimônio Líquido pelo valor contábil do Patrimônio Líquido (*market-to-book*) são usadas para obter o desempenho de mercado das empresas, enquanto o ROE e ROA são empregados como medidas que representam o desempenho contábil (Zeitun & Tian, 2014). Na mesma linha, Rashid (2020) considera que podem ser utilizadas tanto medidas contábeis como o ROA e ROE quanto medidas de mercado como o *Tobin's Q* e *market-to-book*.

Os critérios financeiros para mensuração do desempenho com base em padrões de contabilidade são geralmente o ROA e ROE, já os critérios baseados em mercado dizem respeito ao *Tobin's Q* e retorno por ação, sendo que alguns outros critérios também são utilizados como a lucratividade, vendas e participação de mercado (Yıldız & Karakaş, 2012). De forma semelhante, as medidas de desempenho empregadas para buscar a remuneração anormal no estudo de Carter *et al.* (2016) foram o ROA, valor de mercado, retorno das ações, alavancagem e vendas.

Para capturar o desempenho financeiro das empresas, Aras *et al.* (2010) usaram medidas baseadas na contabilidade como retorno sobre os ativos, retorno sobre o patrimônio líquido e retorno sobre as vendas. Vij e Bedi (2016) empregaram seis medidas para o desempenho objetivo da empresa: crescimento de vendas, crescimento de ativos, retorno sobre vendas (ROS), retorno sobre ativos (ROA) e retorno sobre patrimônio líquido (ROE). Apesar das deficiências dos números contábeis devido a possíveis manipulações de resultados, as medidas contábeis como o retorno sobre o capital e lucros fornecem uma imagem do desempenho da empresa ao longo do período (Brown & Laverick, 1994).

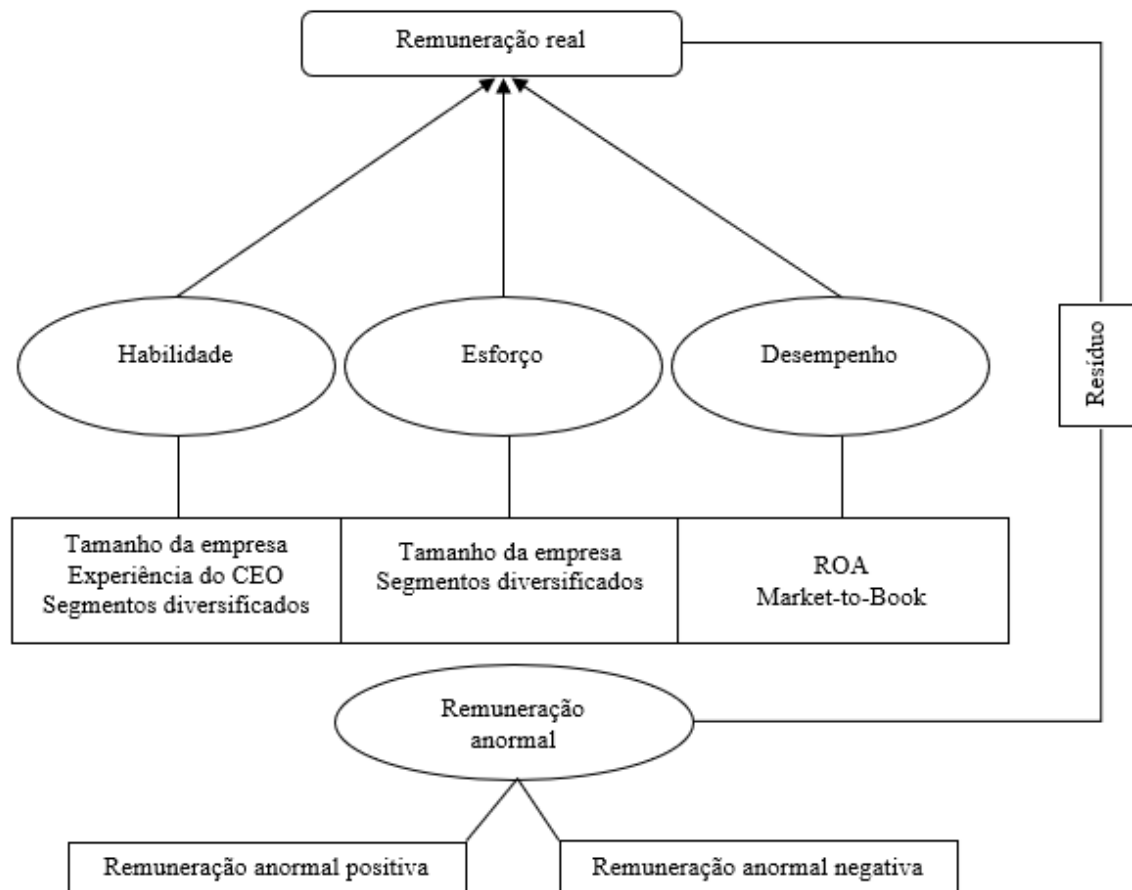
Tanto medidas de desempenho financeiras como medidas de desempenho de mercado são consideradas como fatores justificáveis da remuneração dos executivos, porque representam a boa atuação da gestão frente aos desafios enfrentados pela organização no mercado. Quando o executivo é remunerado e consegue proporcionar maiores níveis de desempenho para a companhia, há de se considerar que os pacotes de remuneração são oriundos do desempenho atingido. Sendo assim, medidas representativas de desempenho contábil e de

mercado podem ser *proxies* usadas como representativos da parte justificável dos determinantes da remuneração esperada dos executivos.

É possível perceber fatores representativos de habilidade e esforço como semelhantes, tendo em vista que a literatura trata, em alguns casos, como fatores representativos de ambos. Metodologicamente, apenas uma variável de cada fator é utilizada, sendo mostrados como representantes tanto da habilidade quanto do esforço.

A figura 1 apresenta a estrutura para definição da remuneração anormal que pode resultar em remuneração anormal positiva ou remuneração anormal negativa.

Figura 1 - Estrutura para definição da Remuneração Anormal



Fonte: Elaboração própria.

2.2 Abordagem do poder gerencial

Na base da teoria, o poder é definido por Finkelstein (1992) como a capacidade individual de exercer sua vontade própria. Se não controlados de forma eficaz, é mais provável que gerentes tomem decisões que se desviem dos interesses maximizadores da empresa (Fama & Jensen, 1983). Desta maneira, quando não são controlados por um monitoramento efetivo,

os gestores tornam-se detentores de maior poder e são capazes de exercerem mais livremente sua vontade individual, podendo divergir dos interesses dos proprietários.

Os conselhos de administração têm a função de tomar decisões importantes, inclusive sobre política de investimento, política de remuneração da administração e a própria governança do conselho (Bhagat & Bolton, 2008). Sendo assim, Bebchuk *et al.* (2002) apontam que o papel de um conselho de administração é garantir que as estratégias sejam direcionadas para o sucesso da empresa e na maioria das grandes empresas, o conselho de administração é o órgão responsável pela determinação da remuneração dos altos executivos.

Bebchuk *et al.* (2002) apresentam as deficiências da contratação ótima e fornecem razões para a abordagem do poder gerencial. Para os autores, o relacionamento entre as partes faz com que os executivos exerçam influência significativa e usem seu poder sobre os conselhos para modificar os arranjos de remuneração a seu favor, deixando de lado os interesses dos acionistas. Além disso, a otimização de contratos de remuneração pode ser tida quando não há indícios de interferência do poder gerencial (Song & Wan, 2018), devendo ser buscada a identificação de contratos de remuneração ineficazes na presença de poder gerencial.

Um dos principais problemas relacionados ao poder gerencial é a influência de gestores, sobretudo o CEO, na fixação dos pacotes de remuneração. Um dos fatores da influência é o relacionamento do CEO com o conselho. Mesmo os membros do conselho com inclinação para práticas que maximizem valor para o acionista podem ter dificuldades por disparidade de informações porque o CEO controla grande parte delas, sendo possível a tendência para beneficiar a maximização de sua própria remuneração em detrimento da maximização dos acionistas (Bebchuk *et al.*, 2002).

Sendo assim, para tentar inibir o poder excessivo do CEO, é necessário que o seu relacionamento com o conselho de administração seja reduzido, tendo em vista que, as relações de proximidade entre CEO e conselho elevam a tendência para definição de pacotes de remuneração que não visem especificamente a maximização dos proprietários da empresa, mas sim, o atendimento às relações amigáveis entre os membros remunerados e os definidores da remuneração.

A Teoria do Poder Gerencial pode ser examinada de duas maneiras: observando o poder que um CEO tem sobre o conselho e observando o poder que os conselhos têm sobre os CEOs (Van Essen *et al.*, 2012). O poder do CEO representa a capacidade do CEO em influenciar as

decisões do conselho, sobretudo e no caso específico aqui, os pacotes de remuneração. Já o poder do conselho explica a sua eficácia no monitoramento de gestores (Pathan, 2009).

Como consequência da redução da efetividade do monitoramento dos conselhos, os executivos ganham mais poder e exercem maior influência sobre seus próprios salários (Sheikh *et al.*, 2018), visto que a Teoria da Agência apresenta a visão de gerentes agindo de forma a maximizarem seus objetivos de forma oportunista, em detrimento dos objetivos do principal (Jensen & Meckling, 1976).

No presente estudo, é lançada a perspectiva do poder que o CEO detém perante o conselho de administração. Nessas condições, o executivo detentor de alto poder tende a influenciar na definição dos pacotes de seus próprios pacotes de remuneração e, como é do seu interesse, a influência tende a gerar remuneração acima dos limites justificáveis. Sendo assim, contratos de remuneração que sejam mais influenciados por variáveis relacionadas ao poder gerencial tendem a apresentar relação com remuneração excessiva.

Bebchuk *et al.* (2002) sugeriram que os pacotes de remuneração estão mais relacionados ao poder gerencial do que a contratação eficiente porque os gerentes têm poder suficientemente alto para influenciar a determinação de suas próprias remunerações. Já Song e Wan (2018) investigaram se a remuneração é produto da capacidade do CEO ou do poder gerencial, sendo demonstrado que a remuneração é mais consistente com a hipótese de habilidade gerencial do que com a hipótese de poder gerencial.

A visão de habilidade gerencial argumenta que o prêmio pelo poder compensa os CEOs por seu melhor talento, enquanto a visão do poder, afirma que o prêmio reflete a capacidade do CEO de extrair remuneração além dos valores justificáveis. Esses resultados levam à percepção de que ainda é preciso investigação a respeito da abordagem do poder gerencial em relação à remuneração dos executivos. Quando se trata da remuneração anormal, é possível identificar se os pagamentos excessivos são derivados dos excessos de poder gerencial. Por outro lado, executivos dotados de poder excessivo não seriam mais propensos a reduzir seus salários a valores insuficientes, sendo provável que o poder gerencial seja relevante para *overpayment*, mas não para *underpayment*.

O poder gerencial pode ser derivado de várias fontes como a posição do CEO, quando ele também é presidente do conselho, a composição do conselho, quando os executivos fazem parte do conselho ou até quando diretores conectados com os executivos também compõem o

conselho, além de também ser percebido quando há tendência de favorecimento de executivos por parte do conselho de administração (Shin, 2016).

Essas são características comumente encontradas nas empresas em que há a separação entre propriedade e controle. Por exemplo, quando o CEO ocupa simultaneamente as funções de diretor presidente e presidente do conselho de administração, há tendência para que ele tome decisões que são do seu interesse. Por outro lado, conselhos compostos por membros externos e independentes, que não tenham ligação com os gestores da empresa, não teriam que atender a relações amigáveis com os diretores ou com o CEO para agirem de acordo com seus interesses pessoais. Pelo contrário, os conselhos seriam comprometidos com o atendimento aos interesses dos acionistas, que é consistente com a ótica da contratação eficiente.

Dentre outros fatores, a ineficácia do conselho, grandes participações acionárias dos executivos e a ausência de um grande investidor externo podem demonstrar tendência para tornar gestores detentores de mais poder (Bebchuk *et al.*, 2002), convergente com a visão de práticas de governança em que, para a mitigação de problemas do poder gerencial é sugerido que os conselhos sejam compostos de forma realmente independentes (Murphy, 2002).

É possível que a adoção de boas práticas de governança corporativa seja utilizada como forma de mitigar pacotes de remuneração ineficazes, sobretudo, quando se fala em práticas de governança relacionadas ao conselho de administração como sua composição e participação de membros externos e independentes. Com isso, contratos de remuneração elaborados em ambientes com conselhos independentes e compostos por membros externos, além da ausência de CEO dual, tendem a elaborar pacotes de remuneração que visem exclusivamente os interesses dos proprietários, não havendo expropriação de riqueza e ao mesmo tempo sendo capaz de motivar os gestores adequadamente.

Otten e Heugens (2008) adotaram dualidade do CEO, representação de funcionários no conselho e proporção de membros externos não executivos no conselho como forma de determinação do poder gerencial. Algumas falhas nas práticas de governança corporativa podem fornecer aos CEOs e outros executivos, maior poder de decisão sobre o processo de definição de suas próprias remunerações. Isso eleva a possibilidade de existência de pacotes de remuneração menos ajustados.

Chen *et al.* (2011) consideraram, dentre outras medidas, o poder de prestígio, determinado pelo nível de educação e expertise executiva. Já Adithipyangkul e Leung (2019) adotaram três medidas para determinação do poder do gerencial, tidas com a dualidade do CEO,

onde há uma centralidade de decisões, o mandato do CEO, em que pode ser percebido que longos períodos de permanência no cargo geram maior influência nos conselhos, além de aumentar as relações amigáveis entre eles.

Assim, variáveis relacionadas a dualidade, composição do conselho por membros não independentes e membros não externos, experiência e mandato podem ser determinantes para a existência de poder do diretor presidente da organização no presente estudo. Tais características são condizentes com medidas que centralizam as decisões da companhia nas mãos do CEO, além de demonstrar prestígio, que remete a comportamentos mais oportunistas por parte do diretor.

Para Murphy (1999), não há dúvidas de que o CEO ou outro executivo de alto escalão exerce pelo menos alguma influência na definição da estrutura de seu nível de remuneração. Essa visão remete ao problema de agência, tendo em vista que, naturalmente, os indivíduos tendem a apresentar comportamentos que nem sempre beneficiam a organização, mas sim, comportamentos que os beneficia individualmente.

Schneider (2013) argumenta que, do ponto de vista da teoria do poder gerencial, falhas no sistema de governança corporativa geram incentivos para distorcer os pacotes de remuneração dos executivos. Da mesma forma, Koo e Kim (2018) evidenciaram que o poder é associado com baixa sensibilidade da remuneração ao desempenho, sugerindo o uso de práticas que reduzam o poder gerencial.

Diante disso, percebe-se que, na existência de poder, empresas com falhas na governança corporativa podem apresentar tendência para que os contratos de remuneração não sejam elaborados de forma eficaz. De fato, quando há poder de forma excessiva, é provável que o gestor exerça tal poder perante os definidores de salários e influencie na definição de seus próprios salários, tornando-os menos condizentes com a hipótese de alinhamento de interesses.

Como os contratos de remuneração são instrumentos motivadores de executivos (Murphy, 1999), é evidente que se trata de importantes mecanismos de governança para alinhamento de interesses. Entretanto, para Bebchuk e Fried (2006), as preocupações não são centralizadas nos pagamentos aos executivos, quando são oriundos de fatores justificáveis como o desempenho, mas sim quando originários de excessos de poder gerencial, onde tendem à existência de pacotes de remuneração baseados no oportunismo de gestores mediante seu poder.

Ressalta-se que a remuneração é um mecanismo que alinha interesses entre gestores e proprietários. Mesmo em características individuais de personalidade e comportamento, como traços de narcisismo, maquiavelismo e psicopatia do CEO inclinadas para decisões mais oportunistas (Buchholz *et al.*, 2019; Ham *et al.*, 2018; Lindley, 2018; O'Reilly III *et al.*, 2014; Rijsenbilt & Commandeur, 2012), pondera-se a peculiaridade do poder gerencial, porque, na ausência de uma base forte de poder, CEOs teriam dificuldade em tomar ações ousadas (Tang *et al.*, 2011), sugerindo que quando bem monitorados não teriam tantas saídas para práticas oportunistas.

Apesar disso, para Zhang *et al.* (2016), a existência de poder gerencial faz com que o contrato de remuneração tome a direção contrária da maximização de valor para os acionistas. As pesquisas têm investigado a associação do poder de gestores com os pacotes de remuneração (Abernethy *et al.*, 2015; Bachmann *et al.*, 2019; Chen *et al.*, 2011; Hill *et al.*, 2016; Song & Wan, 2019). Logo, na presença de conselhos que não tenham bons mecanismos de governança, o monitoramento dos executivos pode não ser eficaz (Core *et al.*, 2008; Ntim *et al.*, 2019), favorecendo a existência de poder dos executivos em que, gestores buscariam atender a seus objetivos pessoais ao invés de buscarem atender aos objetivos organizacionais.

Assim, sugere-se que as companhias adotem estruturas de governança corporativa capazes de monitorar adequadamente os gestores de maneira a evitar a atuação do executivo em seu benefício próprio. Além disso, mecanismos de governança eficazes perpassam por estruturas que limitem o poder gerencial, reduzindo as conexões entre o CEO e os definidores dos contratos de remuneração. Sendo assim, a adoção de conselheiros independentes e externos pode ser eficaz para evitar que os executivos sejam mais detentores de poder e, consequentemente, influenciem na determinação de suas próprias remunerações.

2.3 Desenvolvimento da hipótese

A governança corporativa pode ser entendida como o conjunto de práticas empregadas como forma de assegurar que os provedores de capital sejam protegidos quanto ao retorno dos seus investimentos, garantindo o controle dos gerentes para evitar expropriação e projetos inadequados que não maximizem os financiadores de capital (Shleifer & Vishny, 1997).

Considerando as questões de proteção dos investidores como cruciais, La Porta *et al.* (2000) estendem a visão de governança para além do controle dos gerentes, demonstrando que ela é tida como mecanismo pelo qual os investidores externos se protegem contra oportunismos

de *insiders* (administradores que atuam dentro da organização), além de acionistas controladores que, certamente, detém mais informações do que os minoritários.

A eficácia das estruturas de governança é positivamente associada a pacotes de remuneração mais ajustados, refletindo menores problemas de agência, dado o efetivo controle (Core *et al.*, 1999). O estudo de Brick *et al.* (2006) apresentou evidências de que a má governança corporativa é associada à ineficácia dos pacotes de remuneração, isto é, podem gerar grandes custos para a empresa devido aos elevados montantes ou pagos não conseguem motivar os gestores adequadamente. Desta maneira, as características do conselho de administração, existência de comitês de assessoramento e a dualidade do CEO são lançadas como mecanismos de governança neste estudo para que seja identificados seus impactos na remuneração anormal.

2.3.1 Características do conselho de administração

Recentemente, Tasawar e Nazir (2019) confirmaram os mecanismos de governança como efetivos no monitoramento de gestores para redução e práticas oportunistas na definição de níveis de remuneração. Os resultados do estudo de Oliveira *et al.* (2021) fornecem evidências para o alinhamento da política de remuneração com a criação de valor, o que ameniza a questão dos conflitos de interesses entre acionistas e gestores dentro das organizações. Por outro lado, Gyapong *et al.* (2020) evidenciam que a qualidade de governança corporativa reduz os pagamentos em excessos dos CEOs mas não afeta o *underpayment*.

Tais evidências demonstram a importância da boa governança corporativa para redução da remuneração acima dos limites aceitáveis, mas abre alerta para o *underpayment*, por considerarem que a qualidade de governança não influencia pagamentos abaixo dos valores justificáveis. Isso remete aos pagamentos insuficientes como um problema que pode não ser efetivamente considerado por conta de falhas na estrutura de governança de uma empresa. Apesar disso, o *underpayment* também caracteriza o contrato de remuneração como ineficaz, do ponto de vista da justificação, porque o gestor precisa ser bonificado de forma adequada para que se sinta motivado suficientemente a agir no interesse do principal.

Como as ações dos CEOs são mais facilmente monitoradas e avaliadas pelos conselhos corporativos (Jensen & Murphy, 1990b), montantes inadequados de remuneração dos diretores estão associados ao monitoramento mais fraco do conselho (Dah & Frye, 2017). Para adequar contratos de remuneração, uma alternativa de governança pode ser percebida através do conselho de administração, que desempenha parte do papel de supervisão na prevenção de

expropriação de riqueza dos acionistas (Chung *et al.*, 2015). Conselhos que desempenham adequadamente o papel de monitoramento elevam a tendência para a definição de um contrato ótimo de remuneração, isto é, com menos tendência para remuneração anormal.

O tamanho e a independência do conselho são as duas características mais amplamente estudadas de governança (Rashid, 2020). Nesse sentido, Core *et al.* (1999) sugeriram a adoção de conselhos menores para caracterização de boa governança e redução de ineficácia dos contratos de remuneração. Conselhos grandes podem comprometer o papel de monitoramento e enfraquecer a estrutura de governança (Jensen, 1993).

Lo e Wu (2016) levam em consideração alguns fatores para monitoramento por parte do conselho, indicando que quando eles são compostos por menos membros, são considerados melhores monitores, além do que, conselhos independentes se mostram como mais eficazes na supervisão e monitoramento da administração. Ali e Teulon (2017) constataram que o tamanho do conselho afeta positivamente os pacotes de remuneração. O estudo de Lee e Chen (2011) também encontrou associação positiva entre o tamanho do conselho e a remuneração do CEO.

Isso pode ser atribuído ao fato de que conselhos maiores enfrentam mais conflitos de opinião, tornando o controle do conselho menos eficiente. A melhoria das práticas de governança corporativa pode ser capaz de atenuar problemas de agência, como por exemplo, a adoção de conselhos menores. Conselhos de administração com menos membros são mais eficazes no monitoramento, fazendo com que os contratos de remuneração seja mais ajustados de maneira a motivar o gestor e reduzir chances de expropriação dos acionistas. Assim, o tamanho do conselho pode ser capaz de influenciar positivamente a remuneração anormal.

A independência do conselho pode ser considerada como mecanismo de governança eficaz no monitoramento dos executivos e, conseqüentemente, no alinhamento de interesses entre agente e principal, tratando-se de remuneração anormal (Ryan & Wiggins, 2004). Conselhos independentes são mais eficazes no monitoramento para contenção de pagamentos excessivos (Al-Najjar, 2017; Słomka-Gołębiowska & Urbanek, 2016). Ryan e Wiggins (2004) demonstraram que a independência do conselho de administração melhora o atendimento aos interesses dos acionistas. Já o estudo de Sheikh *et al.* (2018) não encontrou associação com significância estatística da independência do conselho com a remuneração.

