

***Powerful* CEOs: desenvolvimento de uma métrica de determinação do poder e sua aplicação no âmbito da remuneração executiva**

KÉLIM BERNARDES SPRENGER

Faculdades Integradas de Taquara (FACCAT)

CLÓVIS ANTÔNIO KRONBAUER

Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS)

CRISTIANO MACHADO COSTA

Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS)

TATIANE PIETROBELLI PEREIRA

Faculdades Integradas de Taquara (FACCAT)

Resumo

Powerful CEO compreende a denominação adotada pela literatura para referenciar CEOs que apresentam capacidade de influenciar de forma consistente a tomada de decisão empresarial. Esta influência pode culminar em decisões que beneficiem diretamente este agente, inclusive no que tange à remuneração executiva. Porém, não há consenso na literatura sobre como determinar *powerful* CEOs e assim avaliar o seu impacto no ambiente corporativo. Diante disto, este estudo tem como objetivo desenvolver uma métrica que considere o conceito multidimensional do poder, determinando assim *powerful* CEOs, bem como analisar se estes agentes se relacionam a maiores níveis de remuneração. Para atender ao objetivo do estudo, foram elencadas *proxies* representativas do poder do CEO, sendo empregadas nestes estudo a dualidade, a centralidade, a participação acionária significativa, o CEO como fundador, a idade, o tempo de mandato, sua presença na mídia e o reconhecimento do CEO no meio corporativo. Considerando estes oito atributos de poder foi possível desenvolver uma métrica que contemplou as quatro dimensões de poder gerencial propostas por Finkelstein (1992). Em um segundo momento, a partir de um modelo de regressão com dados em painéis, analisou-se a relação entre *powerful* CEOs e remuneração executiva, tendo como objeto de estudo as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 S/A, no período de 2010 a 2018. Os principais resultados apontam que *powerful* CEOs estão relacionados a maior remuneração, revelando que esta pode não ser apenas fruto da tentativa de alinhamento de interesses entre principais e agentes, mas também resultado da influência do poder do CEO, o que é consistente com estudos precedentes. Testes adicionais apontam ainda para a importância da avaliação conjunta dos atributos de poder do CEO para considerá-lo como *powerful*, tendo em vista que alguns dos resultados reportados não são evidenciados quando empregadas apenas características individuais como *proxies* de poder.

Palavras-chave: *Powerful* CEO, Poder, Remuneração Executiva.

1. Introdução

Mesmo diante de seus atributos e de um currículo geralmente distintivo, é preciso considerar que embora o *Chief Executive Officer* (CEO) represente integralmente a empresa por ele dirigida, este agente também é um indivíduo suscetível aos fatores que influenciam qualquer tomador de decisão, como as condições ambientais, as características situacionais e a sua predisposição ética, conforme exposto por Schwenk (1988) e por Morris et al. (1995). Portanto, deve-se cogitar a presença de fatores individuais que possam interferir em sua gestão, como suas características e habilidades, além da busca por seus próprios objetivos.

Alguns estudos tem apontado, inclusive, para as consequências do poder deste agente. Adams, Almeida e Ferreira (2005) esclarecem que determinados diretores presidentes conseguem influenciar consistentemente as decisões-chave de uma empresa, mesmo com a oposição potencial de outros executivos, denominando estes agentes de maior poder como *powerful* CEOs. Desta forma, em situações nas quais o CEO é mais poderoso, a decisão final do Conselho de Administração (CA) deve refletir mais diretamente a opinião do CEO. (Adams, Almeida, & Ferreira, 2005).

Evidências acerca de *powerful* CEOs e suas consequências no ambiente corporativo já são conhecidas na literatura. Há, por exemplo, evidências de que a presença de um *powerful* CEO pode contribuir com o desempenho da empresa (Boyd, 1995; Brickley, Coles, & Jarrell, 1997; Tien, Chen, & Chuang, 2013), com o aumento da produtividade (Chiang & Lin, 2007) e com a sobrevivência da mesma, como destacam Bach e Smith (2007). Por outro lado, o poder do CEO pode influenciar negativamente na divulgação de informações e, conseqüentemente, impactar a transparência informacional da organização (Jiraporn, Liu, & Kim, 2014), aumentar a disparidade salarial nas empresas e elevar a sua própria remuneração baseada no desempenho (Vo & Canil, 2019), além de diminuir a qualidade dos lucros (Adams, Almeida, & Ferreira, 2005; Baker et al., 2019).