Em contraste, Boyer (2005) evidencia que a remuneração do CEO é maior quando os diretores são independentes. Isso é exatamente o oposto do prognóstico apresentado pelos defensores da governança corporativa transparente. Nessa mesma perspectiva, Correia *et al.*

(2014) evidenciaram que a remuneração dos executivos é positivamente associada à independência do conselho, sugerindo que as empresas com conselhos com maior número de membros considerados independentes tendem a apresentar maiores níveis de remuneração. apesar disso, recentemente o estudo de Brandão *et al.* (2019) evidenciou associação negativa entre a proporção de membros independentes no conselho e a sensibilidade da remuneração ao desempenho, sendo condizente com contratos mais eficazes na presença de conselhos independentes.

Os argumentos levam a considerar que a independência do conselho é uma característica de governança que pode ser representativa na determinação de contratos de remuneração mais justos. Conselheiros independentes não têm relação com os membros remunerados e são mais propícios a atenderem aos interesses dos acionistas, caracterizando a boa governança e gerando tendência para construção de contratos de remuneração mais adequados, de maneira a atender os interesses do principal.

A eficácia do conselho de administração também é afetada pela composição de conselhos com membros internos e externos. Como os acionistas nomeiam membros do conselho, a escolha por conselheiros externos eleva a desvinculação da alta administração com os executivos que serão beneficiários dos pacotes de remuneração e, portanto, representam melhor os interesses dos acionistas do que os conselheiros internos (Mehran, 1995). Além disso, a teoria do poder gerencial aborda que conselheiros internos tendem a ter mais proximidade com os gestores e, com isso, tendem a atender seus objetivos em detrimento dos objetivos dos acionistas.

De acordo com Bebchuk *et al.* (2002), a presença de conselheiros externos tem influência crescente nos conselhos e comitês das empresas, tornando os conselhos mais eficazes no monitoramento do desempenho do CEO. Na mesma linha de pensamento, Park *et al.* (2018), defende que a eficácia do monitoramento do conselho pode ser determinada pelo número de diretores externos, sendo sugerido que a designação de diretores externos pode ser tida como um meio eficaz para controlar o efeito prejudicial de CEOs e alinhar interesses devido a melhoria de monitoramento.

À medida que o desempenho dos CEOs é monitorado, há uma pressão maior para que estes tenham seu poder de atuação reduzido, gerando maior tendência para que as decisões na companhia sejam tomadas visando os interesses do investidor. Sendo assim, é preferível que o CEO tenha seu desempenho mais eficazmente monitorado por conselhos que sejam compostos

por membros externos, dado que eles tendem a não ter aproximação com os gestores, não sendo levados a decisões que busquem atingir os interesses do agente em detrimento do principal.

Nessa circunstância, a proximidade dos membros não externos com executivos pode gerar propensão para que os contratos de remuneração não sejam preparados de maneira a atender aos objetivos do acionista, mas sim, para que sejam reflexos do poder gerencial derivado das relações de proximidades entre executivos e membros do conselho de administração (Bebchuk *et al.*, 2002).

O que ocorre é que geralmente os conselheiros externos não têm relação de familiaridade com a empresa e os membros que recebem remuneração, o que pode não ocorrer quando os conselheiros têm alguma outra associação com a companhia, isto é, não são considerados como membros externos. Contratos de remuneração, que deveriam em sua completude, atender aos objetivos dos investidores, podem ser elaborados para atender à interesses pessoais de executivos que detenham excessivo poder, gerando ineficácia nos pacotes de remuneração. Desta maneira, a presença de membros externos no conselho de administração influencia negativamente a remuneração anormal.

O estudo de Sarhan (2018) evidenciou que remuneração paga por desempenho é mais sensível mediante maior diversidade de gênero mensurada pelo gênero, etnia e nacionalidade do membro. Ullah *et al.* (2019) apresentaram resultados que apoiam a hipótese de eficiência no monitoramento de gestores por conselhos corporativos com participação feminina, o que tende a reduzir problemas de agência.

O aumento da diversidade na gestão pode ter efeitos benéficos para empresas onde não existe uma boa governança externa, porque empresas com maior percentual de funcionárias do sexo feminino apresentam menores custos de agência (Ain *et al.*, 2020). Conselhos mais diversos são mais propensos a adotar decisões que atendam aos interesses do investidor porque mulheres tendem a ser mais aversas ao risco. Assim, sugere-se a remuneração anormal é negativamente influenciada pela diversidade de gênero no conselho de administração.

2.3.2 Comitês de assessoramento ao conselho

De acordo com o IBGC (2015), os comitês podem ser considerados como órgãos de assessoramento nas organizações, onde a existência de um comitê de auditoria representa uma boa prática de governança corporativa, tendo em vista que é um órgão de apoio do conselho de administração. Além do comitê de auditoria, outros comitês de assessoramento ao conselho são usados pela empresa tais como, comitê de governança, de risco ou financeiro.

Órgãos de suporte são considerados no Brasil como responsáveis por assessorar funções específicas do conselho de administração e, quando relacionados às características de boa governança, são elencados para apresentar informações e sugerir ações que podem ser tomadas nos conselhos, visando o atendimento aos acionistas.

O estudo de Barros *et al.* (2019) utiliza a presença de comitê de auditoria e outros comitês de assessoramento para formação do índice de governança corporativa. Al-Ahdal *et al.* (2020) evidenciaram benefícios do comitê de auditoria para as empresas, considerando como práticas de governança corporativa. Já Sharma *et al.* (2020) utilizam o comitê de auditoria como um mecanismo de governança interna, tendo em vista que os comitês são órgãos de assessoramento do conselho de administração. Apesar disso, os comitês não devem substituir as funções dos conselhos, mas servir como um suporte a tal órgão para que, dentre outras atribuições, seja reduzida a tendência de contratos de remuneração anormal.

Para Kolev *et al.* (2019), os comitês de suporte do conselho são responsáveis por desempenhar funções relacionadas a detalhes mais específicos como definição de pacotes de remuneração, identificação de possíveis membros e supervisão de relatórios. Os resultados de Al-Hadi *et al.* (2015) evidenciaram que o comitê de risco ou comitê de governança tem associação com maior nível de transparência das informações financeiras sobre risco, elevando os padrões de governança corporativa e reduzindo os problemas de conflitos de interesses.

À medida que aumenta a transparência de informações, há maior tendência para pressões dos acionistas para conselhos e diretores agirem no interesse do principal, elevando as chances de obtenção de contratos e remuneração mais eficazes. Apesar da importância dos comitês, deve-se focar em pontos que convergem para boas práticas de governança, como a composição independente e diversidade dos comitês, o que os torna mais eficazes no assessoramento do conselho de administração. Assim, sugere-se que a remuneração anormal é negativamente influenciada pela presença de comitê de governança ou de risco, bem como pela presença de comitê de auditoria.

2.3.3 Dualidade do CEO

Uma das práticas de governança corporativa é a separação de ocupantes dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor presidente, conhecida internacionalmente como CEO não dual, que tem seu uso pautado na possibilidade de redução de poder de CEOs, que, por não estarem no comando geral em todas as instâncias da empresa, têm seu poder atenuado através deste mecanismo de governança (Black *et al.*, 2010).

Para Core *et al.* (1999), a melhoria da governança passa pela adoção de não dualidade do CEO. Apesar das ações gerenciais serem monitoradas e avaliadas pelos conselhos corporativos (Jensen & Murphy, 1990a), a ocupação de posição de presidente do conselho pelo CEO tem impacto na determinação da remuneração, encontrando resultados sugestivos de que o tamanho da empresa aumenta a remuneração para empresas com dualidade do CEO (Dorata & Petra, 2008).

Sendo assim, é percebido que, empresas que tenham o CEO ocupante da função de presidente do conselho de administração acabam delegando duas funções relativas ao processo decisório geral da companhia a um único gestor, que passa a deter poder perante os outros membros. A teoria demonstra que, quando o gestor detém poder excessivo dentro da organização, tende a abusar de suas prerrogativas e tomar decisões que visem seus interesses particulares, em detrimento dos interesses do proprietário.

Os resultados de Cunha *et al.* (2016) apresentaram indicativos de que o CEO pode extrair remuneração adicional quando a governança corporativa é frágil. Os autores não evidenciaram associação significativa da dualidade com a remuneração. Iglesias *et al.* (2022) evidenciaram que, quando o CEO ocupa também o cargo de presidente do conselho, há tendência para aumento da sensibilidade da remuneração ao desempenho, o que representa um contrato mais ajustado.

Os resultados de Park *et al.* (2018) são congruentes com a eficácia do monitoramento quando há separação entre as funções de presidente do conselho e CEO. Tuggle *et al.* (2010) apresentaram evidências de que a dualidade do CEO reduz a destinação de atenção dos conselheiros ao monitoramento. Ressaltando a importância da independência do conselho, Dalton *et al.* (2007) acreditam que uma estrutura com CEO dual pode comprometer a função de monitoramento do conselho. Isso permite que as decisões não sejam focadas no melhor interesse dos acionistas, mas no interesse individual do agente (Fama & Jensen, 1983).

A separação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração é uma das práticas de governança utilizada pelas empresas na intenção de reduzir o poder do CEO, porque quando o diretor tem autonomia de decisão no comando geral da empresa e, simultaneamente, desempenha o papel de presidente do conselho, caracteriza a concentração de poder e eleva a tendência a adoção de contratos de remuneração menos focados nos interesses dos acionistas.

Apesar disso, no Brasil, Brandão *et al.* (2019) não encontraram associação estatisticamente significativa quando foram analisadas as empresas brasileiras participantes do Índice Brasil 100. Outra evidência no contexto nacional foi o estudo de Dutra e Ceretta (2020), que evidenciou que a dualidade do CEO não se associa com a remuneração, não sustentando a hipótese de que a separação (ou não separação) das cadeiras de diretor presidente e presidente do conselho de administração é um mecanismo (ou falha) de governança capaz de influenciar na determinação da remuneração. Os resultados no Brasil ainda são inconclusivos a respeito da dualidade do CEO e eficácia dos contratos de remuneração, carecendo de mais investigação a respeito da dualidade do CEO, quando se trata da definição de pacotes de remuneração. Estes argumentos sugerem que a remuneração anormal é positivamente influenciada pela dualidade do CEO.

2.3.4 Hipótese do estudo

Tanto estudos seminais (Bebchuk *et al.*, 2002; Core *et al.*, 1999; Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993; Jensen & Murphy, 1990b; La Porta *et al.*, 2000; Mehran, 1995; Shleifer & Vishny, 1997), quanto estudos recentes demonstraram que a governança é capaz de reduzir custos de agência (Farag *et al.*, 2018; Gartenberg & Pierce, 2017; Garanina & Kaikova, 2016; Nguyen *et al.*, 2020; Owusu & Weir, 2018), sugerindo que o uso de suas práticas é capaz de alinhar interesses através de contratos de remuneração mais ajustados. Com isso, a ausência ou falha nos mecanismos de governança podem induzir a contratos de remuneração menos eficazes, ou seja, resultantes de *overpayment* e *underpayment*.

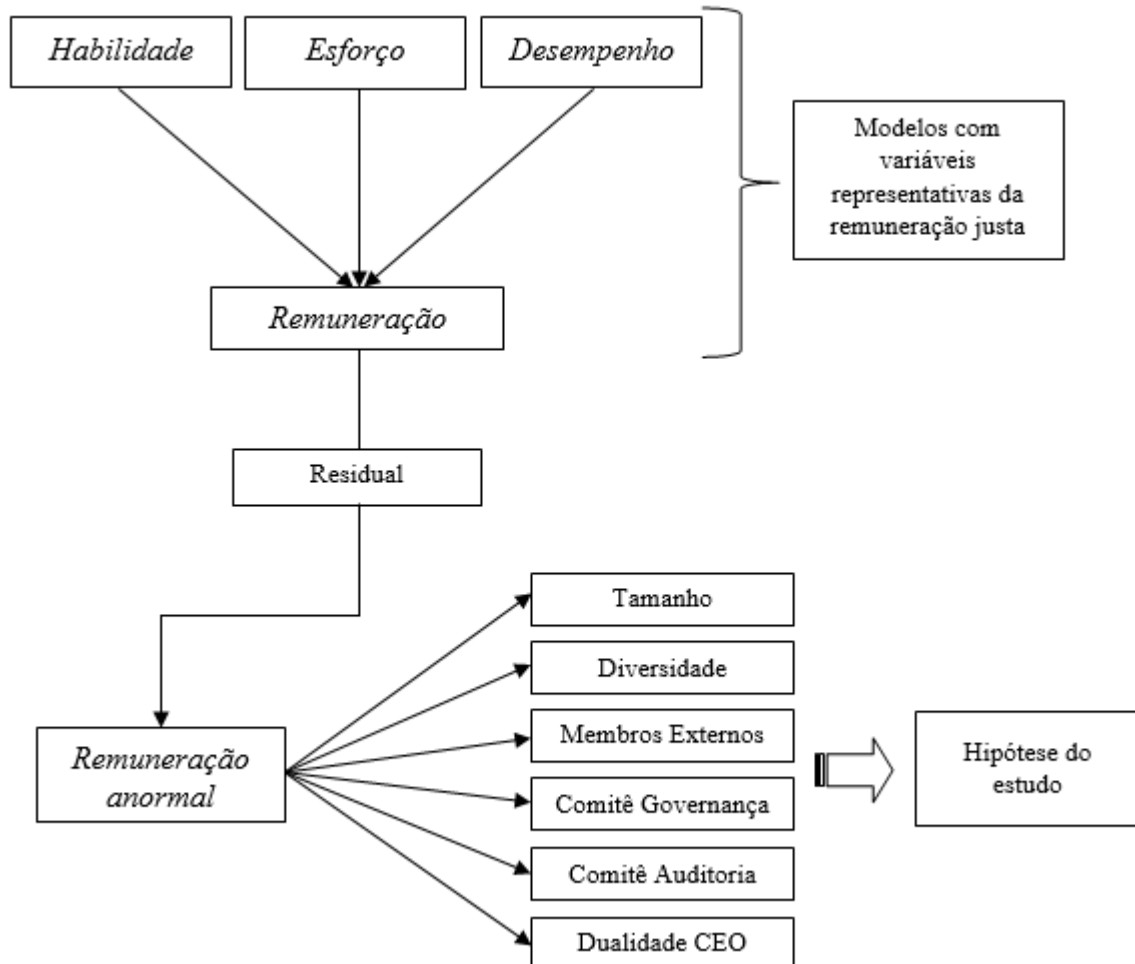
Por exemplo, Core *et al.* (1999) demonstraram que a estrutura de governança é eficaz na determinação da remuneração de executivos, sendo que, empresas com estruturas de governança mais frágeis tendem a apresentar contratos de remuneração menos ajustados. Nessa mesma perspectiva, Garanina e Kaikova (2016) evidenciaram algumas práticas de governança que podem mitigar custos de agência, como reduzir tamanho de conselhos, adotar diversidade dentro dos conselhos.

Do mesmo modo, Elmagrhi *et al.* (2018) demonstraram que empresas com alta qualidade de governança tendem a ser mais propensas no atendimento aos objetivos do investidor. Assim, formula-se a hipótese do estudo, a respeito da estrutura de governança corporativa como determinante na eficácia dos contratos de remuneração:

Hipótese do estudo. *A estrutura de governança corporativa influencia negativamente a determinação de contratos de remuneração anormal.*

A figura 2 apresenta a estrutura do estudo com o modelo que encontra a remuneração anormal e o modelo que usa práticas de governança associadas com a remuneração anormal.

Figura 2 - Estrutura do estudo



Fonte: Elaboração própria.

2.4 Outros fatores relacionados

Outros fatores também são demonstrados como determinantes da remuneração em estudos anteriores. Salimi (2017) apresenta resultados em que os arranjos de remuneração de longo prazo são positivamente relacionados com a sustentabilidade empresarial. Diante disso, surge a possibilidade de contratação eficiente, onde o executivo seria remunerado de forma mais ajustada a suas competências, tendo em vista que a remuneração de longo prazo é voltada para o alinhamento de interesses entre gestores e proprietários.

Na mesma linha, Ikram et al. (2019) evidenciaram que empresas vinculam parte de sua remuneração executiva a métricas de sustentabilidade, além de outros fatores relacionados ao meio ambiente e segurança. É uma característica que vem se tornando cada vez mais evidente

nas grandes empresas. Isso é condizente com a Teoria dos *Stakeholders*, que determina que a organização deve atender aos diversos públicos de interesse que estão direta ou indiretamente relacionados com ela.

No contexto brasileiro é possível perceber um dos principais índices que classifica as grandes empresas de acordo com seu desempenho de sustentabilidade, o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE. De acordo com a Brasil, Bolsa, Balcão - B3, o ISE é um indicador de desempenho de empresas comprometidas com a sustentabilidade empresarial. O IBGC (2015) também considera a preocupação com a esfera de sustentabilidade como uma boa prática a ser adotada pelas companhias abertas. Sendo assim, medidas de sustentabilidade como a participação no ISE podem ser determinantes em características que reflitam em um pacote de remuneração mais ajustado.

Core *et al.* (1999) sugerem que, dentre os fatores que podem beneficiar a empresa no tocante à governança, a imposição de limites de mandatos caracteriza-se como mecanismo de alinhamento de interesses. Herawaty e Solihah (2019) comprovaram que o mandato do CEO tende a gerar práticas oportunistas de gestores, porque relaciona-se ao poder de influenciar na alocação de recursos.

Já em um estudo recente, Darouichi *et al.* (2021) apresentaram a visão do mandato do CEO, que pode ser utilizada como representativo de característica de poder gerencial e fortalecimento do diretor dentro da companhia. Os autores revelam que tal poder sobre os indivíduos internos da organização pode gerar, dentre outros fatores, expropriação através de pacotes de remuneração, sugerindo a necessidade de melhor monitoramento.

Outros estudos também associam o mandato a um maior poder gerencial, como Bachmann *et al.* (2019), que usaram o prazo de mandato do CEO como um dos componentes individuais do poder. Já Park *et al.* (2018) evidenciaram que CEOs mais poderosos são os que detém maiores mandatos. Sendo assim, é possível perceber que o poder tende a influenciar nas decisões para atitudes individuais e não coletivas buscando atingir os interesses da organização, sendo que, a literatura aborda o prazo de mandato do CEO como uma característica que eleva o poder dos mesmos, dado que seria mais propício para desempenhar ações de seu interesse durante seu longo período de atuação na companhia sem interferência de mudança de posto.

Mandatos menores podem ser mais adequados, dado que, CEOs com grandes mandatos são mais poderosos e tendem a agirem no seu interesse pessoal ao invés de atender aos interesses dos investidores (Darouichi *et al.*, 2021). Assim, o prazo de mandato do CEO pode

ser caracterizado como uma forma de arranjo que proporciona poder ao dirigente geral da companhia, tendo em vista que, quanto maior for o período em que eles detém o poder de decisão geral na empresa, maior será seu poder perante os participantes de conselhos e demais integrantes da companhia.

Outro fator a ser considerado é tido pelas relações de proximidade do CEO com outros membros da organização. Moriarty (2005) apresenta as três visões para determinar se a remuneração dos executivos é justa ou se o contrato é ineficaz: a visão do acordo, a visão do deserto e a visão da utilidade. A visão do acordo aborda a percepção de que uma remuneração justa seria aquela oriunda de uma negociação em que se tenha distância entre CEOs e proprietários ou definidores da remuneração (negociação em que eles não tenham relações entre si). Isso não acontece porque, tradicionalmente, CEOs recebem remunerações de contratos feitos com conselhos de administração que são relacionados com eles próprios. Finalizando, os conselhos não são adequadamente independentes. A visão do deserto, onde um CEO deve receber o salário que merece, sendo determinado por sua contribuição para a empresa. A visão da utilidade é bem parecida com a visão do deserto. Na visão da utilidade um CEO deve ser remunerado pelas suas contribuições na empresa, mas baseado em uma contribuição futura que se espera.

Nessa perspectiva, a teoria do poder gerencial estabelece que relações entre definidores dos pacotes de remuneração e os membros remunerados de tais contratos geram conexões sociais entre si, que distanciam os contratos de remuneração do atendimento aos interesses primordiais da companhia (Bebchuk *et al.*, 2002), além do fato de que pode haver problemas relacionados ao monitoramento inadequado por parte dos conselhos (Chung *et al.*, 2015), dado que, em um cenário em que os mecanismos de governança não são eficientes, o há tendência para falhas de monitoramento e os contratos de incentivos são formulados de forma ineficaz (Ntim *et al.*, 2019). Apesar disso, quando o CEO é membro ou associado com a família controladora, há consistência da hipótese de alinhamento de interesses (Ali & Teulon, 2017).

Diante disso, relações entre o CEO e o controlador podem ser característicos de conexões entre eles, o que proporciona maior poder gerencial e induz a contratos de remuneração elaborados de forma a não maximizar o acionista. Como o controlador tem maior quantidade de conselheiros que estão dispostos a atenderem a seus objetivos, as relações entre o CEO e o controlador pode remeter a maior proximidade com o conselho de administração. Apesar disso, o controlador, através do conselho que lhe serve, tende a pressionar com maior intensidade o dirigente geral da companhia para ações no seu interesse.

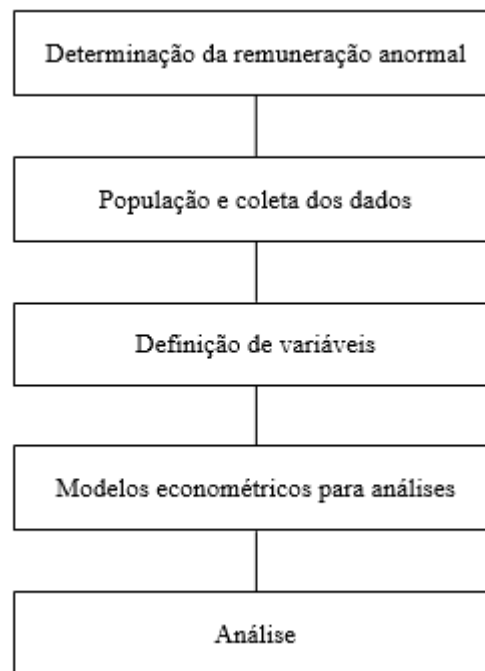
Devido à relevância demonstrada pela literatura de cada um desses fatores e como os mesmos não são considerados como instrumentos de governança corporativa, eles serão tratados nesta tese como variáveis de controle.

3. METODOLOGIA

Esta seção diz respeito aos procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa para atender aos objetivos propostos, incluindo discussão das estratégias para delimitação da população, obtenção, tratamento e análise dos dados.

Desse modo, a Figura 3 apresenta a sequência metodológica executada demonstrando os passos seguidos alcançar os objetivos da tese.

Figura 3 - Sequência metodológica da tese



Fonte: Elaboração própria.

3.1 Método para determinação da remuneração anormal

Enquanto pesquisas anteriores no Brasil analisaram a remuneração total dos executivos (Aguiar & Pimentel, 2017; Anjos *et al.*, 2019; Beuren *et al.*, 2020; Benini *et al.*, 2017; Lopes *et al.*, 2017), o presente trabalho mensura apenas a parte injustificada da remuneração, isto é, a parcela não representada pelos fatores que justificam os pacotes de pagamentos aos diretores executivos e CEOs das empresas listadas na bolsa.

Nesse contexto, o estudo de Core e Guay (2010) forneceu uma estrutura baseada no estabelecimento de que a remuneração deve ser fruto de habilidade, esforço e desempenho dos executivos. Sendo assim, caso os pagamentos reais sejam diferentes de tais fatores, estariam sendo pagos de forma injusta, ou seja, qualquer diferença entre a remuneração real dos executivos e a remuneração estimada por esses fatores seria considerada como injusta, seja para

maior ou para menor, o que, nesta tese, é denominado de anormal positivo (*overpayment*) e anormal negativo (*underpayment*), respectivamente. Em contrapartida, outros estudos já usam a diferença da remuneração real com a remuneração estimada para determinação dos pagamentos anormais através de modelos de regressão (Carter *et al.*, 2016; Dah & Frye, 2017; Gyapong *et al.*, 2020; Hill *et al.*, 2016; Hill *et al.*, 2018), atestando a confiabilidade do modelo utilizado.

Primeiramente, para detecção da remuneração anormal dos diretores executivos ou do CEO, foram realizadas regressões que usam como variáveis as bases para determinação da remuneração. Os modelos existentes na literatura usam variáveis para determinar a remuneração estimada e obtêm a remuneração anormal pela diferença dos valores estimados com os valores realmente pagos a título de remuneração (Brick *et al.*, 2006; Core *et al.*, 2008). Assim, este estudo segue a mesma metodologia, acrescentando a adoção dos fatores justificáveis dos pacotes de remuneração (Core & Guay, 2010).

Em vista disso, foram utilizados os fatores característicos de habilidade, esforço e desempenho que explicam de modo justificado a remuneração, seguindo os seguintes passos: i) identificação da remuneração real a partir do logaritmo natural da remuneração total do CEO; ii) identificação da remuneração esperada a partir de um modelo de regressão que considera os fatores justificáveis (oriundos de habilidade, esforço e desempenho) como variáveis independentes e o logaritmo natural da remuneração total do CEO como variável dependente; iii) cálculo da remuneração anormal (excessiva ou excessiva negativa) pela diferença entre a remuneração real (montante de pagamentos reais aos executivos) e remuneração esperada (oriunda do modelo de regressão que calcula a remuneração esperada).

Para chegar a uma equação representativa da remuneração estimada no contexto nacional, foi lançada a estratégia do princípio da parcimônia na seleção de variáveis representativas de habilidade, esforço e desempenho (Morettin & Tolo, 1981), partindo do modelo mais simples, apenas com variáveis disponíveis mais associadas à remuneração, dadas as peculiaridades de disponibilidade de dados no contexto brasileiro, bem como os problemas de forte associação entre variáveis independentes.

No Brasil, a remuneração dos CEOs não é evidenciada pelas empresas separadamente. Apesar disso, estudos anteriores (Costa *et al.*, 2016; Oliveira *et al.*, 2021; Sprenger *et al.*, 2017) estabeleceram uma métrica para determinação do cálculo da remuneração dos CEOs usando a remuneração do executivo mais bem pago da empresa, também conhecida como remuneração máxima.

A remuneração, tanto de diretores executivos, quanto do CEO, engloba todos os tipos de pagamentos, considerando a parte fixa (salário fixo, benefícios fixos, participações fixas e outros) e a parte variável (bônus, participação nos resultados, participações em reuniões, comissões, benefícios pós-emprego, cessação de cargo, baseada em ações e outros).

Destarte, foram considerados como *proxy* para a Remuneração dos Diretores Executivos os valores da remuneração total média dos membros da diretoria estatutária. Já para a Remuneração do CEO, a *proxy* utilizada foi a remuneração máxima, dada a ausência de informações separadamente do CEO e seguindo metodologia já estabelecida sobre remuneração de CEOs no Brasil (Costa *et al.*, 2016; Oliveira *et al.*, 2021; Sprenger *et al.*, 2017; Sprenger *et al.*, 2020).

As Equações 1 e 2 foram estimadas por setor da B3 e demonstram as variáveis representativas de habilidade, esforço e desempenho expostos por Core e Guay (2010), conforme o Quadro 1, seguindo a mesma metodologia e o mesmo modelo de estudos anteriores para encontrar a remuneração anormal (Brick *et al.*, 2006; Chung *et al.*, 2015; Core *et al.*, 2008), conforme Apêndice A.

O modelo de regressão usando a Remuneração dos Diretores Executivos pode ser visto na Equação 1:

$$REM.DE = \beta_0 + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 SEG.NEG.Dummy_{it} + \beta_5 EXPCEO.Dummy_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

O modelo de regressão usando a Remuneração do CEO pode ser visto na Equação 2:

$$REM.CEO = \beta_0 + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 SEG.NEG.Dummy_{it} + \beta_5 EXPCEO.Dummy_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Ressalte-se que: *REM.DE* é a variável dependente do modelo da Equação 1, aproximada pelo Logaritmo Natural (LN) da remuneração total média dos diretores executivos, dada pela remuneração total paga pela companhia dividida pelo total de diretores executivos, incluindo a remuneração fixa e variável dos diretores; *REM.CEO* é a variável dependente do modelo da Equação 2, aproximada pelo Logaritmo Natural (LN) da remuneração individual do CEO, dada pela remuneração individual do executivo mais bem pago da companhia, incluindo a remuneração fixa e variável do CEO; *TAM* é o tamanho da empresa, operacionalizado como o LN dos ativos totais; *ROA* é o retorno sobre os ativos; *MB* é o *market-to-book*, dado pelo valor de mercado da empresa em função do valor de patrimônio da empresa; *SEG.NEG.Dummy* é uma variável *dummy* sendo considerado “1” caso a empresa atue em segmentos diversificados

e, caso contrário, “0”; *EXPCEO.Dummy* é uma variável *dummy* que considera “1” se o CEO da empresa já tiver experiência como diretor presidente em outras companhias e, caso contrário, “0”; *it* é o efeito do tempo; por fim, ε é o erro inerente a qualquer modelo.

O Quadro 1 apresenta a definição das variáveis para os modelos de regressão das Equações 1 e 2. Cabe destacar que as Equações 1 e 2 foram utilizadas apenas para determinação da remuneração anormal de executivos e do CEO.

Quadro 1 - Definição das variáveis do modelo de regressão da remuneração esperada para remuneração do CEO.

Variáveis dependentes			
Variável	Operacionalização	Fonte dos dados	Referência
Remuneração dos Diretores Executivos (<i>REM.DE</i>)	Valor da remuneração total dos diretores executivos dividida pelo total de diretores executivos, compreendendo a parte fixa e variável. Foi utilizado o Logaritmo Natural (LN) da remuneração total média dos diretores executivos	FR (item 13.11)	Costa <i>et al.</i> (2016); Oliveira <i>et al.</i> (2021); Sprenger <i>et al.</i> (2017); Sprenger <i>et al.</i> (2020)
Remuneração do CEO (<i>REM.CEO</i>)	Valor da remuneração individual do CEO que compreende a remuneração fixa e variável. Foi utilizado o Logaritmo Natural (LN) da remuneração individual máxima	FR (item 13.11)	Costa <i>et al.</i> (2016); Oliveira <i>et al.</i> (2021); Sprenger <i>et al.</i> (2017); Sprenger <i>et al.</i> (2020)
Variáveis independentes			
Habilidade			
Variável	Operacionalização	Fonte dos dados	Referência
Tamanho da empresa (<i>TAM</i>)	Tamanho da empresa aproximado pelo LN ativo total	Econômática®	Blanes <i>et al.</i> (2020); Demerjian <i>et al.</i> (2012); Rosen (1992)
Experiência do CEO (<i>EXPCEO.Dummy</i>)	Variável <i>dummy</i> que recebe “1” caso o CEO já tenha atuado como diretor presidente em outra empresa, conforme exposto pelo formulário de referência; caso contrário, recebe “0”	FR (item 12.5/6)	Custódio <i>et al.</i> (2013); Murphy e Zabojsnik, (2007)
Esforço			
Variável	Operacionalização	Fonte dos dados	Referência
Segmento de negócios (<i>SEG.NEG.Dummy</i>)	Variável <i>dummy</i> que recebe “1” caso a empresa atue em mais de um segmento de negócios e, caso contrário, recebe “0”	FR (item 7.2b)	Albuquerque <i>et al.</i> (2018); Choi (2020); Dah e Frye (2017)
Desempenho			
Variável	Operacionalização	Fonte dos dados	Referência
Retorno sobre os ativos (<i>ROA</i>)	Retorno sobre os ativos aproximado pela relação do lucro antes dos juros e impostos com o ativo total	Econômática®	Chung, Judge e Li (2015); Liang, Renneboog e Sun (2015)
<i>Market-to-Book (MB)</i>	Relação entre o valor de mercado da empresa e o patrimônio líquido	Econômática®	Core <i>et al.</i> , (1999); Hill <i>et al.</i> (2016)

Fonte: Elaboração própria.

Após o cálculo dos valores da remuneração esperada para cada firma, calculou-se o valor da remuneração anormal na forma da Equação 3.

$$\text{Remuneração anormal} = \text{Remuneração real} - \text{Remuneração esperada} \quad (3)$$

Com isso, como a remuneração foi usada em logaritmo natural, conforme o Quadro 1, para normalizar em termos de escala foi preciso voltar aos valores absolutos para determinação da remuneração esperada em reais (R\$). Para tanto, antes do cálculo da remuneração anormal da Equação 3, foi aplicado o exponencial nos valores estimados, bem como nos valores da remuneração real. Após, foi obtida a remuneração anormal, que é a diferença entre o real e o esperado (estimado pelas Equações 1 e 2).

Uma vez que a remuneração anormal pode resultar em valores tanto maiores, quanto menores do que o esperado, a população foi dividida entre aqueles que receberam remuneração anormal acima da esperada (*overpayment*) e os que receberam remuneração anormal abaixo da esperada (*underpayment*). Esta separação tem fundamento no fato de que, tanto uma remuneração anormal positiva pode representar um ambiente mais propício para motivação ou de valores exorbitantes como forma de expropriação dos acionistas, quanto uma remuneração anormal negativa pode representar um ambiente que não motiva adequadamente os executivos (Brick *et al.*, 2006), justificando o uso das referidas medidas.

É possível perceber que baixos valores de remuneração anormal, seja positiva ou negativa, podem não ter representatividade nas análises, sugerindo a não consideração de tais valores como anormais. Isto significa que executivos e CEOs que recebem uma remuneração levemente superior à remuneração esperada podem ser considerados como normalmente compensados ao invés de excessivamente remunerados. Do mesmo modo, executivos e CEOs com remuneração levemente inferior à remuneração esperada também podem ser considerados como normalmente compensados ao invés de insuficientemente remunerados.

Diante disso, a medida de remuneração dos executivos e CEOs foi dividida conforme Dah e Frye (2017), em subcategorias, através de um intervalo de confiança utilizando o percentil:

- I. Remuneração anormal negativa: executivos e CEOs insuficientemente remunerados com valores de remuneração anormal negativa inferiores ao percentil 95;
- II. Remuneração anormal positiva: executivos e CEOs excessivamente remunerados com valores de remuneração anormal positiva superiores ao percentil 5;
- III. Remuneração normal: executivos e CEOs que sejam normalmente remunerados com valores de remuneração anormal negativa acima do percentil 95 e remuneração anormal positiva abaixo do percentil 5.

Após isso, foi aplicado o LN para normalização de escala dos valores que, novamente, estavam em reais. Considerando que a remuneração anormal negativa foi obtida quando os valores da remuneração real eram inferiores à remuneração esperada, consoante a Equação 3, tais medidas apresentaram valores negativos. Entretanto, em nenhum desses casos a remuneração foi menor que zero, mas, sim, menor que os valores esperados. Dessa maneira, para as variáveis de remuneração anormal negativa e geral, foi usado o módulo do valor na intenção de desconsiderar o sinal.

O Quadro 2 descreve as variáveis representativas da remuneração anormal obtidas a partir da diferença entre o real e o esperado, conforme já explanado.

Quadro 2 - Variáveis de Remuneração Anormal.

Variáveis dependentes		
Variável	Operacionalização	Fonte
Remuneração Anormal dos Diretores Executivos Positiva (<i>REM.AB.DE.Posit</i>)	Diferença positiva entre a remuneração real do CEO e a remuneração estimada dos diretores executivos, considerando valores superiores ao percentil 5	Equação 1; Equação 3
Remuneração Anormal dos Diretores Executivos Negativa (<i>REM.AB.DE.Neg</i>)	Diferença negativa entre a remuneração real do CEO e a remuneração estimada dos diretores executivos, em módulo, considerando valores inferiores ao percentil 95	Equação 1; Equação 3
Remuneração Anormal Geral dos Diretores Executivos (<i>REM.AB.DE</i>)	Diferença dos valores da remuneração real com os valores da remuneração esperada dos diretores executivos, sejam oriundos de <i>overpayment</i> ou de <i>underpayment</i> . É o somatório da remuneração anormal dos diretores executivos positiva com o módulo da remuneração anormal dos diretores executivos negativa	Equação 1; Equação 3
Remuneração Anormal do CEO Positiva (<i>REM.AB.CEO.Posit</i>)	Diferença positiva entre a remuneração real do CEO e a remuneração estimada do CEO, considerando valores superiores ao percentil 5	Equação 2; Equação 3
Remuneração Anormal do CEO Negativa (<i>REM.AB.CEO.Neg</i>)	Diferença negativa entre a remuneração real do CEO e a remuneração estimada do CEO, em módulo, considerando valores inferiores ao percentil 95	Equação 2; Equação 3
Remuneração Anormal Geral do CEO (<i>REM.AB.CEO</i>)	Diferença dos valores da remuneração real com os valores da remuneração esperada do CEO, sejam oriundos de <i>overpayment</i> ou de <i>underpayment</i> . É o somatório da remuneração anormal do CEO positiva com o módulo da remuneração anormal do CEO negativa	Equação 2; Equação 3

Fonte: Elaboração própria.

3.2 Descrição da população, coleta e tratamento dos dados

O universo da pesquisa é composto pelas empresas listadas na B3, sendo separadas por setores da bolsa, considerando o horizonte temporal de 2011-2020, conforme Apêndice A. Os dados foram coletados com o auxílio do *software* Economática®, *websites* da B3 e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sendo buscadas informações financeiras das demonstrações contábeis, bem como os Formulários de Referência (FR) das companhias.

Desse modo, a coleta dos dados sobre as informações financeiras foi realizada por meio das informações do *software* Economática[®], enquanto os FR foram obtidos no *website* da CVM e, quando não encontrados, foi procedida a busca no *website* da B3. Todos os dados coletados foram referentes a informações anuais posto que os FR com pacotes de remuneração são divulgados com essa periodicidade.

Para a coleta dos dados sobre remuneração, foram utilizados os FR que foram coletados diretamente do *website* da CVM entre os meses de janeiro e agosto de 2021, novamente devido ao período de divulgação pelas empresas da população. Para 14 empresas, os FR não foram encontrados na CVM, sendo procedida a busca no *website* da B3. As informações financeiras foram coletados diretamente do Economática[®], referentes às demonstrações contábeis e indicadores disponibilizados pelo referido *software* durante o mês de abril de 2021.

Para determinação da composição da população final do estudo foram considerados os seguintes critérios:

- I. intervalo temporal 2011-2020, após a instituição da normatização a respeito da padronização das informações sobre remuneração estabelecida pela Instrução Normativa (IN) nº 480/2009 da CVM, além de considerar o período em que as normas internacionais de contabilidade, *International Financial Reporting Standards* (IFRS), passaram a ser aplicadas de forma ampla no mercado de valores mobiliários do Brasil, considerando o total de 373 companhias ativas;
- II. exclusão de 54 companhias do setor financeiro devido a características peculiares do referido setor como normas tributárias e o padrão de regulação contábil de acordo com o Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF);
- III. exclusão de 83 empresas com dados faltantes, omitidos ou incompletos, necessários para o cálculo das variáveis, resultando em um total de 236 empresas.
 - a) das 236 empresas, 8 foram excluídas por não disponibilizarem os dados sobre remuneração total, resultando em 228 empresas para a população de análise dos diretores executivos;
 - b) das 236 empresas, 36 empresas foram excluídas por não disponibilizarem os dados sobre remuneração máxima, resultando em 200 empresas para a população de análise do CEO.

Dessa maneira, os dados brutos de cada empresa para cada ano de observação foram tabulados em planilhas eletrônicas do *Microsoft Office* 365 em um painel desbalanceado englobando os anos de 2011 a 2020, totalizando 10 anos de análise. O uso do painel desbalanceado se deu por conta da quantidade de observações para composição da população da pesquisa, bem como para que o estudo represente ao máximo o universo da pesquisa.

A população final para estimar a remuneração anormal dos diretores executivos foi de 228 empresas com 1.766 observações. Das 228 empresas analisadas, 12 apresentaram remuneração normal. Já para o CEO, a população foi de 200 empresas com 1.611 observações. Das 200 empresas analisadas, 11 apresentaram remuneração normal, considerando o intervalo de confiança utilizado, segundo Dah e Frye (2017).

O estudo compreende as análises da influência da governança corporativa sobre a Remuneração Anormal dos Diretores Executivos e a Remuneração Anormal do CEO, cada uma com suas devidas populações para análises Geral, do *Overpayment* e do *Underpayment*, como destacado no Quadro 3.

Quadro 3 - Descrição das populações do estudo.

Base de determinação	Análise	Número de empresas da população (2011-2020)	Número de observações da população (2011-2020)
Remuneração Anormal dos Diretores Executivos	Geral	216	1.677
	<i>Overpayment</i>	139	884
	<i>Underpayment</i>	77	793
Remuneração Anormal do CEO	Geral	189	1.530
	<i>Overpayment</i>	114	810
	<i>Underpayment</i>	75	720

Fonte: Elaboração própria.

3.3 Método para análise da remuneração anormal

O estudo examinou, inicialmente, as variáveis de remuneração anormal que foram obtidas utilizando modelos de regressão com variáveis dependentes oriundas dos pagamentos aos executivos e CEOs das companhias e identificadas as diferenças entre a remuneração real e remuneração esperada. Em seguida, foram realizadas análises para verificar o efeito da governança corporativa sobre a remuneração anormal, considerando cada variável dependente exposta no Quadro 2.

Para a análise dos dados considerando a remuneração recebida pelos executivos e CEO, os modelos foram considerados usando as parcelas não justificáveis da remuneração, sendo utilizadas as populações de empresas listadas na B3, de acordo com o Quadro 3.

Os modelos abaixo foram analisados através de regressão em painel por meio do *software* RStudio e são apresentados de maneira a demonstrar que cada um utiliza uma variável dependente, seja a remuneração anormal dos diretores executivos geral, positiva ou negativa ou a remuneração anormal do CEO geral, positiva ou negativa. Assim, são descritas as Equações 4, 5, 6, 7, 8 e 9:

$$REM.AB.DE = \beta_0 + \beta_1 TAM.CONSt + \beta_2 GENERO.CONSit + \beta_3 EXT.CONSit + \beta_4 COM.Gov.Dummy_{it} + \beta_5 COM.Audit.Dummy_{it} + \beta_6 CEODUAL.Dummy_{it} + \beta_7 ISE.Dummy_{it} + \beta_8 MDT.CEO_{it} + \beta_9 CEO_CONTR.Dummy_{it} + \beta_{10} SETOR.Dummy_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$REM.AB.CEO = \beta_0 + \beta_1 TAM.CONSt + \beta_2 GENERO.CONSit + \beta_3 EXT.CONSit + \beta_4 COM.Gov.Dummy_{it} + \beta_5 COM.Audit.Dummy_{it} + \beta_6 CEODUAL.Dummy_{it} + \beta_7 ISE.Dummy_{it} + \beta_8 MDT.CEO_{it} + \beta_9 CEO_CONTR.Dummy_{it} + \beta_{10} SETOR.Dummy_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$REM.AB.DE.Posit = \beta_0 + \beta_1 TAM.CONSt + \beta_2 GENERO.CONSit + \beta_3 EXT.CONSit + \beta_4 COM.Gov.Dummy_{it} + \beta_5 COM.Audit.Dummy_{it} + \beta_6 CEODUAL.Dummy_{it} + \beta_7 ISE.Dummy_{it} + \beta_8 MDT.CEO_{it} + \beta_9 CEO_CONTR.Dummy_{it} + \beta_{10} SETOR.Dummy_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$REM.AB.DE.Neg = \beta_0 + \beta_1 TAM.CONSt + \beta_2 GENERO.CONSit + \beta_3 EXT.CONSit + \beta_4 COM.Gov.Dummy_{it} + \beta_5 COM.Audit.Dummy_{it} + \beta_6 CEODUAL.Dummy_{it} + \beta_7 ISE.Dummy_{it} + \beta_8 MDT.CEO_{it} + \beta_9 CEO_CONTR.Dummy_{it} + \beta_{10} SETOR.Dummy_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$REM.AB.CEO.Posit = \beta_0 + \beta_1 TAM.CONSt + \beta_2 GENERO.CONSit + \beta_3 EXT.CONSit + \beta_4 COM.Gov.Dummy_{it} + \beta_5 COM.Audit.Dummy_{it} + \beta_6 CEODUAL.Dummy_{it} + \beta_7 ISE.Dummy_{it} + \beta_8 MDT.CEO_{it} + \beta_9 CEO_CONTR.Dummy_{it} + \beta_{10} SETOR.Dummy_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$REM.AB.CEO.Neg = \beta_0 + \beta_1 TAM.CONSt + \beta_2 GENERO.CONSit + \beta_3 EXT.CONSit + \beta_4 COM.Gov.Dummy_{it} + \beta_5 COM.Audit.Dummy_{it} + \beta_6 CEODUAL.Dummy_{it} + \beta_7 ISE.Dummy_{it} + \beta_8 MDT.CEO_{it} + \beta_9 CEO_CONTR.Dummy_{it} + \beta_{10} SETOR.Dummy_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Nesse sentido: *REM.AB.DE*, *REM.AB.CEO*, *REM.AB.DE.Posit*, *REM.AB.DE.Neg*, *REM.AB.CEO.Posit* e *REM.AB.CEO.Neg* são as variáveis dependentes de cada modelo, operacionalizadas conforme Quadro 2; *TAM.CONSt* é o tamanho do conselho, dado pelo número total de membros efetivos do conselho de administração; *GENERO.CONSit* é a diversidade de gênero dentro do conselho, dada pela proporção de membros efetivos do conselho de administração que são mulheres; *EXT.CONSit* são os membros externos dentro do conselho, dados pela proporção de membros efetivos do conselho de administração que declararam pertencerem apenas ao conselho; *COM.Gov.Dummy* é a presença de um comitê de governança, sendo uma variável *dummy* que recebe “1” em caso de existência de comitê de governança e, caso contrário, “0”; *COM.Audit.Dummy* é a presença de um comitê de auditoria, sendo uma variável *dummy* que recebe “1” em caso de existência de comitê de auditoria e, caso contrário, “0”; *CEODUAL.Dummy* é a dualidade do CEO, sendo uma variável *dummy* que recebe “1” caso o diretor presidente também ocupe a cadeira de presidente do conselho e, caso contrário, “0”;

ISE.Dummy é a participação no ISE, sendo uma variável *dummy* que recebe “1” caso a empresa participe do Índice de Sustentabilidade Empresarial e “0” caso contrário; *MDT.CEO* é o mandato do CEO, dada pelo prazo do mandato do CEO, em anos, na companhia; *CEO_CONTR.Dummy* é a relação do CEO com o controlador, sendo uma variável *dummy* que recebe “1” caso o CEO tenha relação com o controlador, sendo indicado por ele e, caso contrário, “0”; *SETOR.Dummy* é o setor de atuação da empresa na B3, sendo uma variável *dummy* para cada setor, que recebe “1” caso a empresa atue no referido setor e, caso contrário, “0”, sendo o setor de Bens Industriais considerado o setor de referência; *it* é o efeito do tempo; por fim, ε é o erro inerente a qualquer modelo.