Sob a ótica específica da remuneração executiva, Hambrick (2007) afirma é preciso considerar os efeitos interativos das características dos executivos, pois a literatura sobre remuneração, rica em uma lógica econômica clássica, pouco tem a dizer sobre como os executivos podem diferir em suas reações aos arranjos de incentivos, mas se deve esperar que tais diferenças existam e tenham consequências. Assim, acredita-se que exista uma relação entre o poder e a capacidade do CEO em extrair remuneração.

Geralmente, esta relação entre o poder do CEO e a tomada de decisão que envolve a remuneração executiva está amparada na literatura pela *Managerial Power Theory* ou *Entrenchment View*, por meio da qual se afirma que o CA pode ser "capturado" pelo CEO, que então obtém pacotes de compensação favoráveis, independentemente do desempenho da empresa (Bebchuk & Fried, 2004). Mas por outro lado, a *Incentive Theory*, também referenciada como *Optimal Contracting Theory*, que faz parte do contexto da Teoria de Agência, prevê que a existência de uma remuneração executiva sensível às mudanças no desempenho da empresa reduzem os problemas de agência. (Jensen & Murphy, 1990).

Porém, para que se possa examinar as consequências da influência do poder do CEO no ambiente corporativo é preciso, primeiramente, conseguir mensurar *powerful* CEOs. Sob a ótica metodológica, cabe mencionar que a identificação de um *powerful* CEO não se relaciona a medidas naturais e inequívocas, pois estas podem ser obtidas por meio de muitas fontes formais e informais, como destacam Adams, Almeida e Ferreira (2005) e Pfeffer (1992). Desta forma, a literatura tem definido *powerful* CEOs por meio de determinadas características deste agente, porém em grande parte estes estudos utilizam uma característica isolada do CEO, geralmente a dualidade, a qual indica que além de CEO este agente também é o presidente do CA.

Frente ao exposto, este estudo apresenta inicialmente uma métrica para mensurar o poder do CEO, aplicada ao contexto brasileiro. Esta métrica foi desenvolvida com base na proposição de Finkelstein (1992) de que o poder é um conceito multidimensional, uma vez que os CEOs adquirem poder por meio de várias fontes e compreende um ponto inovador proporcionado por esta pesquisa. Assim, a métrica considera as quatro dimensões do poder executivo (poder estrutural, poder de propriedade, poder de especialização e poder de prestígio) propostas por Finkelstein (1992) adaptadas para o cenário brasileiro. São consideradas características representativas de cada dimensão de poder, elencadas a partir da revisão de literatura (dualidade, centralidade, participação acionária significativa, CEO fundador, idade, tempo de mandato, presença na mídia e reconhecimento).

Desta forma, este estudo se justifica por contribuir com a literatura precedente ao explorar o tema *powerful* CEO e desenvolver uma métrica que considere a complexidade do poder gerencial, atendendo à demanda de Veprauskaitė e Adams (2013) ao pontuarem a baixa probabilidade de uma medida capturar todas as dimensões possíveis do poder do CEO. Além disso, pesquisar se o poder pode estar atrelado a maior remuneração executiva aponta para reflexões acerca da governança corporativa e práticas que possam controlar o poder do CEO.

Ainda, o exame do cenário brasileiro, devido às peculiaridades do país, contribui com a relevância da pesquisa, tendo em vista que este compreende um cenário no qual se encontra uma estrutura de propriedade concentrada e definida, em sua maioria, como esperado em economias em desenvolvimento (Porta et al., 1998), além de uma quantidade considerável de empresas familiares, fato que pode facilitar o entrenchamento do CA em relação ao CEO (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 1996).