Em resumo, o Quadro 4 apresenta uma síntese das variáveis independentes e de controle dos modelos para análise da remuneração anormal que buscam atingir o objetivo da pesquisa, uma vez que as variáveis dependentes já foram apresentadas anteriormente no Quadro 2.

Quadro 4 - Variáveis dos modelos para análise da Remuneração Anormal.

Variáveis independentes				
Variável	Operacionalização	Fonte dos dados	Referência	Relação esperada
Tamanho do conselho (<i>TAM.CONS</i>)	Número total de membros efetivos do conselho de administração *presidente do conselho considerado membro efetivo	FR (item 12.5/6)	Al Farooque <i>et al.</i> (2019); Crisóstomo <i>et al.</i> (2020); Frag <i>et al.</i> (2018); Ntim <i>et al.</i> (2019)	+
Diversidade de gênero no conselho de administração (<i>GENERO.CONS</i>)	Proporção de membros efetivos do conselho de administração que são mulheres	FR (item 12.5/6)	Dah e Frye (2017); Frag <i>et al.</i> (2018); IBGC (2015)	-
Membros externos no conselho (<i>EXT.CONS</i>)	Proporção de membros efetivos do conselho de administração que declararam pertencerem apenas ao conselho	FR (item 12.5/6)	Crisóstomo <i>et al.</i> (2020); Tang <i>et al.</i> (2011)	-
Comitê de governança (<i>COM.Gov.Dummy</i>)	“1” em caso de existência de um comitê de governança e, caso contrário, “0”	FR (item 12.7/8)	Barros <i>et al.</i> (2019); IBGC (2015)	-
Comitê de auditoria (<i>COM.Audit.Dummy</i>)	“1” em caso de existência de um comitê de auditoria e, caso contrário, “0”	FR (item 12.7/8)	Barros <i>et al.</i> (2019); IBGC (2015)	-
Dualidade do CEO (<i>CEODUAL.Dummy</i>)	“1” caso o diretor presidente também ocupe a cadeira de presidente do conselho e, caso contrário, “0”	FR (item 12.5/6)	Adithipyangkul e Leung (2019); Brandão <i>et al.</i> (2019); Cunha <i>et al.</i> (2016)	+
Variáveis de controle				
Variável	Operacionalização	Fonte dos dados	Referência	Relação esperada
Participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (<i>ISE.Dummy</i>)	“1” caso a empresa participe do ISE e “0” caso contrário	B3	IBGC (2015)	-
Mandato do CEO (<i>MDT.CEO</i>)	Número de mandatos do CEO em ano	FR (item 12.5/6)	Aguinis <i>et al.</i> (2018); Al-Najjar (2017); Bachmann <i>et al.</i> (2019); Park <i>et al.</i> (2018)	+
Relação do CEO com o controlador (<i>CEO.CONTR.Dummy</i>)	“1” caso o CEO tenha relação com o controlador e “0” caso contrário	FR (item 12.5/6)	Ali e Teulon (2017); Kuang <i>et al.</i> (2014);	+
Sector de atuação da empresa (<i>SETOR.Dummy</i>)	“1” caso a empresa atue no referido setor e “0” caso contrário (setor de Bens Industriais considerado o setor de referência)	Economática®	Al Farooque <i>et al.</i> (2019); Dah e Frye (2017); Ntim <i>et al.</i> (2019)	+/-

Fonte: Elaboração própria.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este tópico da tese busca analisar e discutir os resultados do estudo, sendo apresentada, inicialmente, a estatística descritiva das variáveis e, posteriormente, a análise dos resultados dos modelos em painel e pooled.

4.1 Análise descritiva

Com o objetivo de encontrar as variáveis de remuneração anormal, foi preciso coletar, primeiro, a remuneração real para que, depois, fosse obtida a remuneração esperada, possibilitando, por conseguinte, a obtenção da remuneração anormal que é dada pela diferença entre o real e o esperado.

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva dos dados da remuneração real, esperada e anormal. A fim de facilitar a apresentação e visualização, os referidos dados são apresentados em milhões de reais.

Tabela 1 - Estatística descritiva da Remuneração Real dos Diretores Executivos e CEO.

Variável	Média	Mediana	Desvio padrão
<i>REM.DE</i>	R\$ 2,64	R\$ 1,57	R\$ 5,17
<i>REM.Est.DE</i>	R\$ 1,99	R\$ 1,46	R\$ 2,06
<i>REM.AB.DE</i>	R\$ 2,08	R\$ 1,18	R\$ 4,90
<i>REM.CEO</i>	R\$ 3,76	R\$ 1,82	R\$ 6,44
<i>REM.Est.CEO</i>	R\$ 2,95	R\$ 1,70	R\$ 4,30
<i>REM.AB.CEO</i>	R\$ 3,45	R\$ 1,78	R\$ 5,79

Notas: A variável Remuneração dos Diretores Executivos (*REM.DE*) é o LN da remuneração real total dos diretores executivos dividida pelo número de diretores executivos da companhia, apresentando seus valores descritivos em milhões de reais (R\$). A variável Remuneração do CEO (*REM.CEO*) é o LN da remuneração real individual máxima da diretoria estatutária, incluindo o total da remuneração com a parte fixa e variável, apresentando seus valores descritivos em milhões de reais (R\$). *REM.Est.DE* é a remuneração esperada dos diretores executivos, dada pelos valores estimados do modelo para encontrar a remuneração anormal; *REM.AB.DE* é a remuneração anormal dos diretores executivos, dada pela diferença entre a remuneração real dos diretores executivos e a remuneração estimada; *REM.Est.CEO* a remuneração esperada do CEO, dada pelos valores estimados do modelo para encontrar a remuneração anormal; *REM.AB.CEO* é a remuneração anormal do CEO, dada pela diferença entre a remuneração real do CEO e a remuneração estimada.

Fonte: Elaboração própria.

Observando os valores reais recebidos pelos diretores executivos, percebe-se que, em média, receberam 2,6 milhões de reais por ano, com mediana de 1,5, significando que metade dos salários estão acima e outra metade abaixo de um milhão e meio de reais. O desvio padrão demonstrado de 5,1 indica alta variabilidade na remuneração dos diretores executivos.

Já os CEOs tiveram, em média, 3,7 milhões de remuneração por ano, com mediana de 1,8 e desvio padrão de 6,4, valores expressivamente maiores do que a média dos diretores executivos, tendo em vista o cargo de topo do executivo mais bem pago de cada companhia. Os dados indicam que pelo menos metade dos CEOs receberam até 1,8 milhões de reais e outra

metade receberam acima deste valor, com desvio padrão que demonstra alta variabilidade dos valores de remuneração recebido pelos CEOs.

A remuneração esperada diz respeito aos valores que se espera que os executivos e CEOs sejam remunerados, considerando-se que executivos e CEOs que recebam tais valores ou próximo disso estariam tendo seus pagamentos justificáveis pela sua habilidade, esforço e desempenho. Assim, espera-se que os pagamentos, para serem considerados justificados sejam, em média, quase 2 milhões de reais (1,99 *mi*) para diretores executivos e quase 3 milhões de reais (2,95 *mi*) para os CEOs.

Os valores de remuneração anormal foram obtidos a partir da Equação 3, que identifica a diferença entre o real e o esperado. Valores superiores ao esperado são considerados como *overpayment* e valores inferiores ao esperado são considerados *underpayment*, sendo o somatório do *over* e *underpayment* a remuneração anormal.

Ressalte-se que, conforme exposto na metodologia, foi atribuído um intervalo de confiança que caracteriza *overpayment* somente para as observações que tiveram remuneração anormal positiva superiores ao percentil 5 e *underpayment* somente para as observações que tiveram remuneração anormal negativa inferiores ao percentil 95.

Dessa forma, a remuneração anormal positiva encontrada só foi considerada caso o excedente ultrapassasse o percentil 5 e a remuneração anormal negativa encontrada só foi considerada caso o excedente negativo (insuficiência) fosse inferior ao percentil 95. Após isso, procedeu-se com a soma do *overpayment* e do *underpayment* para obtenção da remuneração anormal dos diretores executivos (*REM.AB.DE*) e do CEO (*REM.AB.CEO*).

Posto isso, a remuneração anormal (incluindo excessos e insuficiências) dos diretores executivos foi, em média, de 2,08 milhões, ao passo em que a remuneração anormal (incluindo excessos e insuficiências) do CEO foi, em média, de 3,4 milhões.

Isto significa que, na média, ao longo dos 10 anos da pesquisa, os executivos têm recebido um pouco mais que 2 *mi* e CEOs quase 3,5 *mi* a mais ou a menos do que deveriam, ou seja, de forma injustificada. Há que se considerar os valores mais próximos dos esperados (considerados como normais) que, apesar de serem diferentes da remuneração esperada, não foram considerados como anormais por serem levemente superiores ou levemente inferiores ao normal.

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva e os percentuais das variáveis usadas da análise da influência da governança corporativa na determinação da remuneração anormal de

diretores executivos e CEOs, demonstrando, de forma segregada, os valores descritivos de *overpayment* e *underpayment*.

Tabela 2 - Estatística descritiva/percentuais da Remuneração Anormal Positiva e Negativa dos Diretores Executivos e CEO.

Variável	<i>Overpayment</i> – Diretores Executivos			<i>Underpayment</i> – Diretores Executivos		
	Média	Mediana	Desvio padrão	Média	Mediana	Desvio padrão
<i>REM.AB.DE.Posit</i>	R\$ 2,82	R\$ 1,51	R\$ 6,59	-	-	-
<i>REM.AB.DE.Neg</i>	-	-	-	R\$ 1,25	R\$ 0,92	R\$ 1,10
<i>TAM.CON</i>	6,7885	7	2,4609	5,6999	5	2,2848
<i>GENERO.CON</i>	0,0866	0	0,1294	0,0778	0	0,1407
<i>EXT.CON</i>	0,9248	1	0,1260	0,8802	0,9231	0,1509
<i>MDT.CEO</i>	1,9140	2	0,7468	1,9121	2	1,0251
Variável	<i>Overpayment</i> – Diretores Executivos			<i>Underpayment</i> – Diretores Executivos		
	Percentual (%)			Percentual (%)		
<i>COMGov.Dummy</i>	40,27%			19,55%		
<i>COMAudit.Dummy</i>	52,26%			27,99%		
<i>CEODUAL.Dummy</i>	6,45%			16,02%		
<i>ISE.Dummy</i>	18,89%			8,07%		
<i>CEO_CONTR.Dummy</i>	70,70%			72,69%		
Variável	<i>Overpayment</i> – CEO			<i>Underpayment</i> – CEO		
	Média	Mediana	Desvio padrão	Média	Mediana	Desvio padrão
<i>REM.AB.CEO.Posit</i>	R\$ 4,52	R\$ 2,10	R\$ 7,47	-	-	-
<i>REM.AB.CEO.Neg</i>	-	-	-	R\$ 2,25	R\$ 1,45	R\$ 2,37
<i>TAM.CON</i>	6,6259	6	2,2844	5,7708	5	2,3572
<i>GENERO.CON</i>	0,0826	0	0,1185	0,0865	0	0,1485
<i>EXT.CON</i>	0,9162	1	0,1290	0,8918	1	0,1327
<i>MDT.CEO</i>	1,9144	2	0,7452	1,8895	2	0,7987
Variável	<i>Overpayment</i> – CEO			<i>Underpayment</i> – CEO		
	Percentual (%)			Percentual (%)		
<i>COMGov.Dummy</i>	36,63%			20,00%		
<i>COMAudit.Dummy</i>	53,70%			28,06%		
<i>CEODUAL.Dummy</i>	6,17%			14,31%		
<i>ISE.Dummy</i>	14,20%			8,75%		
<i>CEO_CONTR.Dummy</i>	71,48%			80,42%		

Notas: Valores da remuneração anormal dos diretores executivos e CEO estão em milhões de reais. *REM.AB.DE.Posit* é a remuneração anormal dos diretores executivos positiva; *REM.AB.DE.Neg* é a remuneração anormal dos diretores executivos negativa; *REM.AB.CEO.Posit* é a remuneração anormal do CEO positiva; *REM.AB.CEO.Neg* é a remuneração anormal do CEO negativa; *TAM.CON* é o tamanho do conselho; *GENERO.CON* é a diversidade de gênero no conselho; *EXT.CON* são os membros externos no conselho; *COMGov.Dummy* é a presença de comitê de governança; *COMAudit.Dummy* é a presença de comitê de auditoria; *CEODUAL.Dummy* é a dualidade do CEO; *ISE.Dummy* é a participação da empresa no ISE; *MDT.CEO* é o prazo de mandato do CEO; e *CEO_CONTR.Dummy* é a relação do CEO com o controlador.

Fonte: Elaboração própria.

A remuneração anormal positiva (*overpayment*) média dos diretores executivos foi quase três milhões de reais (2,82 *mi*), com desvio padrão de 6,59 *mi*. A mediana foi de 1,51 *mi*,

o que representa que, pelo menos metade da população pesquisada (a mais remunerada), apresenta excedente de remuneração de mais de um milhão e meio de reais, tendo uma grande dispersão de valores remuneratórios. Já quando se observa a remuneração anormal negativa (*underpayment*) do mesmo grupo de indivíduos, percebe-se uma média de 1,25 milhões com desvio padrão de 1,1 *mi*, com mediana indicando que 0,92 *mi*.

Ao observar os dados sobre a remuneração anormal do CEO, identificam-se valores bem mais expressivos, uma vez que o diretor presidente da companhia recebe remuneração, incluindo parte fixa e variável, maior do que os demais executivos. Desta maneira, o *overpayment* de CEOs é, em média, mais de quatro milhões e meio de reais, com mediana de 2,1 *mi* e desvio padrão de 7,47 *mi*. Em relação ao *underpayment*, este apresenta média de 2,25 milhões, com desvio padrão de 2,37 *mi* e mediana de 1,45 *mi*. Ressalte-se que, para a remuneração anormal negativa (*underpayment*), tanto de diretores executivos, quanto do CEO, os resultados observados na estatística descritiva dizem respeito aos valores inferiores aos que deveriam ter sido pagos.

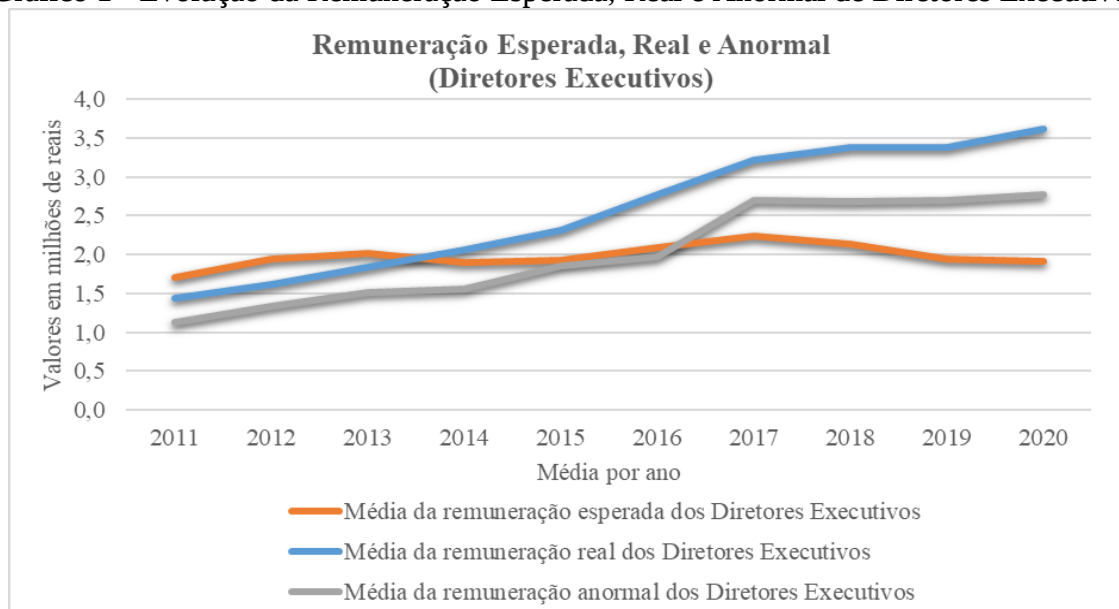
O resultado demonstra que os executivos são remunerados de forma anormal, não representando a justificativa baseada nos fatores de habilidade, esforço e desempenho, corroborando com Aguinis *et al.* (2018), que apresentaram resultados condizentes com a remuneração anormal de CEOs, sugerindo que os pacotes de remuneração são desvinculados da geração de valor para o acionista.

Tanto para os diretores executivos, quanto para os CEOs, percebe-se que os executivos são mais excessivamente remunerados do que insuficientemente remunerados. Apesar disso, o resultado é divergente de Gyapong *et al.* (2020), que evidenciaram maiores valores para CEOs menos remunerados do que excessivamente remunerados por meio de um estudo que analisa empresas no contexto da África do Sul.

A respeito das variáveis de governança corporativa, nota-se que, os conselhos de administração têm ainda uma média de aproximadamente 7 membros para os dados de *overpayment* dos diretores executivos e CEOs e quase 6 membros para os dados de *underpayment* dos diretores executivos e CEOs. Já quanto à proporção de membros externos nos conselhos de administração, verifica-se que aproximadamente 90% dos membros dos conselhos são externos à organização, isto é, não têm outra vinculação com a empresa mediante cargos e funções. Ressalta-se que todas as proporções são baseadas nos membros efetivos do conselho.

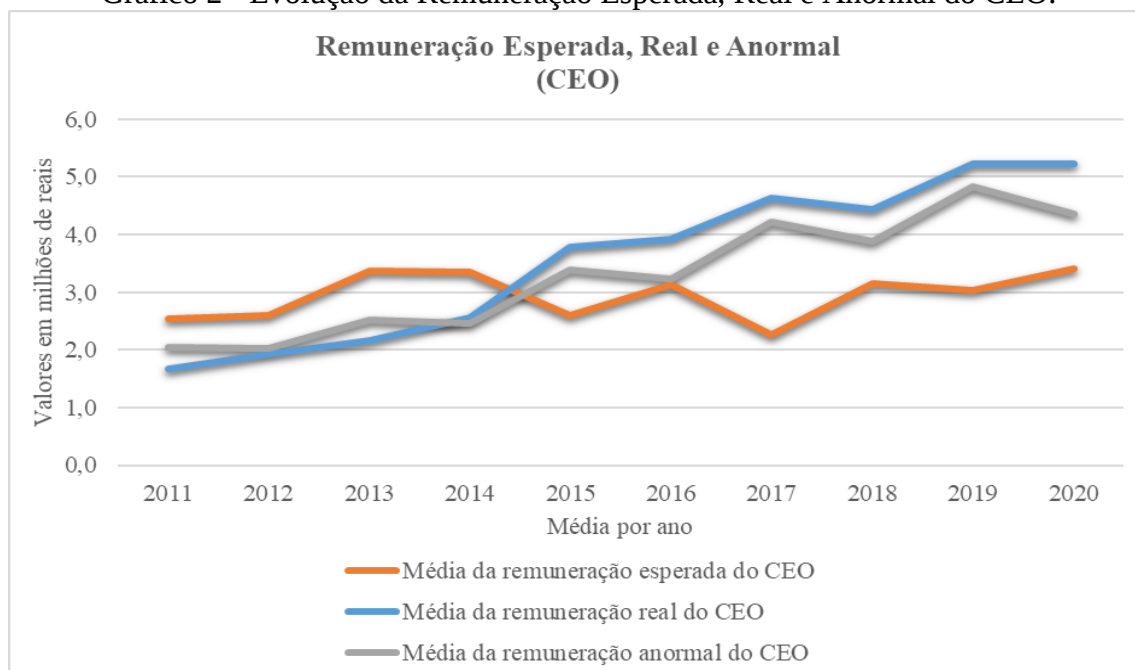
Os gráficos 1 e 2 apresentam uma comparação entre o que se espera em relação à remuneração justa, à remuneração real e à diferença entre a parte justa e a real, que é tida como a remuneração anormal para os dados de diretores executivos e CEO, respectivamente.

Gráfico 1 - Evolução da Remuneração Esperada, Real e Anormal de Diretores Executivos.



Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 2 - Evolução da Remuneração Esperada, Real e Anormal do CEO.



Fonte: Elaboração própria.

A partir da análise dos gráficos 1 e 2, percebe-se que a remuneração real média vem aumentando ao longo de 10 anos para os diretores executivos e o CEO. Quando observado o que se espera em termos de remuneração dos diretores e CEO, percebe-se que os pagamentos esperados, em média, são aproximadamente constantes para diretores executivos, sendo que,

para os CEOs, são observadas algumas oscilações ao longo dos anos, como pode ser visto no Gráfico 2, com oscilações mais acentuadas entre 2014 e 2018.

Também pode ser observado que os valores médios de remuneração anormal são crescentes ao longo dos anos, o que remete a um possível desalinhamento de interesses entre gestores e acionistas, dado que a tendência da remuneração esperada (justa) é mais constante, ao passo que a remuneração anormal tende a ser mais crescente ao longo dos 10 anos.

Tal resultado corrobora com Dah e Frye (2017), que também evidenciaram uma evolução positiva da remuneração anormal ao longo dos anos. Além disso, o resultado é condizente com a extração de renda por parte dos gestores (Bebchuk & Fried, 2006) que, de acordo com Core e Guay (2010), deveria ser pautada nos fatores de esforço, habilidade e desempenho dos executivos.

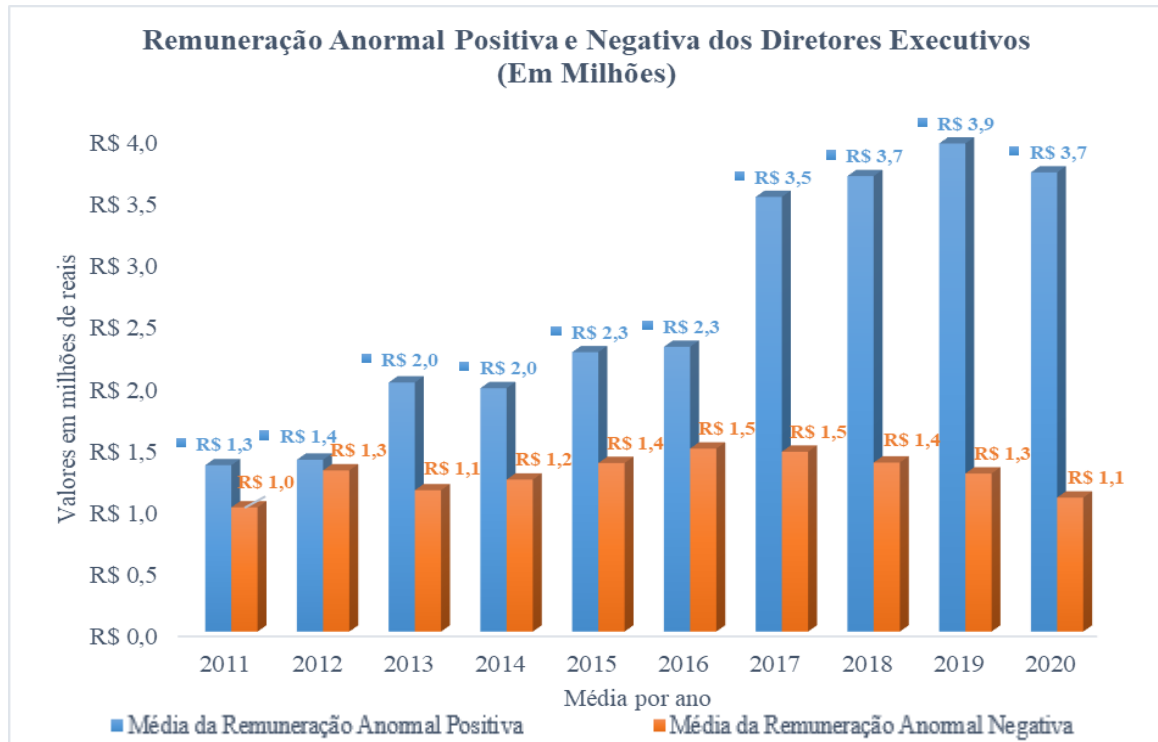
Tem-se ainda a possibilidade de haver consistência com a existência de *underpayment*, também sendo caracterizado como a existência de um pacote de remuneração que não é essencialmente suficiente para motivar o gestor adequadamente (Aguinis *et al.*, 2018; Hitt & Haynes, 2018).

Assim, encontrar meios para limitar a estratégia oportunista dos gestores e, conseqüentemente, refletir em um contrato de remuneração ótimo é uma forma de alinhar os interesses entre acionistas e gestores, sendo que um contrato ótimo passa por uma remuneração que é considerada justa. Por esta razão, Jensen *et al.* (2004) confirmam a necessidade de um pacote de remuneração eficaz em que não haja expropriação de riqueza dos acionistas, mas que também seja capaz de atrair, reter e motivar o executivo a atuar no interesse do proprietário.

Ao se analisar a comparação dos dados que tratam da remuneração real, esperada e anormal dos diretores executivos e do CEO, evidencia-se que há semelhança nas variações e tendências ao longo dos dez anos da pesquisa. Entretanto, percebe-se que os valores médios para o CEO são expressivamente maiores, dado que ele é considerado como o dirigente geral da companhia.

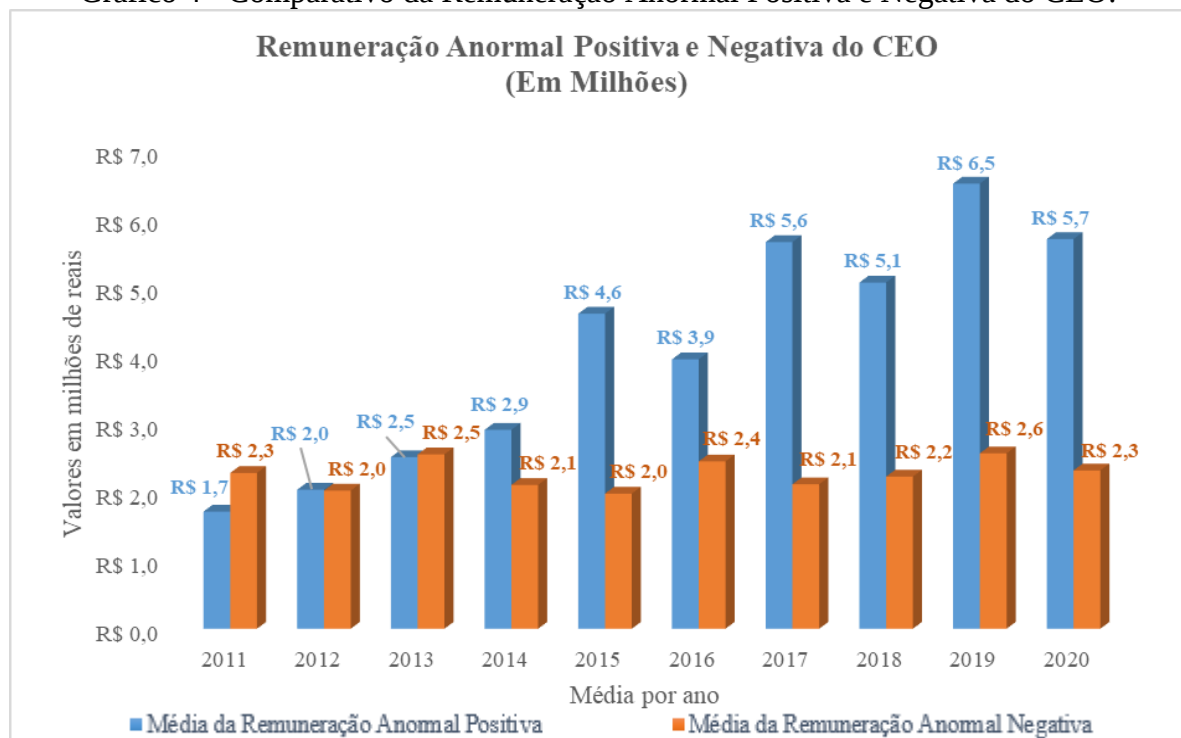
Os gráficos 3 e 4 apresentam o comparativo da remuneração anormal, considerando a parte positiva (*overpayment*), que representa os valores acima da parte justificável pelos fatores definidos por Core e Guay (2010) e a parte negativa (*underpayment*), que representa os valores inferiores ao justificável, para diretores executivos e do CEO, respectivamente.

Gráfico 3 - Comparativo da Remuneração Anormal Positiva e Negativa dos Diretores Executivos.



Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 4 - Comparativo da Remuneração Anormal Positiva e Negativa do CEO.



Fonte: Elaboração própria.

Percebe-se que, com base nos gráficos 3 e 4, para as duas populações (diretores executivos e CEO), a média do *overpayment* é, na maioria dos anos, superior à média do *underpayment*, sendo que, analisando apenas os diretores executivos, em todos os anos tem-se que a média do *underpayment* é inferior. É importante ressaltar que o *overpayment* e o

underpayment apresentam os valores excedentes ou excedentes negativos, respectivamente, não sendo os valores totais, mas, sim, a parcela que ultrapassa a remuneração esperada (para o *overpayment*) e a parcela que é menor do que a remuneração esperada (para o *underpayment*), considerando a forma de cálculo de tais variáveis, de acordo com a metodologia relatada anteriormente.

É observado que, para diretores e CEO, a média da remuneração anormal positiva tem tendência de crescimento ao longo do tempo, ao passo que a média da remuneração anormal negativa é mais constante nos 10 anos. Isto pode ser observado na variação do *overpayment* nesse período, que saiu de uma média de 1,3 *mi* em 2011, tendo um pico de 3,9 *mi* em 2019, chegando a uma média de 3,7 *mi* no último ano, 2020, considerando os diretores executivos. Já em relação ao CEO, saiu de uma média de 1,7 *mi* em 2010, passando por um pico de 6,5 *mi*, também em 2019, e chegando a uma média de 5,7 *mi* no ano de 2020. Os períodos em que a remuneração anormal positiva é mais pronunciada são os anos de 2017, 2018, 2019 e 2020 para os diretores executivos e, 2015, 2017, 2019 e 2020 para o CEO.

Quando se trata da variação do *underpayment* ao longo do período analisado, percebe-se que os dados referentes aos diretores executivos saiu de uma média de 1,0 *mi* em 2010 para uma média de 1,1 *mi* em 2020, sendo que não foi ultrapassada a média de 1,5 *mi* durante os anos analisados. Já para o CEO, teve início em 2010 com uma média de 2,3 *mi* e finalizou o período estudado com a mesma média de 2,3 *mi*, não ultrapassando a média de 2,6 *mi* durante os anos da análise.

Diante disso, percebe-se uma grande variação da remuneração anormal positiva e uma pequena variação da remuneração anormal negativa durante todo o período analisado. Como a análise da remuneração anormal negativa não mostra grande variação ao longo do período estudado, não se percebe pico acentuado com maior média de *underpayment*, apenas os anos de 2016 e 2017 com 1,5 *mi* para diretores executivos e 2019 com 2,6 *mi* para os dados do CEO.

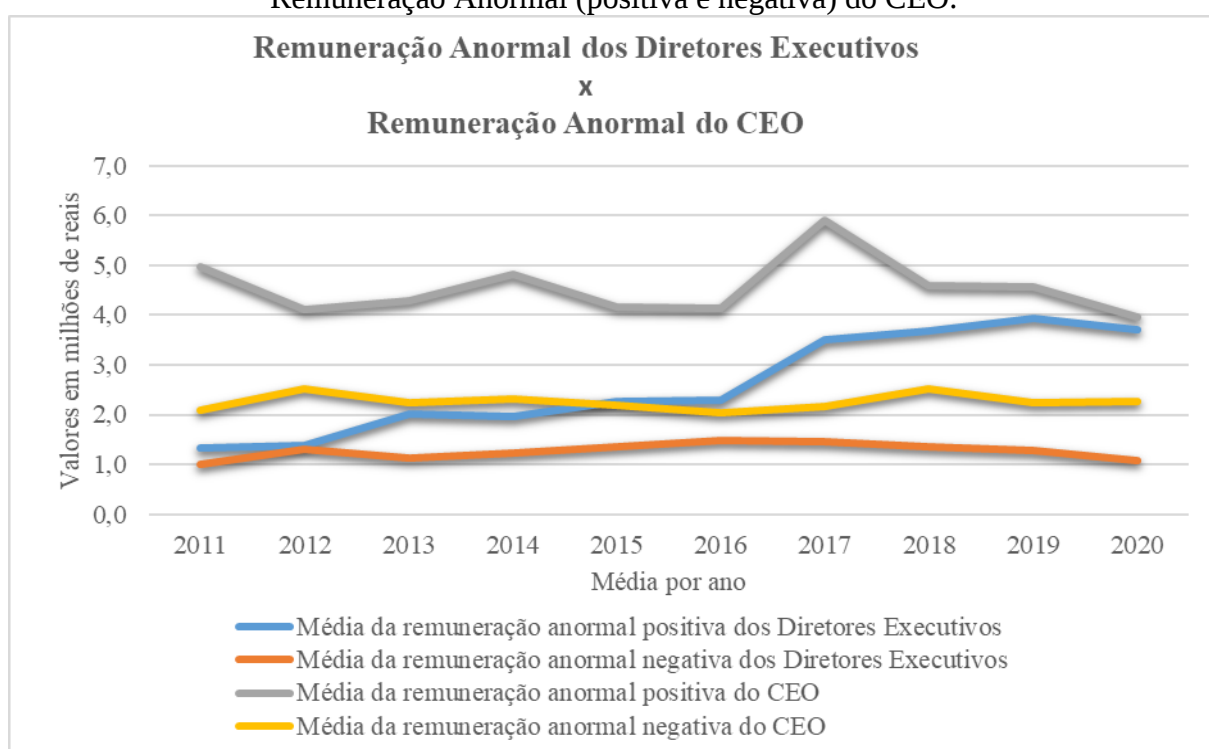
Com isso, a ineficácia dos contratos de remuneração existe quanto há a extração de pagamentos acima (*overpayment*) ou abaixo (*underpayment*) daquilo que pode ser considerado como remuneração justificada (Aguinis *et al.*, 2018).

É necessária atenção para empresas com pagamento insuficiente, tendo em vista que Ezzamel e Watson (1998), em particular, demonstraram a importância quanto ao desenho dos contratos de remuneração, porque pagar acima ou abaixo da taxa prevista do mercado de trabalho pode gerar extração de renda ou deficiências motivacionais, respectivamente.

Entretanto, como pode ser percebido, o problema se manifesta de forma mais severa quando há remuneração anormal positiva, que tem, em média, parcelas de valores injustificáveis (superiores) mais altos e com números crescentes ao longo dos anos do período estudado, enquanto a remuneração anormal negativa se pronuncia menos e com menor variação ao longo dos anos.

O Gráfico 5 aborda um comparativo entre o *overpayment* e o *underpayment* de diretores executivos e CEO, demonstrando a evolução comparativa ao longo dos 10 anos estudados.

Gráfico 5 - Remuneração Anormal (positiva e negativa) dos Diretores Executivos e Remuneração Anormal (positiva e negativa) do CEO.



Fonte: Elaboração própria.

Com base no exposto, o Gráfico 5 evidencia que o *overpayment* é pronunciado com maior intensidade do que o *underpayment* para diretores executivos e CEOs. Nota-se também que a média do *overpayment* do CEO foi superior na análise do CEO em comparação com a análise dos diretores executivos, tendo em vista o maior salário recebido pelo CEO. Tais resultados confirmam a evidência de extração de renda além do justificado em maior escala do que o pagamento insuficiente.

4.2 Análise dos resultados da remuneração anormal

A análise dos resultados utilizou modelos de dados em painel e pooled para identificar a influência das práticas de governança corporativa na remuneração anormal de diretores

executivos e CEOs. Diante disso, a Tabela 3 apresenta os modelos de regressão em painel com a remuneração anormal geral dos diretores executivos e do CEO.

Tabela 3 - Modelos para Remuneração Anormal Geral dos Diretores Executivos e Remuneração Anormal Geral do CEO.

Variável independente/ Variável de controle	Modelos – Remuneração Anormal dos Diretores Executivos e CEO	
	Modelo (I) - Remuneração Anormal Geral dos Diretores Executivos	Modelo (II) - Remuneração Anormal Geral do CEO
<i>TAM.CONS</i>	0,0539 ***	0,0583 ***
(VIF)	(1,46)	(1,45)
<i>GENERO.CONS</i>	0,8143 ***	-0,1867 ***
(VIF)	(1,03)	(1,05)
<i>EXT.CONS</i>	-0,0746	-0,4080 **
(VIF)	(1,36)	(1,36)
<i>COM.Gov.Dummy</i>	0,0064	0,0969 *
(VIF)	(1,36)	(1,40)
<i>COM.Audit.Dummy</i>	0,2392 ***	0,3259 ***
(VIF)	(1,30)	(1,33)
<i>CEODUAL.Dummy</i>	0,0829	-0,0120
(VIF)	(1,29)	(1,27)
<i>ISE.Dummy</i>	0,2051 ***	0,1238
(VIF)	(1,21)	(1,20)
<i>MDT.CEO</i>	0,0861 ***	0,1063 **
(VIF)	(1,03)	(1,05)
<i>CEO_CONTR.Dummy</i>	-0,0922 *	-0,2053 ***
(VIF)	(1,12)	(1,13)
<i>SETOR.Dummy</i>	Sim ***	Sim ***
(VIF)	(1,68)	(1,70)
(Constante)	13,1984 ***	13,9908 ***
(VIF)	(-)	(-)
Teste F	0,0000	0,0000
R ² ajustado	0,1548	0,1878
R ²	0,1639	0,1973
Nº de observações	1.677	1.530
Teste Chow	Sig. 0,0000	Sig. 0,0000
Teste Lagrange	Sig. 0,0000	Sig. 0,0000
Teste Hausman	Sig. 0,9468	Sig. 0,5557

Notas: Para o Modelo (I), a variável dependente foi *REM.AB.DE*, que é a remuneração anormal geral dos diretores executivos. Para o Modelo (II), a variável dependente foi *REM.AB.CEO*, que é a remuneração anormal geral do CEO; *TAM.CONS* é o tamanho do conselho; *GENERO.CONS* é a diversidade de gênero no conselho; *EXT.CONS* são os membros externos no conselho; *COMGov.Dummy* é a presença de comitê de governança; *COMAudit.Dummy* é a presença de comitê de auditoria; *CEODUAL.Dummy* é a dualidade do CEO; *ISE.Dummy* é a participação da empresa no ISE; *MDT.CEO* é o prazo de mandato do CEO; *CEO_CONTR.Dummy* é a relação do CEO com o controlador; e *SETOR.Dummy* é o setor de atuação da empresa.

Nível de significância: *** 1% ** 5% * 10%

Fonte: Elaboração própria.

Conforme pode ser visto na Tabela 3, os modelos para remuneração anormal de diretores executivos e CEO são significantes, de acordo com os testes F apresentados. Em relação ao número de observações, percebe-se que o modelo para os diretores executivos detém um

número maior de observações (1.677 Obs) do que o modelo para CEO (1.530 Obs). Tal fato se deve à indisponibilidade de dados sobre a remuneração máxima (*proxy* para remuneração do CEO) por algumas empresas em alguns anos, devido à decisão liminar ou outros fatores, segundo explicado na metodologia.

Como se trata de um modelo em painel, foram realizados os testes para verificação do modelo mais adequado para análise dos dados, sendo que o teste F de Chow apresentou nível de significância menor que 5%, sugerindo rejeição da hipótese nula de que o efeito dos indivíduos não são significantes. Por isso, pode-se considerar que o modelo de efeitos fixos é mais adequado em relação ao modelo pooled. O teste multiplicador e Lagrange também apresentou resultado para rejeitar a hipótese nula de que os efeitos do painel não são significantes, demonstrando que o modelo de efeitos aleatórios é superior ao pooled para os dados em questão. Foi percebido, então, que os modelos de efeitos fixos e aleatórios são considerados superiores ao pooled, restando testar qual modelo mais adequado entre fixo e aleatório. Assim, procedeu-se com o teste de Hausman que apresentou valor p de suporte para rejeitar a hipótese alternativa de que o efeito aleatório é inconsistente. À vista disso, aceita-se a hipótese nula de que o painel de efeitos aleatórios é consistente e mais adequado tanto para o modelo da remuneração anormal dos diretores executivos (I), quanto para o modelo da remuneração anormal do CEO (II), sendo usados tais modelos em ambos os casos.

Foi testada a presença de multicolinearidade em ambos os modelos através do *Variance Inflation Factor* (VIF), não sendo detectado nenhum problema entre as variáveis, visto que os valores VIF foram todos abaixo de 10, conforme pode ser visto na Tabela 3. Em relação à distribuição dos erros, é possível assumir a hipótese de normalidade, tendo em vista o teorema do limite central que assume normalidade para grandes volumes de dados (Gujarati & Porter, 2011). Os modelos usam erro padrão robusto de White para eliminar possíveis problemas de heterocedasticidade, resultando em modelos robustos (Fávero & Belfiore, 2017) e permitindo maior segurança nas análises, considerando a significância das associações.

De acordo com a Tabela 3 e consistente com a literatura anterior sobre o tamanho do conselho, os resultados apontam para uma associação significativa e de coeficiente positivo com a remuneração anormal. Isto significa que conselhos grandes tendem a apresentar maiores valores de remuneração anormal geral para os membros da diretoria executiva e para os CEOs.

Al-Najjar (2017) também encontrou resultados semelhantes, assim como Ali e Teulon (2017), que demonstraram associação significativa entre tamanho do conselho e os pacotes de remuneração. Como pontuado, conselhos menores acabam sendo mais coesos nas decisões e

podem ser úteis na implementação de pacotes de remuneração mais eficazes (Core *et al.*, 1999), como pode ser visto pelos resultados com a redução de remuneração anormal.

Já em relação à diversidade de gênero, para os dados dos diretores executivos, é possível perceber uma associação contrária à literatura anterior que demonstra a participação feminina como mecanismo de governança que induz a contratos de remuneração mais ajustados (Ain *et al.*, 2020, Sarhan, 2018, Ullah *et al.*, 2019), tendo em vista que os resultados indicaram que a proporção de membros do conselho do sexo feminino tende a aumentar a remuneração anormal, não sendo um mecanismo útil de governança.

Já quando analisados os resultados para os CEOs, percebeu-se que a proporção de mulheres no conselho de administração induz a contratos de remuneração mais justos. Como mulheres são mais aversas ao risco, tendo sua presença no conselho associada a menores custos de agência (Ain *et al.*, 2020), a participação feminina nos conselhos de administração é capaz de representar um mecanismo de governança que contribui para a redução da remuneração anormal, mas apenas observando os contratos de remuneração pagos individualmente ao CEO. Sendo assim, os achados são condizentes com Sarhan (2018) e Ullah *et al.* (2019), que consideram a diversidade de gênero como um importante mecanismo de governança corporativa.

A proporção de membros externos no conselho mostrou-se negativamente associada com a remuneração anormal geral do CEO. Entretanto, tal resultado não é pronunciado para a remuneração anormal geral de diretores executivos, tendo em vista que, apesar da associação negativa, não foi identificada significância na relação, o que não se traduz em influência da proporção dos membros externos dentro do conselho para redução de remuneração anormal geral de diretores executivos.

Os resultados sobre a associação negativa da variável que representa a proporção de conselheiros externos (*EXT.CON*) com a remuneração anormal do CEO é condizente com Bebchuk *et al.* (2002) que demonstraram que conselheiros externos são mais eficazes no monitoramento das ações e do desempenho do CEO. Desta maneira, quando a proporção de membros externos aumenta, há uma melhoria no monitoramento do CEO (Bebchuk *et al.*, 2002), fazendo com que se aumente a eficácia dos contratos de remuneração do CEO. Como o resultado não é pronunciado para os dados dos diretores executivos, é provável que, quando considerados todos os executivos da diretoria estatutária, o impacto causado pelo

monitoramento não seja tão eficaz para os diretores executivos quanto é para a supervisão do CEO da organização.

Já em relação aos comitês de assessoramento ao conselho, percebeu-se que a presença de comitê de governança, de risco ou financeiro não influencia na determinação de remuneração anormal, considerando a significância mínima de 5%. Apesar disso, ao considerar o nível de significância de 10%, pode-se afirmar que o comitê de governança induz a contratos de remuneração menos ajustados para os CEOs, dado que a associação a 10% teve coeficiente positivo.

Já a presença de comitê de auditoria apresentou associação positiva e significativa com a remuneração anormal tanto para diretores executivos quanto para CEO. Significa dizer que a existência de um comitê de auditoria na organização não é considerado como um mecanismo de governança capaz de reduzir práticas oportunistas com remuneração anormal. O resultado vai de encontro com a literatura anterior, que apresenta comitês de assessoramento tidos como boas práticas de governança corporativa (Al-Ahdal *et al.*, 2020; Barros *et al.*, 2019), sendo merecida a atenção para comitês de assessoramento que tenham composição independente dos membros internos da organização para que atuem de acordo com o interesse dos proprietários.

Em relação à ocupação da cadeira de presidente do conselho pelos diretores presidentes, os resultados demonstram que a dualidade do CEO não apresentou associação estatisticamente significativa. A realidade do Brasil pode ser caracterizada como diferente dos países desenvolvidos, que apresentaram estudos com relação significativa quanto à dualidade do CEO, pois, estudos brasileiros demonstraram que, diferentemente das pesquisas internacionais, não há uma relação significativa entre remuneração e dualidade do CEO (Dutra & Ceretta 2020; Cunha *et al.*, 2016; Brandão *et al.*, 2019). O mesmo ocorre quando se analisa separadamente a remuneração baseada em ações (Ermel & Medeiros, 2020).

Quanto às variáveis de controle, depreende-se que a participação no ISE é associada à remuneração anormal para diretores executivos, resultado que não se repete para a remuneração do CEO. O indicador de desempenho ambiental para empresas reconhecidas com o selo de sustentabilidade empresarial no Brasil, não representa uma prática adequada quando se trata de contratos de remuneração. É preciso considerar que os fatores relacionados ao meio ambiente também podem ser considerados, mas é preciso que, conforme Ikram *et al.* (2019), haja vinculação de remuneração executiva às práticas ambientais, de segurança e de responsabilidade social corporativa.

O mandato do CEO é positivamente associado com a remuneração anormal geral para diretores executivos e para o CEO. Os resultados corroboram com o estudo de Herawaty e Solihah (2019) que demonstraram que o mandato do CEO gera práticas oportunistas. Isto sugere que o CEO, com maior nível de poder por conta de sua estabilidade maior no prazo do mandato, tende a influenciar na elaboração de contratos de remuneração tanto para o total dos diretores executivos, quanto para si próprio. Darouichi *et al.* (2021) demonstraram que é mais adequado um mandato menor do CEO para redução de seu poder gerencial, pois, quando são detentores de maior nível de poder, CEOs tendem a agir no seu interesse, não atendendo aos objetivos dos acionistas.

Ao observar empresas em que o CEO tem relação com o controlador, percebeu-se uma associação negativa, ao nível de significância de 10% para diretores executivos e de 5% para o CEO. Se for considerada a fronteira do nível de significância tanto de 5% quanto de 10%, os achados apontam para menor remuneração anormal nas empresas em que o CEO têm relação com o controlador.

Os resultados quanto à proximidade do CEO com o controlador indicam que a associação é mais pronunciada na análise que contempla apenas a remuneração do CEO, posto que, quando se analisa a remuneração dos diretores executivos, percebe-se que somente há significância o nível de 10%. Os resultados podem ser mais condizentes com o alinhamento de interesses a partir da relação do CEO com o controlador, visto que tal relação ameniza contratos de remuneração ineficazes, tal como ocorre alinhamento de interesses em Ali e Teulon (2017). Ainda assim, os resultados são divergentes da hipótese de poder gerencial quanto à proximidade do CEO com o controlador, uma vez que, para Bebchuk *et al.* (2002), a existência de conexões sociais gera uma situação de proximidade entre o controlador e o CEO, contrariando a definição de pacotes de remuneração mais ajustados para o atendimento aos interesses do acionista. Tal resultado é evidente principalmente para a análise de remuneração do CEO, que é o próprio relacionado com o controlador na variável em questão.

Os setores também se mostraram significantes, indicando que o setor de atuação da B3 influencia na determinação de remuneração anormal tanto para diretores executivos, quanto para o CEO. É possível afirmar que alguns setores apresentam relação positiva e significativa, sendo determinantes para a remuneração anormal, tais como os setores de comunicações, consumo cíclico, consumo não cíclico e materiais básicos. Apesar disso, o setor de utilidade pública apresentou associação negativa e significativa com a remuneração anormal. Os resultados são semelhantes para a análise de diretores executivos e do CEO.

Continuando com a análise dos dados, a Tabela 4 apresenta os modelos de regressão em painel, sendo apresentados os modelos I, II, III e IV para identificar se as práticas de governança são capazes de influenciar o *overpayment* e o *underpayment*.

Tabela 4 - Modelos para *Overpayment* e *Underpayment* da Remuneração Anormal dos Diretores Executivos e CEO.

Variável independente/ Variável de controle	Modelos - Remuneração Anormal dos Diretores Executivos		Modelos - Remuneração Anormal do CEO	
	Modelo (I) <i>Overpayment</i>	Modelo (II) <i>Underpayment</i>	Modelo (III) <i>Overpayment</i>	Modelo (IV) <i>Underpayment</i>
<i>TAM.CONS</i>	0,0701 *** (1,43)	0,0049 (1,39)	0,1072 *** (1,39)	-0,0167 (1,52)
<i>GENERO.CONS</i>	1,3254 *** (1,07)	0,4417 (1,08)	-0,1889 (1,04)	-0,1371 (1,10)
<i>EXT.CONS</i>	0,1313 (1,26)	-0,5634 *** (1,42)	-0,2482 (1,22)	-0,3296 (1,49)
<i>COM.Gov.Dummy</i>	-0,0673 (1,34)	-0,0436 (1,33)	0,0515 (1,34)	0,0037 (1,38)
<i>COM.Audit.Dummy</i>	0,3485 *** (1,18)	-0,0558 (1,37)	0,3328 *** (1,20)	0,1258 (1,41)
<i>CEODUAL.Dummy</i>	0,2487 (1,23)	-0,0433 (1,36)	0,0728 (1,19)	0,0185 (1,33)
<i>ISE.Dummy</i>	0,0803 (1,25)	0,1560 (1,17)	0,2324 ** (1,22)	-0,1898 (1,22)
<i>MDT.CEO</i>	0,0649 (1,05)	0,1110 *** (1,03)	0,1327 *** (1,06)	0,0310 (1,05)
<i>CEO_CONTR.Dummy</i>	-0,1414 ** (1,19)	-0,0422 (1,11)	-0,2575 *** (1,16)	0,0721 (1,18)
<i>SETOR.Dummy</i>	Sim *** (1,95)	Sim *** (1,77)	Sim *** (1,73)	Sim *** (2,10)
(Constante)	13,1301 *** (-)	13,5787 *** (-)	13,7697 *** (-)	14,0579 *** (-)
Teste F	0,0000	0,0075	0,0000	0,0001
R ² ajustado	0,3767	0,0574	0,3696	0,0752
R ²	0,3894	0,0788	0,3829	0,0983
Nº de observações	884	793	810	720
Teste Chow	Sig. 0,0000	Sig. 0,3294	Sig. 0,0000	Sig. 0,9078
Teste Lagrange	Sig. 0,0000	Sig. 0,4581	Sig. 0,0000	Sig. 0,9086
Teste Hausman	Sig. 0,8352	-	Sig. 0,8543	-

Notas: Para o Modelo (I), a variável dependente foi a *REM.AB.DE.Posit*, que é a remuneração anormal dos diretores executivos positiva. Para o Modelo (II), a variável dependente foi a *REM.AB.DE.Neg*, que é a remuneração anormal dos diretores executivos negativa. Para o Modelo (III), a variável dependente foi a *REM.AB.CEO.Posit*, que é a remuneração anormal do CEO positiva. Para o Modelo (IV), a variável dependente foi a *REM.AB.CEO.Neg*, que é a remuneração anormal do CEO negativa. *TAM.CONS* é o tamanho do conselho; *GENERO.CONS* é a diversidade de gênero no conselho; *EXT.CONS* são os membros externos no conselho; *COMGov.Dummy* é a presença de comitê de governança; *COMAudit.Dummy* é a presença de comitê de auditoria; *CEODUAL.Dummy* é a dualidade do CEO; *ISE.Dummy* é a participação da empresa no ISE; *MDT.CEO* é o prazo de mandato do CEO; *CEO_CONTR.Dummy* é a relação do CEO com o controlador; e *SETOR.Dummy* é o setor de atuação da empresa.

Nível de significância: *** 1% ** 5% * 10%

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com a Tabela 4, em relação ao modelo I sobre o *overpayment* dos diretores executivos, foi utilizado o modelo de efeitos aleatórios, posto que o teste F de Chow sugere que o modelo fixo é mais adequado do que o pooled, que o teste multiplicador de Lagrange sugere que o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado do que o pooled e, por fim, que o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado do que o modelo de efeitos fixos. Percebe-se, assim, que o modelo é significativo, tendo em vista o teste F do modelo de regressão, com um número de 884 observações. Não foram encontrados problemas com multicolinearidade, tendo em vista que os valores VIF são todos menores que 10. Todos os modelos (I, II, III e IV) usam erros padrão robustos de White para eliminar problemas com heterocedasticidade (Fávero & Belfiore, 2017).

Quando se fala sobre o *underpayment* dos diretores executivos, é possível a significância do modelo através do teste F percebe-se que o modelo é significativo ao nível de 1%, sendo 793 o número de observações. O modelo utilizado foi o pooled, tendo em vista que o teste F de Chow demonstrou que este é mais adequado do que o modelo de efeitos fixos, ao passo em que o teste multiplicador de Lagrange demonstrou resultado que suporta a escolha do modelo pooled ao invés do modelo de efeitos aleatórios.

Em relação ao *overpayment* do CEO, percebe-se que o modelo é significativo e contempla 810 observações. O modelo utilizado foi o de efeitos aleatórios, tendo em vista o teste F de Chow, que apresentou significância menor que 5%, sugerindo modelo de efeitos fixos ao invés de pooled; o teste multiplicador de Lagrange sugeriu o modelo de efeitos aleatórios ao invés de pooled; e o teste de Hausman demonstrou que o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado do que o modelo de efeitos fixos. Sendo assim, foi utilizado o modelo de efeitos aleatórios que, por sua vez, não apresentou problemas com multicolinearidade, posto que todos os valores de VIF foram inferiores a 10, conforme pode ser observado na Tabela 4.

Já em relação ao *underpayment* do CEO, é possível perceber que o modelo é significativo ao nível de 1%, de acordo com o teste F apresentado, contando com 720 observações. O modelo utilizado foi o pooled, dado que o teste F de Chow apresentou resultado que demonstra que o pooled é superior ao modelo de efeitos fixos e o teste multiplicador de Lagrange demonstrou que o modelo de pooled também é mais adequado do que o modelo de efeitos aleatórios. Também não foram encontrados problemas com multicolinearidade, tendo em vista que, conforme a Tabela 4, nenhuma variável apresentou valor VIF maior que 10.

A análise sobre o tamanho do conselho demonstrou associação positiva e estatisticamente significativa nos modelos de *overpayment* para a remuneração anormal dos

diretores executivos e do CEO, fornecendo suporte para afirmar que, quanto maior o tamanho do conselho de administração, maior a chance de que diretores executivos e CEO sejam excessivamente remunerados. Quando se analisa o *underpayment*, não se evidencia associação com significância estatística, não suportando afirmações a respeito da relação entre tamanho dos conselhos e remuneração anormal negativa para nenhum dos modelos (II e IV).

Ao se observar a literatura base, Jensen (1993) afirmou que grandes conselhos enfraquecem a estrutura de governança porque uma grande quantidade de conselheiros para tomada de decisão tende a comprometer o monitoramento do conselho. Isto é claramente percebido no presente estudo, onde empresas com conselhos muito numerosos tendem a apresentar pacotes de remuneração menos eficazes e executivos são remunerados em montantes maiores do que o que seria merecido pelo seu esforço, habilidade e desempenho.

Tal resultado corrobora com o pensamento de Lo e Wu (2016), que afirmam que conselhos com menor número de membros são considerados como melhores em questão de monitoramento de executivos, sendo mais eficazes para barrar contratos de remuneração que não estejam em convergência com os interesses dos acionistas. Em contraste, o resultado é divergente de Ali e Teulon (2017), que encontraram associação negativa entre grandes conselhos e remuneração, afirmando que, no contexto estudado, CEOs não são capazes de controlar decisões de grandes conselhos para obter maiores valores de remuneração.

Os achados podem demonstrar a importância da limitação de grandes conselhos que, como declara Rashid (2020), é uma das características de governança mais amplamente estudada. Core *et al.* (1999) também seguem na mesma linha, sugerindo a adoção de conselhos menores para caracterização de boa governança e, conseqüentemente, atingir a eficácia na definição de contratos de remuneração.

A diversidade de gênero apresentou associação estatisticamente significativa apenas no *overpayment* de diretores executivos. A presença feminina no conselho não mostrou significância nas relações com os outros modelos (II, III e IV) quando se analisa separadamente a parte positiva e a negativa da remuneração anormal.

Com isto, o resultado traz implicações para a literatura. Quando o conselho define a remuneração de todos os diretores executivos conjuntamente, a presença de mulheres mostra-se como influente, o que não ocorre na definição do contrato de remuneração do CEO, que recebe um pacote de bônus consideravelmente superior aos demais executivos. As associações

também não se manifestam como significantes nas análises da remuneração anormal negativa, implicando que a proporção de mulheres no conselho não determina o *underpayment*.

Tendo em vista que os contratos de remuneração menos eficazes estão associados ao monitoramento mais fraco do conselho (Dah & Frye, 2017) e que os conselhos desempenham o papel de supervisão (Chung *et al.*, 2015), o aumento da proporção de mulheres no conselho pode dificultar a supervisão quando se trata apenas de contratos de remuneração de todos os diretores executivos que recebem pagamento superior ao esperado, mas o mesmo não ocorre quando se observa o contrato de remuneração do CEO.

Diante disso, pode-se considerar que a proporção de mulheres conselheiras induz a contratos de remuneração menos eficazes, considerando os pagamentos excessivos, mas apenas para diretores executivos, posto que a remuneração anormal positiva do CEO não é afetada pela diversidade de gênero nos conselhos.

A proporção de membros externos não demonstrou significância estatística na análise do *overpayment* para diretores executivos e CEOs. Já em relação à remuneração anormal negativa, a análise de diretores executivos demonstrou a existência de associação estatisticamente significativa com coeficiente negativo entre a proporção de membros externos com o *underpayment* de diretores executivos, relação que não se pronuncia na análise dos CEOs.

A independência do conselho, apesar de ser um instrumento de governança considerado como importante na determinação da remuneração do CEO, segundo Al-Najjar (2017), ao que pode ser percebido, não se mostrou impactante quando se analisa o mercado brasileiro e considerando a análise separada da remuneração anormal positiva e negativa, usando a proporção de membros externos no conselho de administração.

O contexto institucional do Brasil pode ser considerado como diferenciado dos países desenvolvidos do ponto de vista do *disclosure* de informações financeiras sobre remuneração, pois, somente a partir da Instrução Normativa nº 480/2009, foi implementada a obrigatoriedade de evidenciação de informações acerca da remuneração de executivos a fim de proporcionar informações de tal natureza para os investidores, principais provedores de capital. Assim, pode-se considerar que, se exigida maior detalhamento na divulgação de informações sobre a remuneração, é possível haja melhoria de ajuste nos pacotes de remuneração.

Os conselhos de administração desempenham o papel de supervisão nas empresas (Chung *et al.*, 2015). Quando há falhas no monitoramento, dados os problemas de governança,

há incentivos para que os contratos de remuneração não sejam elaborados de forma otimizada. Nesse sentido, o estudo de Park *et al.* (2018) apresenta resultados divergentes aos apresentados aqui, indicando que o número de diretores externos proporciona mais eficácia no monitoramento, como declarado por Bebchuk *et al.* (2002), melhorando a supervisão do CEO. Entretanto, no contexto institucional brasileiro e, com os dados analisados, não foi possível demonstrar que a independência do conselho operacionalizada pela proporção de membros externos é eficaz para o alinhamento de interesses no que concerne ao ajuste de contratos de remuneração com finalidade de otimizá-los. Sendo assim, a empresa pode dedicar esforços para manter um conselho mais independente para alinhamento de interesses como pode ser visto em Mehran (1995), mas quando se trata de evitar remuneração excessiva no contexto brasileiro, tal mecanismo pode não ser útil.

A presença de comitês demonstrou que empresas com comitê de governança não impactam na determinação de *overpayment* ou *underpayment*, haja vista a ausência de significância estatística nas relações. Apesar disso, a presença de um comitê de auditoria tende a representar maior *overpayment* tanto para os diretores executivos quanto para os CEOs. O estudo de Kolev *et al.* (2019) apresenta os comitês de assessoramento como responsáveis por desempenhar funções mais especializadas, como a identificação de membros do conselho e supervisão de relatórios, mas que tais comitês devem ter em sua composição membros considerados independentes, além da necessidade de diversidade em sua composição para que os tornem mais eficazes no assessoramento ao conselho de administração.

Diante disso, apesar da presença de comitê de auditoria e comitê financeiro, de risco ou de governança serem representativos de boas práticas para alinhamento de interesses entre gestores e investidores, sua eficácia é comprometida quando sua composição for adequada, o que pode levar a comitês que poderiam ser úteis para o alinhamento de interesses, mas que não atendem a esse objetivo primordial de um comitê de assessoramento ao conselho.

A dualidade do CEO não é considerada como um fator determinante no *overpayment* ou no *underpayment* de diretores executivos e CEOs, visto que não há nenhuma associação com significância estatística, corroborando com Dutra e Ceretta (2020), Cunha *et al.* (2016) e Brandão *et al.* (2019). Como a separação dos cargos de presidente do conselho e diretor presidente (não dualidade do CEO) é usada como uma prática de governança para redução de poder do CEO (Black *et al.*, 2010), foi esperado que empresas em que o CEO também ocupava a cadeira de presidente do conselho tivessem maior remuneração anormal, o que caracteriza a ineficácia dos contratos de remuneração, principalmente em se tratando das análises que

contemplam a remuneração específica do CEO, considerando que a Teoria da Agência aborda essa questão em que o gestor tende a agir no interesse próprio ao invés de atender aos interesses do acionista (Jensen & Meckling, 1976).

Entretanto, executivos enfrentam forte pressão para justificar sua remuneração (Li *et al.*, 2019) sendo que, no Brasil, a maior parte das empresas é caracterizada por ter controle familiar, isto é, existe um grupo de membros da família que controla decisões a serem tomadas na organização (Bressan *et al.*, 2019), seja por meio de suas funções como gestores ou por meio de seus conselheiros indicados. Nessa perspectiva, empresas familiares ou com um controlador específico tendem a ser supervisionadas de forma mais próxima pelo próprio grupo controlador (Black *et al.*, 2010), pois, na maioria das vezes, o CEO é indicado pelo controlador da companhia, como se observou anteriormente na estatística descritiva (em média, mais de 70% dos CEOs que são indicados pelo controlador em todas as análises utilizadas).

Assim, apesar de o CEO deter maior poder por ser o dirigente geral da companhia e também presidir o conselho, no Brasil percebe-se que o CEO tem seu poder atenuado pela supervisão dos controladores, além de estar subordinado à sua indicação, sendo mais provável que não abuse de seu poder gerencial para extrair renda por *overpayment* ou manter contratos de remuneração em valores insuficientes por *underpayment*, como ocorre em outros países em que a dualidade do CEO é determinante na remuneração anormal.

Ao se observar as variáveis de controle, empresas participantes do ISE tendem a apresentar remuneração excessiva mediante *overpayment* para a análise dos CEOs, dada a associação significativa ao nível de 5% com coeficiente positivo. O mesmo resultado não é pronunciado para os diretores executivos, bem como para o *underpayment* de diretores e CEOs. O resultado é contrário ao indicativo do IBGC (2015) que demonstra a preocupação com questões de sustentabilidade empresarial como boa prática para alinhamento de interesses. Entretanto, é preciso observar que a participação em índices de sustentabilidade empresarial confere um selo de desempenho ambiental e social no mercado, o que pode gerar maior confiança, mas que não tem eficácia na obtenção de contratos de remuneração mais ajustados.

Percebe-se que o mandato do CEO não é capaz de influenciar o *overpayment* de diretores executivos, tendo em vista que não foi identificada associação estatisticamente significativa. Em contrapartida, ao observar o modelo (III), pode ser percebido que, em empresas onde o CEO tem maior prazo de mandato, há evidências de aumento do *overpayment* apenas de CEOs. Desse modo, diretores executivos não abusam a extração de renda em

empresas com maior prazo de mandato do CEO, ao contrário do que ocorre com a remuneração anormal positiva do CEO, que é positivamente influenciada pelo prazo de mandato do CEO.

Tal resultado demonstra a abordagem do poder do CEO, situação que não é percebida com a análise dos diretores executivos. Darouichi *et al.* (2021) demonstraram que CEOs com maiores mandatos de atuação têm maior poder e são mais propensos a buscarem seus interesses pessoais ao invés de atenderem aos interesses do acionista. Como o CEO pode atuar de forma oportunista, tende a usar seu poder influenciando na definição de seus próprios pacotes de remuneração, mas não nos contratos de remuneração para os diretores executivos em geral.

Por conseguinte, CEOs que têm um prazo de mandato maior são considerados como mais poderosos do que CEOs com menor mandato de atuação na companhia e, por conta do oportunismo gerencial, tendem a apresentar maiores chances de abusar do seu poder extraindo renda através de *overpayment*. Assim, é sugerido que CEOs sejam eleitos com menor prazo de mandato para que seja reduzida sua propensão a práticas oportunistas. Nesse mesmo sentido, Core *et al.* (1999) sugerem a adoção de limites para mandatos na intenção de reduzir a abertura para o oportunismo gerencial.

Ainda sobre o prazo de mandato do CEO, demonstrou-se positivamente, associado com o *underpayment* de diretores executivos, a relação não identificada quando se avalia a análise de remuneração anormal negativa para o CEO. Tal resultado representa que, quando da elaboração de pacotes de remuneração do próprio CEO, não há interferência baseada no seu poder para que o conselho adote uma postura de contratos com pagamentos insuficientes.

De maneira contrária, na definição de pacotes de remuneração dos diretores executivos há uma tendência para a adoção de pagamentos insuficientes. O resultado demonstra a existência de *underpayment*, sendo possível que não haja incentivos suficientes para que os diretores executivos atuem no interesse do acionista, devendo as empresas buscarem, através de seus conselhos de administração, elaboração de contratos de remuneração que maximizem o principal, não sendo objeto de *overpayment* ou de *underpayment*.

A relação entre o controlador e o CEO demonstrou-se como negativamente associada com o *overpayment* para diretores executivos e CEOs. Tal associação evidencia que, nas empresas em que o CEO tem relação com o controlador da companhia, há uma tendência para que se tenham baixa remuneração anormal positiva. Já em relação ao *underpayment*, não foi percebida associação com significância estatística.

Dessa maneira, não se caracteriza a visão do acordo de Moriarty (2005) que define que somente haveria pagamento justo na situação em que o CEO não tenha proximidade com os definidores do pacote de remuneração. Pelo contrário, o resultado aponta para a relação entre CEO e controlador, que é quem nomeia a maioria dos conselheiros de administração que irá definir o pacote de remuneração e são esses conselheiros que representam os interesses do referido controlador. Entretanto, mesmo com a relação entre CEO e controlador, não se pronuncia extração de renda por parte do CEO, não caracterizando divergência, mas, sim, alinhamento de interesses.

O resultado pode ser considerado como consistente com a visão de *turnover*, onde o CEO pode temer sua rotatividade ao não atender aos interesses do principal (Kesner & Dalton, 1994), tendo também incentivos para agir conforme os objetivos da empresa, para demonstrar suas habilidades e ter expectativa de manutenção do cargo.

O setor também se mostrou como variável com associações estatisticamente significantes com o *overpayment* e com o *underpayment*, podendo afirmar-se que alguns setores influenciam na determinação de remuneração anormal positiva e negativa de diretores executivos e CEOs.

Os setores de tecnologia da informação e utilidade pública foram os que se mostraram influentes na redução de *overpayment* do CEO. Já em relação ao *overpayment* dos diretores executivos, foi percebido que é menos pronunciado em empresas do setor de utilidade pública, conforme classificação da B3. De forma semelhante, o setor de utilidade pública mostra-se como determinante na redução de *underpayment* tanto na análise da remuneração dos diretores executivos, quanto CEO.

Em uma análise geral, percebeu-se que, ao observar a remuneração anormal geral, variáveis de governança como o tamanho do conselho, diversidade de gênero no conselho, proporção de membros externos no conselho e comitê de auditoria são tidas como determinantes. Quando se analisa os modelos que utilizam *overpayment*, pode ser percebido que há boa parte dos resultados semelhantes. Entretanto, não é possível indicar que todas as variáveis de governança são eficazes para tornar um contrato de remuneração mais ajustado, visto que, alguns mecanismos de governança como a adoção de conselhos menores, independência dos conselhos e diversidade de gênero, mas outros mecanismos de governança não se apresentaram como pertinentes como a presença de um comitê de governança, presença de um comitê de auditoria e a separação das cadeiras de CEO e presidente do conselho de administração.

Ao observar as análises que utilizam o *underpayment*, percebe-se que a governança não é capaz de influenciar na sua determinação, pois, na análise de diretores executivos, poucas variáveis são impactantes e, no modelo que observa a análise do CEO, não há nenhuma das variáveis de governança com associação significativa.

Como exposto por Finkelstein (1992), o poder diz respeito à capacidade de exercer sua vontade própria. Com base nesta teoria, identifica-se que os executivos com maior poder são mais propensos a usarem seu poder para influenciar na determinação de seus próprios salários, como percebido nas associações entre remuneração anormal e membros externos e mandato do CEO, bem como entre *overpayment* e mandato do CEO.

Dessa maneira, segundo a teoria do poder, sugere-se que as empresas adotem conselhos mais diversos e independentes, além de redução do prazo de mandato do CEO (Adithipyangkul & Leung, 2019) para redução do poder gerencial e ajustar contratos de remuneração de maneira a reduzir a expropriação de riqueza através do *overpayment*.

O resultado corrobora com o estudo de Gyapong (2020), mostrando que a governança corporativa e a redução do poder gerencial, em parte, é útil para ajustar contratos de remuneração. Por isso, as práticas de governança e redução de poder gerencial geram tendência para ajustar contratos de remuneração.

Portanto, os resultados podem ser percebidos como condizentes com a teoria do poder gerencial (Adithipyangkul & Leung, 2019; Bebchuk *et al.*, 2002; Bebchuk & Fried, 2004; Göx & Hemmer, 2020; Van Essen *et al.*, 2012), além de declararem que algumas práticas de governança são capazes de determinar a eficácia ou ineficácia de contratos de remuneração (Core *et al.*, 1999; Gyapong *et al.*, 2020; Jensen, 1993; Mehran, 1995; Murphy, 2002; Ntim *et al.*, 2019), tendo como base a remuneração anormal.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base no que foi exposto, conclui-se que a análise descritiva demonstrou que, em média, os executivos têm recebido um pouco mais que 2 milhões de reais e CEOs quase 3,5 milhões, de forma injustificada. O *overpayment* médio de diretores executivos foi mais de 2,8 milhões de reais e, quando observado o CEO, percebeu-se que este recebe, em média, mais de 4,5 milhões em pagamentos excessivos. O *underpayment* foi evidenciado na proporção média de 1,25 milhões de reais para os diretores executivos e 2,25 milhões de reais para o CEO. Os valores médios de remuneração anormal são crescentes ao longo dos 10 anos, sendo que, quando comparado o real com o esperado, percebe-se uma tendência de crescimento entre os anos de 2011-2020. Na comparação entre o *overpayment* e o *underpayment* durante esse período, percebe-se uma grande variação do primeiro, que apresenta valores médios expressivamente maiores do que o segundo.

Em vista disso, o *overpayment* é evidenciado com maior intensidade do que o *underpayment* ao longo dos 10 anos da análise, sugerindo que executivos são mais excessivamente do que insuficientemente remunerados. Diante disso, é preciso destinar atenção para contratos de remuneração em que haja pagamentos excessivos e para pagamentos em que os executivos não tenham sido remunerados suficientemente para gerar motivação para atuação no interesse do principal (Aguinis *et al.*, 2018; Ezzamel & Watson, 1998).

Pode-se concluir que conselhos mais numerosos tendem a apresentar maior remuneração anormal geral, até mesmo quando se analisa apenas o *overpayment*. Entretanto, não se observa relação quando se analisa o *underpayment*. Tais conclusões são condizentes com Lo e Wu (2016) e demonstram a importância da limitação de grandes conselhos, como confirmado por Rashid (2020) e Core *et al.* (1999), ao mesmo tempo em que não se pode afirmar relações quanto ao *underpayment*.

Além disso, observou-se que a diversidade de gênero pode ser eficaz no ajuste de contratos para evitar remuneração anormal geral de CEOs, mas não ocorre o mesmo com os diretores executivos e com o *overpayment*, sendo pronunciado resultado contrário. Para os demais dados, não se observou associação significativa, concluindo-se que a proporção de mulheres conselheiras induz a contratos de remuneração mais ajustados, mas apenas para a remuneração anormal geral do CEO.

A independência do conselho também pode ser considerada como mecanismo útil para reduzir remuneração anormal geral dos CEOs. Isso é condizente com a literatura anterior sobre

governança corporativa, que considera a independência do conselho como um mecanismo eficaz para alinhamento de interesses (Al-Najjar, 2017; Ryan & Wiggins, 2004; Słomka-Gołębiowska & Urbanek, 2016). Entretanto, não se pode concluir o mesmo resultado para a análise da remuneração dos diretores executivos.

Conclui-se também que a presença de comitês não é considerada como um mecanismo de governança eficaz no ajuste de contratos de remuneração, visto que, a presença de comitês mostrou significância na relação apenas para o comitê de auditoria, sugerindo que a presença de comitê de auditoria induz à presença de contratos de remuneração anormal, bem como a presença de *overpayment* nas companhias investigadas. O resultado é contrário ao que se observou na literatura anterior, que apresenta comitês de assessoramento como representantes de boas práticas de governança corporativa (Al-Ahdal *et al.*, 2020; Barros *et al.*, 2019). Apesar disso, espera-se que comitês de auditoria sejam compostos por membros independentes e diversos para desempenhar adequadamente seu papel especializado na supervisão de relatórios (Kolev *et al.*, 2019). Assim, comitês de auditoria podem não ser efetivos por conta de sua composição, fazendo com que tenham sua eficácia comprometida no papel de supervisão.

A não dualidade do CEO também não se demonstrou como mecanismo eficaz na redução de remuneração anormal. Tais conclusões são condizentes com estudos anteriores (Dutra & Ceretta, 2020; Cunha *et al.*, 2016; Brandão *et al.*, 2019) e denotam que, apesar de o CEO ser considerado como detentor de maior poder quando há dualidade de funções, no Brasil, percebe-se que ele tem seu poder atenuado pela supervisão dos controladores, sendo provável que não abuse de seu poder para extração de renda por *overpayment* ou manutenção de contratos inadequados com insuficiências de pagamentos por *underpayment*. O resultado pode ser interpretado como uma característica institucional presente no Brasil, país que tem maior parte das empresas com propriedade concentrada nas mãos de controladores.

A participação no ISE também demonstrou ser influente na remuneração anormal geral de diretores executivos e no *overpayment* dos CEOs. Foi concluído que o melhor desempenho ambiental através da participação no ISE aumenta tanto a remuneração anormal geral dos diretores executivos quanto o *overpayment* dos CEOs. Já o mandato do CEO foi determinante na remuneração anormal geral de diretores e CEO, bem como no *overpayment* do CEO, sugerindo que, em comparação com CEOs para a análise separadamente da remuneração anormal, diretores executivos não abusam da extração de renda em empresas com maior prazo de mandato do CEO, ocorrendo apenas com o CEO que tende a abusar de seu poder devido ao maior prazo de mandato e estabilidade, influenciando na determinação de sua própria

remuneração, como explica Darouichi *et al.* (2021) ao demonstrar que CEOs com maior mandato são mais propensos a buscarem seus interesses pessoais devido ao seu poder gerencial.

Os resultados apresentaram também a visão de *turnover*, em que o CEO pode temer sua rotatividade tendendo a atender aos interesses do principal (Kesner & Dalton, 1994), visto que, em empresas em que o CEO tem relação com o controlador da companhia, há tendência para que se tenha baixa remuneração anormal positiva. Já em relação aos setores, percebeu-se que alguns deles se mostraram associados com a remuneração anormal geral, *overpayment* e *underpayment*, sugerindo que a listagem, em alguns setores específicos, é determinante para a remuneração anormal.

Por fim, o estudo apresentou resultados que permitem aceitar em parte a hipótese do estudo de que a estrutura de governança corporativa influencia negativamente na determinação de contratos de remuneração anormal para os diretores executivos e para o CEO. Todavia, só é permitido aceitar a hipótese quando se observa a remuneração anormal geral e o *overpayment* em associação com algumas variáveis de governança como o tamanho do conselho, a diversidade de gênero e a independência do conselho, além da redução de poder gerencial, que se mostrou significativa no ajuste de contratos de remuneração através da redução dos prazos de mandato dos CEOs.

Conclui-se, então, que a adoção de mecanismos de governança e redução de poder gerencial se traduzem como práticas favoráveis à geração de pacotes de remuneração que sejam mais ajustados e, conseqüentemente, tenham tendência maior para atendimento aos interesses dos investidores. Os achados sugerem que as companhias adotem mecanismos de governança para que os contratos de remuneração sejam mais ajustados de maneira que haja tendência para pagamentos justificáveis.

Logo, o estudo demonstra que adotar medidas que reduzam o poder de CEOs pode elevar as possibilidades de ajustar os contratos de remuneração a fim de otimizá-los. Por exemplo, na intenção de motivar os executivos, empresas podem adotar maiores pacotes de remuneração, mas nem sempre grandes valores de remuneração representam motivação adequada por parte dos gestores, além de exacerbar a extração de renda da empresa por meio da remuneração. Nestes casos, podem ser adotados pacotes de remuneração capazes de motivar, mas que não sejam excessivos, reduzindo o poder dos executivos.

É importante destacar que, por mais que os modelos de previsão da remuneração anormal sejam ajustados, existem variáveis não controláveis que podem limitar a aproximação

da remuneração anormal. Apesar disso, é possível estabelecer que os modelos que verificam a governança corporativa na determinação de remuneração anormal avaliam a intensidade de tais associações e, assim, quanto maior a intensidade, maior a capacidade de reduzir/aumentar a ineficácia de contratos de remuneração. Portanto, o modelo é capaz de demonstrar de forma clara que a remuneração anormal é impactada pelas variáveis de governança no contexto nacional.

Além disso, algumas variáveis de governança não são incluídas nos modelos, dada a limitação de disponibilidade de dados. Entretanto, percebe-se que os modelos que analisam a governança como determinante da remuneração anormal apresentam níveis razoáveis de representatividade, demonstrando sua importância na capacidade de determinar contratos de remuneração mais ajustados, de maneira que representem os interesses dos investidores. Além disso, a remuneração dos diretores executivos contempla também os valores recebidos pelo CEO. Apesar disso, há a análise separada com a população que trata sobre os CEOs e permite a análise comparativa entre os dois tipos de população como forma de fornecer maior robustez aos resultados apresentados.

Há ainda a possibilidade de que empresas com vinculação política tendam a apresentar resultados diferentes dos encontrados e, à vista disso, propõe-se que pesquisas futuras observem as diferenças entre elas e as empresas sem vinculação pública. Como o contexto nacional é diferenciado se comparado com países desenvolvidos, sugere-se, para pesquisas futuras, que sejam realizadas análises comparativas sobre o assunto, abordando o contexto brasileiro e fazendo uma comparação com economias desenvolvidas para identificar diferenças entre os contextos institucionais.

Outra sugestão é em relação ao resultado encontrado sobre a ausência de associação da dualidade do CEO com a remuneração anormal. No Brasil, de acordo com o que foi analisado, não ocorre de forma semelhante aos demais países por conta, principalmente, do monitoramento do CEO pelos grupos controladores. Sugere-se, investigar se o resultado se mantém quando se observam apenas empresas que não têm a característica propriedade concentrada em grupos de acionistas controladores.

Por fim, como os dados são limitados em pesquisas que utilizam fontes secundárias, sobretudo no Brasil, onde o nível de transparência de informações financeiras ainda é restrito. Assim, recomenda-se que a análise da remuneração anormal seja observada também a partir de fontes primárias.

REFERÊNCIAS

- Abernethy, M. A., Kuang, Y. F., & Qin, B. (2015). The influence of CEO power on compensation contract design. *The Accounting Review*, 90(4), 1265-1306.
- Adithipyangkul, P., & Leung, T. Y. (2019). Gender diversity, institutional factors, and CEO compensation in China. *The Chinese Economy*, 52(1), 24-40.
- 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.
- Aguinis, H., Martin, G. P., Gomez-Mejia, L. R., O'Boyle, E. H., & Joo, H. (2018). The two sides of CEO pay injustice. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 16(1), 3-30.
- Ain, Q. U., Yuan, X., Javaid, H. M., Usman, M., & Haris, M. (2020). Female directors and agency costs: evidence from Chinese listed firms. *International Journal of Emerging Markets*. DOI: <https://doi.org/10.1108/IJOEM-10-2019-0818>
- Al-Ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H. (2020). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and Finance*, 51, 101083.
- Albuquerque, A., Carter, M. E., & Lynch, L. J. (2018). *Complexity of CEO compensation packages*. (W. P.)
- Al Farooque, O., Buachoom, W., & Hoang, N. (2019). Interactive effects of executive compensation, firm performance and corporate governance: Evidence from an Asian market. *Asia Pacific Journal of Management*, 36(4), 1111-1164.
- Al-Hadi, A., Hasan, M. M., & Habib, A. (2016). Risk committee, firm life cycle, and market risk disclosures. *Corporate Governance: An International Review*, 24(2), 145-170.
- Al-Najjar, B. (2017). Corporate governance and CEO pay: Evidence from UK Travel and Leisure listed firms. *Tourism Management*, 60, 9-14.
- Anjos, L. C. M. D., Ranciaro Neto, A., Paulo, E., & Monte, P. A. D. (2019). Relative performance evaluation in executive pecuniary compensation: empirical evidences in Brazil. *Revista de Administração da UFSM-Brazilian Journal of Management*. Santa Maria: UFSM. Vol. 12, n. 3 (2019), p. 509-526.
- Aras, G., Aybars, A., & Kutlu, O. (2010). Managing corporate performance. *International Journal of productivity and Performance management*, 59(3), 229-254.
- Arnold, M. C., & Grasser, R. (2018). What is a fair amount of executive compensation? Outrage potential of two key stakeholder groups. *Journal of business finance & accounting*, 45(5-6), 651-685.
- Baatwah, S. R., Aljaaidi, K. S., & Almoataz, E. S. (2020). Comprehensive dataset for corporate governance in Oman: Data for a three-level quality assessment of corporate governance. *Data in Brief*, 32, 106127.
- Bachmann, R. L., Loyeung, A., Matolcsy, Z. P., & Spiropoulos, H. (2020). Powerful CEOs, cash bonus contracts and firm performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 47(1-2), 100-131.
- Baker, G. P., & Hall, B. J. (2004). CEO incentives and firm size. *Journal of Labor Economics*, 22(4), 767-798.

- Barris, L. J. (1992). The overcompensation problem: A collective approach to controlling executive pay. *Indiana Law Journal*, 68(1), 59-100.
- Barros, A. D. N. F., Rodrigues, R. N., & Panhoca, L. (2019). Information on the fight against corruption and corporate governance practices: evidence of organized hypocrisy. *International Journal of Disclosure and Governance*, 16(2), 145-160.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of economic perspectives*, 17(3), 71-92.
- Bebchuk, L., & Fried, J. (2004). Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation, Part II: Power and Pay. *International company and commercial law review*, 16(11), 461.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2006). Pay without performance: Overview of the issues. *Academy of Management Perspectives*, 20(1), 5-24.
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2002). Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. *The University of Chicago Law Review*, 69, 751-846.
- Ali, B. C., & Teulon, F. (2017). CEO monitoring and board effectiveness: Resolving the CEO compensation issue. *Management international/International Management/Gestão Internacional*, 21(2), 123-134.
- Berle, A. A., & Means, G. G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. The Macmillan Company.
- Becker, G. S. (1962). Investment in human capital: A theoretical analysis. *Journal of political economy*, 70(5, Part 2), 9-49.
- Benini, D. R., Bianchi, M., Machado, D. G., & Menezes, G. R. (2017). Governança corporativa e remuneração dos executivos: Um estudo das empresas que compõem o Índice Brasil 100 da BM&FBOVESPA. *Revista Espacios*, 38(34), 27.
- Beuren, I. M., Pamplona, E., & Leite, M. (2020). Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 24(6), 514-531.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273.
- Black, B. S., De Carvalho, A. G., & Gorga, E. (2010). Corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 11(1), 21-38.
- Blanes, F., de Fuentes, C., & Porcuna, R. (2020). Executive remuneration determinants: New evidence from meta-analysis. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 33(1), 1-23.
- Borisova, G., Salas, J. M., & Zagorchev, A. (2019). CEO compensation and government ownership. *Corporate Governance: An International Review*, 27(2), 120-143.
- Boyer, R. (2005). From shareholder value to CEO power: The paradox of the 1990s. *Competition & Change*, 9(1), 7-47.
- Bressan, A. A., Schiehl, E., Procianoy, J. L., & Castro, L. R. K. D. (2019). Perspectivas da pesquisa em governança de empresas familiares no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 23, 696-702.
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.

- Brown, D. M., & Laverick, S. (1994). Measuring corporate performance. *Long Range Planning*, 27(4), 89-98.
- Brandão, I. D. F., Vasconcelos, A. C. D., Luca, M. M. M. D., & Crisóstomo, V. L. (2019). Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 28-41.
- Brasil, Bolsa, Balcão (B3). O que é ISE B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/. Acesso em: dezembro de 2021.
- Buchholz, F., Lopatta, K., & Maas, K. (2019). The deliberate engagement of narcissistic CEOs in earnings management. *Journal of Business Ethics*, 1-24. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04176-x>
- Carter, M. E., Li, L., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2016). Excess pay and deficient performance. *Review of Financial Economics*, 30(1), 1-10.
- Chen, J., Ezzamel, M., & Cai, Z. (2011). Managerial power theory, tournament theory, and executive pay in China. *Journal of corporate finance*, 17(4), 1176-1199.
- Chen, J., Goergen, M., Leung, W. S., & Song, W. (2019). CEO and director compensation, CEO turnover and institutional investors: Is there cronyism in the UK?. *Journal of Banking & Finance*, 103, 18-35.
- Choi, P. M. S., Chung, C. Y., Hwang, J. H., & Liu, C. (2019). Heads I win, tails you lose: Institutional monitoring of executive pay rigidity. *Journal of Financial Research*, 42(4), 789-816.
- Choi, Y. K. (2020). Does executive compensation reflect corporate productivity?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1-22. DOI: <https://doi.org/10.1111/jbfa.12437>
- Chung, H., Judge, W. Q., & Li, Y. H. (2015). Voluntary disclosure, excess executive compensation, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 32, 64-90.
- Coles, J. L., & Li, Z. (2020). Managerial attributes, incentives, and performance. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(2), 256-301.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2009). *Instrução CVM 480, de 7 de dezembro de 2009*. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.
- Conyon, M. J., Peck, S. I., & Sadler, G. V. (2009). Compensation consultants and executive pay: Evidence from the United States and the United Kingdom. *Academy of Management Perspectives*, 23(1), 43-55.
- Conyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2014). *Business research methods*. 12th edn. New York: McGraw-Hill Irwin.
- Core, J. E., Guay, W., & Larcker, D. F. (2008). The power of the pen and executive compensation. *Journal of financial economics*, 88(1), 1-25.
- Core, J. E., & Guay, W. R. (2010). Is CEO pay too high and are incentives too low? A wealth-based contracting framework. *Academy of Management Perspectives*, 24(1), 5-19.
- Core, J. E., & Guay, W. R. (2001). Stock option plans for non-executive employees. *Journal of financial economics*, 61(2), 253-287.

- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2014). Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 2-37.
- Costa, C. M., Galdi, F. C., Motoki, F. Y., & Sanchez, J. M. (2016). Non-compliance in Executive Compensation Disclosure: the Brazilian Experience. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(3-4), 329-369.
- Coughlan, A. T., & Schmidt, R. M. (1985). Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of accounting and economics*, 7, 43-66.
- Cunha, P. R., Vogt, M., & Degenhart, L. (2016). Governança corporativa e remuneração dos diretores executivos das empresas Brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 1-16.
- Creswell, J. W. (2010). *Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto*. Trad. Magda Lopes. 3 ed. Porto Alegre: Artmed.
- Crisóstomo, V. L., Brandão, I. F., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, 1-15.
- Custódio, C., Ferreira, M. A., & Matos, P. (2013). Generalists versus specialists: Lifetime work experience and chief executive officer pay. *Journal of Financial Economics*, 108(2), 471-492.
- Dah, M. A., & Frye, M. B. (2017). Is board compensation excessive?. *Journal of Corporate Finance*, 45, 566-585.
- Dal Magro, C. B., Dani, A. C., & Klann, R. C. (2019). Remuneração variável no tempo de mandato é a causa do oportunismo dos CEOs? Evidências do gerenciamento de resultados no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(3), 77-92.
- Darouichi, A., Kunisch, S., Menz, M., & Cannella Jr, A. A. (2021). CEO tenure: An integrative review and pathways for future research. *Corporate Governance: An International Review*, 29(6), 661-683.
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management science*, 58(7), 1229-1248.
- Dorata, N. T., & Petra, S. T. (2008). CEO duality and compensation in the market for corporate control. *Managerial Finance*, 34(5), 341-353.
- Dutra, V. R., & Ceretta, P. S. Remuneração De Executivos Em Empresas Brasileiras Listadas: O Impacto Do Prestígio, Do Desempenho, Da Governança Corporativa e Da Experiência do CEO. *Anais do XLIV EnANPAD*, On-line, Brasil.
- Elmagrhi, M. H., Ntim, C. G., Wang, Y., Abdou, H. A., & Zalata, A. M. (2020). Corporate governance disclosure index–executive pay nexus: The moderating effect of governance mechanisms. *European Management Review*, 17(1), 121-152.
- Ermel, M. D. A., & Medeiros, V. (2019). Plano de remuneração baseado em ações: uma análise dos determinantes da sua utilização. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31, 84-98.

- Ezzamel, M., & Watson, R. (1998). Market comparison earnings and the bidding-up of executive cash compensation: Evidence from the United Kingdom. *Academy of Management journal*, 41(2), 221-231.
- Falato, A., Li, D., & Milbourn, T. (2015). Which skills matter in the market for CEOs? Evidence from pay for CEO credentials. *Management Science*, 61(12), 2845-2869.
- Fama, E. G. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 280-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Fee, C. E., & Hadlock, C. J. (2003). Raids, rewards, and reputations in the market for managerial talent. *The Review of Financial Studies*, 16(4), 1315-1357.
- Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management journal*, 35(3), 505-538.
- Farag, H., Mallin, C., & Ow-Yong, K. (2018). Corporate governance in Islamic banks: New insights for dual board structure and agency relationships. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 54, 59-77.
- Garanina, T., & Kaikova, E. (2016). Corporate governance mechanisms and agency costs: cross-country analysis. *Corporate Governance*.
- Gartenberg, C., & Pierce, L. (2017). Subprime governance: Agency costs in vertically integrated banks and the 2008 mortgage crisis. *Strategic Management Journal*, 38(2), 300-321.
- Göx, R. F., & Hemmer, T. (2020). On the relation between managerial power and CEO pay. *Journal of Accounting and Economics*, 101300.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica*. 5. ed. Amgh Editora.
- Gyapong, E., Khaghaany, M. M., & Ahmed, A. (2020). The asymmetric role of corporate governance in CEO pay determination: evidence from South Africa. *Applied Economics*, 52(7), 671-693.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. 6. ed. Bookman editora.
- Ham, C., Seybert, N., & Wang, S. (2018). Narcissism is a bad sign: CEO signature size, investment, and performance. *Review of Accounting Studies*, 23(1), 234-264.
- Hanlon, M., Rajgopal, S., & Shevlin, T. (2003). Are executive stock options associated with future earnings?. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 3-43.
- Healy, P. M. (1984). The effects of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.
- He, L., & Fang, J. (2016). CEO overpayment and dismissal: The role of attribution and attention. *Corporate Governance: An International Review*, 24(1), 24-41.
- Herawaty, V., & Solihah, D. (2019). The effect of CEO tenure, managerial skills and earning power on earnings manipulation with corporate governance as a moderating variable on

- manufacturing companies in indonesia stock exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23, 1-16.
- Hill, M. S., Lopez, T. J., & Reitenga, A. L. (2016). CEO excess compensation: The impact of firm size and managerial power. *Advances in accounting*, 33, 35-46.
- Hitt, M., & Haynes, K. T. (2018). CEO overpayment and underpayment: executives, governance and institutions. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 16, 38-46.
- Hong, B., Li, Z., & Minor, D. (2016). Corporate governance and executive compensation for corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 136(1), 199-213.
- Ikram, A., Li, Z. F., & Minor, D. (2019). CSR-contingent executive compensation contracts. *Journal of Banking & Finance*.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5.ed. São Paulo: IBGC.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990b). CEO incentives: It's not how much you pay, but how. *Journal of Applied Corporate Finance*, 3(3), 33-50.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990a). Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy*, 98(2), 225-264.
- Jensen, M. C., Murphy, K. J., & Wruck, E. G. (2004). Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. (W.P).
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Karuna, C. (2020). Product Market Competition and Managerial Pay. *Journal of Management Accounting Research*, 32(1), 203-222.
- Keller, W., & Olney, W. W. (2021). Globalization and executive compensation. *Journal of International Economics*, 129, 103408.
- Kesner, I. F., & Dalton, D. R. (1994). Top management turnover and CEO succession: An investigation of the effects of turnover on performance. *Journal of Management Studies*, 31(5), 701-713.
- Koo, K., & Kim, J. (2019). CEO power and firm opacity. *Applied Economics Letters*, 26(10), 791-794.
- Kolev, K. D., Wangrow, D. B., Barker III, V. L., & Schepker, D. J. (2019). Board committees in corporate governance: A cross-disciplinary review and agenda for the future. *Journal of Management Studies*, 56(6), 1138-1193.
- Kuang, Y. F., Qin, B., & Wielhouwer, J. L. (2014). CEO origin and accrual-based earnings management. *Accounting Horizons*, 28(3), 605-626.
- Lacruz, A. J. (2020). Considerações teóricas sobre governança corporativa no terceiro setor à luz da teoria da agência. *Cadernos Ebape. br*, 18, 473-485.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27.
- Lee, S. P., & Chen, H. J. (2011). Corporate governance and firm value as determinants of CEO compensation in Taiwan: 2SLS for panel data model. *Management research review*, 34(3), 252-265.
- Leonard, J. S. (1990). Executive pay and firm performance. *Industrial and Labor Relations Review*, 43, 13S-29S.
- Lindley, J. K. (2018). Are there unexplained financial rewards for the snakes in suits? A labour market analysis of the Dark Triad of personality. *British Journal of Industrial Relations*, 56(4), 770-797.
- Lippert, R. L., & Porter, G. (1997). Understanding CEO pay: A test of two pay-to-performance sensitivity measures with alternative measures of alignment and influence. *Journal of Business Research*, 40(2), 127-138.
- Li, Q., Li, T., Chen, H., Xiang, E., & Ruan, W. (2019). Executives' excess compensation, legitimacy, and environmental information disclosure in Chinese heavily polluting companies: The moderating role of media pressure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(1), 248-256.
- Lo, K., & Wu, S. S. (2016). Private information in executive compensation: The information role vs. the monitoring role of the board. *Corporate Governance: An International Review*, 24(1), 5-23.
- Lopes, I. F., Gasparetto, V., Schnorrenberger, D., & Lunkes, R. J. (2017). Relação do desempenho financeiro e dos riscos operacionais na remuneração de executivos de empresas brasileiras com ADRs. *Contabilidade Vista & Revista*, 28(3), 22-52.
- Marconi, M. D. A., & Lakatos, E. M. (2003). *Fundamentos de metodologia científica*. 5. Ed. São Paulo: Atlas.
- Martins, O. S., & Ventura, R. (2020). Influência da governança corporativa na mitigação de relatórios financeiros fraudulentos. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22, 65-84.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184.
- Merino, E., Manzaneque-Lizano, M., & Sanchez-Araque, J. (2019). Sustainability and corporate governance: transparency and excessive directors' remuneration in listed companies during the global financial crisis. *Sustainability*, 12(1), 158.
- Morettin, P. A., & Toloi, C. M. (1981). *Análise de séries temporais: modelos lineares univariados*. Editora Blucher.
- Moriarty, J. (2005). Do CEOs get paid too much?. *Business Ethics Quarterly*, 15(2), 257-281.
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 11-42.
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of labor economics*, 3, 2485-2563.
- Murphy, K. J. (2002). Explaining executive compensation: Managerial power versus the perceived cost of stock options. *The University of Chicago Law Review*, 69(3), 847-869.
- Murphy, K. J., & Jensen, M. C. (2018). The politics of pay: The unintended consequences of regulating executive compensation. (N. 18-8) *USC Law Legal Studies Paper*.

- Murphy, K. J., & Zabochnik, J. (2004). CEO pay and appointments: A market-based explanation for recent trends. *American economic review*, 94(2), 192-196.
- Murphy, K. J., & Zabochnik, J. (2007). Managerial capital and the market for CEOs. *Available at SSRN 984376*.
- Nguyen, A. H., Thuy Doan, D., & Ha Nguyen, L. (2020). Corporate Governance and Agency Cost: Empirical Evidence from Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(5), 103.
- Ntim, C. G., Lindop, S., Thomas, D. A., Abdou, H., & Opong, K. K. (2019). Executive pay and performance: The moderating effect of CEO power and governance structure. *The International Journal of Human Resource Management*, 30(6), 921-963.
- Olaniyi, C. (2019). Asymmetric information phenomenon in the link between CEO pay and firm performance. *Journal of Economic Studies*, 46(2), 306-323.
- Oliveira, N. G., Vieira, L. K., & Cunha, J. V. A. da. (2021). Remuneração do Chief Executive Officer (CEO) e criação de valor em empresas brasileiras listadas no IBRX 100. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(49).
- O'Reilly III, C. A., Doerr, B., Caldwell, D. F., & Chatman, J. A. (2014). Narcissistic CEOs and executive compensation. *The Leadership Quarterly*, 25(2), 218-231.
- O'Reilly III, C. A., Main, B. G., & Crystal, G. S. (1988). CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories. *Administrative Science Quarterly*, 257-274.
- Otten, J. A., & Heugens, P. P. (2008). The managerial power theory of executive pay: a cross national test and extension. In *Academy of Management proceedings*.
- Owusu, A., & Weir, C. (2018). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms in Ghana. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 14(1), 63-84.
- Pandher, G., & Currie, R. (2013). CEO compensation: A resource advantage and stakeholder-bargaining perspective. *Strategic Management Journal*, 34(1), 22-41.
- Park, J. H., Kim, C., Chang, Y. K., Lee, D. H., & Sung, Y. D. (2018). CEO hubris and firm performance: Exploring the moderating roles of CEO power and board vigilance. *Journal of Business Ethics*, 147(4), 919-933.
- Park, Y. W., Nelson, T., & Huson, M. R. (2001). Executive pay and the disclosure environment: Canadian evidence. *Journal of Financial Research*, 24(3), 347-365.
- Pathan, S. (2009). Strong boards, CEO power and bank risk-taking. *Journal of banking & finance*, 33(7), 1340-1350.
- Pucheta-Martínez, M. C., & Chiva-Ortells, C. (2019). Institutional shareholding as a corporate governance mechanism that drives CEO pay. *BRQ Business Research Quarterly*. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.brq.2019.03.001>
- Rashid, M. M. (2020). Ownership structure and firm performance: the mediating role of board characteristics. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(4), 719-737.
- Richardson, R. J., & Peres, J. D. S. (2012). Pesquisa social: métodos e técnicas. 14. Reimpr. São Paulo: Atlas.
- Rijsenbilt, A., & Commandeur, H. (2013). Narcissus enters the courtroom: CEO narcissism and fraud. *Journal of business ethics*, 117(2), 413-429.

- Raithatha, M., & Komera, S. (2016). Executive compensation and firm performance: Evidence from Indian firms. *IIMB Management Review*, 28(3), 160-169.
- Rose, N. L., & Shepard, A. (1994). *Firm diversification and CEO compensation: Managerial ability or executive entrenchment?* (N. w4723). National Bureau of Economic Research.
- Rosen, S. (1982). Authority, control, and the distribution of earnings. *The Bell Journal of Economics*, 13(2) 311-323.
- Rosen, S. (1992). Contracts and the Market for Executives, in *Contract Economics. Edited by Lars Wein and Hans Wijkander, Blackwell Publishers.*
- Ryan Jr, H. E., & Wiggins III, R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497-524.
- Salimi, A. (2017). CEO's Compensation: A Tool to Augment Corporate Governance to Achieve Optimal Level of Corporate Social Responsibility. *SSRN 2960407*.
- Santos, T. R., & Silva, J. O. (2017). Remuneração de executivos: uma análise dos artigos nacionais e internacionais na última década. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(2), 265.
- Santos, T. R., & Silva, J. O. (2018). A influência da família tem algum efeito? Análise da remuneração dos executivos das empresas familiares e não familiares. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12, e148149-e148149.
- Sarhan, A. A., Ntim, C. G., & Al-Najjar, B. (2019). Board diversity, corporate governance, corporate performance, and executive pay. *International Journal of Finance & Economics*, 24(2), 761-786.
- Schulz, A. C., & Flickinger, M. (2020). Does CEO (over) compensation influence corporate reputation?. *Review of Managerial Science*, 14(4), 903-927.
- Schneider, P. J. (2013). The Managerial Power Theory of Executive Compensation. *Journal of Financial Service Professionals*, 67(3).
- Shahrier, N. A., Ho, J. S. Y., & Gaur, S. S. (2020). Ownership concentration, board characteristics and firm performance among Shariah-compliant companies. *Journal of Management and Governance*, 24(2), 365-388.
- Sharma, D. S., Ananthanarayanan, U., & Litt, B. (2021). CEO compensation, corporate governance, and audit fees: Evidence from New Zealand. *International Journal of Auditing*, 25(1), 117-141.
- Sheikh, M. F., Shah, S. Z. A., & Akbar, S. (2018). Firm performance, corporate governance and executive compensation in Pakistan. *Applied economics*, 50(18), 2012-2027.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Shin, T. (2016). Fair pay or power play? Pay equity, managerial power, and compensation adjustments for CEOs. *Journal of Management*, 42(2), 419-448.
- Słomka-Gołębiowska, A., & Urbanek, P. (2016). Corporate boards, large blockholders and executive compensation in banks: Evidence from Poland. *Emerging Markets Review*, 28, 203-220.

- Song, W. L., & Wan, K. M. (2019). Does CEO compensation reflect managerial ability or managerial power? Evidence from the compensation of powerful CEOs. *Journal of Corporate Finance*, 56, 1-14.
- Sprenger, K. B., Kronbauer, C. A., & Costa, C. M. (2017). Características do CEO e o gerenciamento de resultados em empresas listadas na BM&Fbovespa. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 120-142.
- Sprenger, K. B., Kronbauer, C. A., Costa, C. M., & Pereira, T. P. (2020). Powerful CEOs: desenvolvimento de uma métrica de determinação do poder e sua aplicação no âmbito da remuneração executiva. In: *XX USP International Conference in Accounting*. São Paulo, SP, Brasil.
- Tasawar, A., & Nazir, M. S. (2019). The nexus between effective corporate monitoring and CEO compensation. *International Journal of Corporate Governance*, 10(1), 81-94.
- Theiss, V., & Beuren, I. M. (2017). Estrutura de propriedade e remuneração dos executivos. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 10(3), 533-550.
- Tuggle, C. S., Sirmon, D. G., Reutzel, C. R., & Bierman, L. (2010). Commanding board of director attention: investigating how organizational performance and CEO duality affect board members' attention to monitoring. *Strategic management journal*, 31(9), 946-968.
- Uhde, A. (2016). Risk-taking incentives through excess variable compensation: Evidence from European banks. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 60, 12-28.
- Ullah, F., Jiang, P., Shahab, Y., Li, H. X., & Xu, L. (2020). Block ownership and CEO compensation: does board gender diversity matter?. *Applied Economics*, 52(6), 583-597.
- Van Essen, M., Otten, J., & Carberry, E. J. (2012). Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*, 41(1), 164-202.
- Vij, S., & Bedi, H. S. (2016). Are subjective business performance measures justified?. *International Journal of Productivity and Performance Management*. 65(5), 603-621.
- Wade, J. B., O'Reilly III, C. A., & Pollock, T. G. (2006). Overpaid CEOs and underpaid managers: Fairness and executive compensation. *Organization Science*, 17(5), 527-544.
- Wang, J. Y. (2018). Overpayment to directors and future operating performance. *Applied Economics Letters*, 26(1), 1-4.
- Yıldız, S., & Karakaş, A. (2012). Defining methods and criteria for measuring business performance: a comparative research between the literature in Turkey and foreign. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 58, 1091-1102.
- Zhang, X., Tang, G., & Lin, Z. (2016). Managerial power, agency cost and executive compensation—an empirical study from China. *Chinese Management Studies*.
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2014). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, Forthcoming. (W.P.).

APÊNDICE A – Modelos de regressão para determinar a remuneração anormal

Determinação da remuneração anormal para a população de Diretores Executivos com base no modelo de regressão da Equação 1.

Modelo de Regressão – Setor – Bens Industriais

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	9,073482662	0,27492927	0,000
TAM	0,336663082	0,019522834	0,000
EXPCEO.Dummy	0,218943056	0,091337167	0,017
SEG.NEG.Dummy	0,377072941	0,058031363	0,000
ROA	0,160270247	0,296990632	0,590
MB	0,013638532	0,005715259	0,017
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,3924	
Nº de observações		824	

Modelo de Regressão – Setor – Consumo Cíclico

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	8,218009972	0,384595639	0,000
TAM	0,392345301	0,027306787	0,000
EXPCEO.Dummy	0,375109938	0,126776382	0,003
SEG.NEG.Dummy	0,393926744	0,075245974	0,000
ROA	0,510618975	0,431336362	0,237
MB	0,018127918	0,006314814	0,004
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,449	
Nº de observações		503	

Modelo de Regressão – Setor – Consumo Não Cíclico

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	7,953235006	0,658737589	0,000
TAM	0,409352474	0,043970375	0,000
EXPCEO.Dummy	0,301275061	0,170552198	0,079
SEG.NEG.Dummy	-0,050695444	0,153295214	0,741
ROA	1,087580825	1,361608542	0,426
MB	0,024524506	0,016681543	0,143
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,4618	
Nº de observações		166	

Modelo de Regressão – Setor - Materiais Básicos

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	15,09414453	0,986274999	0,000
TAM	-0,115770492	0,064845788	0,076
EXPCEO.Dummy	1,304652633	0,316169792	0,000
SEG.NEG.Dummy	1,346465295	0,257158207	0,000
ROA	-2,679392439	2,130042753	0,210
MB	0,20758529	0,072757655	0,005
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,2720	
Nº de observações		187	

Modelo de Regressão – Setor – Petróleo, gás e biocombustíveis

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	14,16123589	1,740284698	0,000
TAM	-0,047522256	0,109917908	0,668
EXPCEO.Dummy	-0,26514982	0,338728596	0,438
SEG.NEG.Dummy	1,399843906	0,388268928	0,001
ROA	0,741434044	0,592748237	0,218
MB	0,301176469	0,120862612	0,017
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,5274	
Nº de observações		49	

Modelo de Regressão – Setor – Saúde

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	8,11352485	0,626344525	0,000
TAM	0,418447965	0,042911693	0,000
EXPCEO.Dummy	0,117850096	0,151268448	0,438
SEG.NEG.Dummy	0,109887199	0,110107088	0,321
ROA	0,895207806	0,41419432	0,033
MB	0,048887465	0,024119808	0,045
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,5869	
Nº de observações		107	

Modelo de Regressão – Setor – Utilidade Pública

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	7,782333224	0,603060861	0,000
TAM	0,379780374	0,038044314	0,000
EXPCEO.Dummy	-0,010372373	0,125000712	0,934
SEG.NEG.Dummy	-0,328850271	0,098802727	0,001
ROA	0,082189536	0,39144405	0,834
MB	0,076000378	0,015359167	0,000
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,2663	
Nº de observações		342	

Modelo de Regressão – Setor – Outros

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	6,440324603	0,803386769	0,000
TAM	0,498281152	0,061704113	0,000
EXPCEO.Dummy	-0,374546183	0,491845033	0,448
SEG.NEG.Dummy	0,224868776	0,372720676	0,548
ROA	-0,64861692	0,951952113	0,497
MB	0,136567355	0,067898088	0,047
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,6736	
Nº de observações		91	

Determinação da remuneração anormal para a população de CEOs com base no modelo de regressão da Equação 2.

Modelo de Regressão – Setor – Bens Industriais

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	8,454080859	0,54781515	0,000
TAM	0,381712581	0,039830075	0,000
EXPCEO.Dummy	0,338311346	0,198559562	0,090
SEG.NEG.Dummy	0,567306455	0,145478994	0,000
ROA	0,305819863	0,554978726	0,582
MB	-0,027901412	0,018343953	0,129
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,3709	
Nº de observações		282	

Modelo de Regressão – Setor – Consumo Cíclico

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	4,600535315	0,538440941	0,000
TAM	0,639819156	0,038162025	0,000
EXPCEO.Dummy	0,675598186	0,180770842	0,000
SEG.NEG.Dummy	0,646909956	0,105104205	0,000
ROA	0,640261649	0,59937384	0,286
MB	0,015509931	0,008626359	0,073
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,5269	
Nº de observações		472	

Modelo de Regressão – Setor – Consumo Não Cíclico

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	3,539468015	0,830637723	0,000
TAM	0,724812848	0,055924644	0,000
EXPCEO.Dummy	0,5060069	0,217284541	0,021
SEG.NEG.Dummy	-0,781259173	0,199028041	0,000
ROA	0,049898254	1,702692584	0,977
MB	0,015157672	0,021434922	0,481
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,6321	
Nº de observações		153	

Modelo de Regressão – Setor - Materiais Básicos

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	7,583296006	0,681713762	0,000
TAM	0,430662325	0,046020116	0,000
EXPCEO.Dummy	0,044204073	0,232965881	0,850
SEG.NEG.Dummy	0,36218828	0,17774838	0,043
ROA	1,981638462	1,462575619	0,178
MB	0,073102554	0,051270046	0,156
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,5163	
Nº de observações		153	

Modelo de Regressão – Setor – Petróleo, gás e biocombustíveis

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	15,92422503	1,37043396	0,000
TAM	-0,119001508	0,086492913	0,177
EXPCEO.Dummy	0,129064688	0,269686285	0,635
SEG.NEG.Dummy	0,851009651	0,315026042	0,010
ROA	0,610139799	0,47480568	0,206
MB	0,315558147	0,095513665	0,002
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,5314	
Nº de observações		46	

Modelo de Regressão – Setor – Saúde

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	1,482157245	0,981842155	0,134
TAM	0,847750703	0,066973887	0,000
EXPCEO.Dummy	0,571713508	0,235670202	0,017
SEG.NEG.Dummy	0,60701668	0,175061999	0,001
ROA	1,934142895	0,663713546	0,004
MB	0,044209432	0,038802602	0,257
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,7061	
Nº de observações		106	

Modelo de Regressão – Setor – Utilidade Pública

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	4,130844342	0,854920894	0,000
TAM	0,612102526	0,053649502	0,000
EXPCEO.Dummy	-0,001697016	0,169818552	0,992
SEG.NEG.Dummy	-0,505661926	0,134693914	0,000
ROA	1,068303546	0,533523092	0,046
MB	0,085198962	0,020629471	0,000
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,3171	
Nº de observações		325	

Modelo de Regressão – Setor – Outros

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Significância
(Intercept)	5,572446249	0,877454104	0,000
TAM	0,571808532	0,066128259	0,000
EXPCEO.Dummy	-0,078596816	0,602980331	0,897
SEG.NEG.Dummy	0,966161667	0,389107662	0,015
ROA	-1,058243114	1,077056483	0,329
MB	0,030985531	0,069414785	0,657
Teste F		0,000	
R ² ajustado		0,7466	
Nº de observações		74	