2. Referencial Teórico e Empírico

Em um ambiente sujeito aos problemas de agência, as decisões corporativas podem ser influenciadas pelos interesses pessoais dos agentes. Conforme White (1985), há três relações de agência que tem interesse contínuo: a relação entre empregador e empregado, entre acionista e gestor e entre credor e acionista. Com relação à segunda relação apontada, volta-se o olhar para um dos principais agentes em uma organização: o CEO. Ao CEO cabe a função de gerir a empresa, liderar a diretoria, garantir que as informações sejam prestadas aos stakeholders e atuar como elo entre o CA e o restante da organização. Além disso, juntamente com os demais diretores, o CEO é responsável pela elaboração e implementação de todos os processos operacionais e financeiros. (IBGC, 2015).

Em algumas empresas o CEO toma majoritariamente as decisões, e em outras a decisão final reflete o produto do consenso dos executivos. Mas, se os indivíduos têm opiniões diferentes, então a distribuição do poder de decisão dentro das empresas pode determinar as decisões que serão tomadas. (Adams, Almeida, & Ferreira, 2005). Liu e Jiraporn (2010) acrescentam que a distribuição do poder de decisão é muito importante na alta administração, pois quando o poder de decisão de uma empresa está mais concentrado nas mãos do CEO, este pode dispor de maior poder discricionário para influenciar decisões e, conseqüentemente, ter suas opiniões refletidas mais diretamente nos resultados corporativos.

Assim, *powerful* CEOs compreende o termo utilizado para se referir a aqueles CEOs com poder para influenciar consistentemente as decisões-chave em suas empresas, mesmo com a oposição potencial de outros executivos. (Adams, Almeida, & Ferreira, 2005). Finkelstein (1992) define poder como "a capacidade dos atores individuais de exercer sua vontade" (p. 506). Porém, a identificação de um *powerful* CEO consiste em uma tarefa cautelosa, tendo em vista que a mesma não se relaciona a medidas naturais e inequívocas, pois estas podem ser

obtidas por meio de muitas fontes formais e informais. (Adams, Almeida, & Ferreira, 2005; Pfeffer, 1992).

Para auxiliar na identificação de um *powerful* CEO, Finkelstein (1992) apresenta quatro dimensões de poder: poder estrutural, poder de propriedade, poder de especialização e poder do prestígio. Em geral, os CEOs têm alto poder estrutural sobre outros membros devido à sua posição organizacional. Essa autoridade permite que os CEOs gerenciem a incerteza controlando (até certo ponto) o comportamento de seus subordinados. (Finkelstein, 1992). Quanto ao poder de propriedade, Finkelstein (1992) indica que este se relaciona à posição de propriedade do executivo (participação acionária e controle) e de sua ligação com o fundador da empresa. Desta forma, CEOs com poder de propriedade podem ter controle sobre o CA.

Com relação ao poder de especialização, este está atrelado à capacidade do executivo em lidar com contingências e contribuir para o sucesso organizacional. Assim, executivos com experiência relevante podem ter influência significativa em uma determinada escolha estratégica e são frequentemente procurados pelos CAs. (Tushman & Scanlan, 1981; Yetton & Bottger, 1982; Finkelstein, 1992). O poder de prestígio ou o *status* pessoal do executivo está relacionado à reputação deste no ambiente institucional. Finkelstein (1992) indica que este poder pode estar atrelado a contatos externos, bem como estar relacionado a amizades poderosas e à legitimação da empresa ao considerar que a reputação de seus executivos é um fator relevante para a redução das incertezas no seu meio.

Identificado assim um *powerful* CEO, é preciso considerar as consequências deste no ambiente coporativo, pois além de evidências benéficas para a empresa, como aumento no desempenho, produtividade e sobrevivência (Boyd, 1995; Brickley, Coles, & Jarrell, 1997; Tien, Chen, & Chuang, 2013; Chiang & Lin, 2007; Bach & Smith, 2007) também há indícios de que o maior poder do CEO pode influenciar negativamente na divulgação de informações e, conseqüentemente, impactar a transparência informacional da organização (Jiraporn, Liu, & Kim, 2014), aumentar a disparidade salarial nas empresas e elevar a sua própria remuneração baseada no desempenho (Vo & Canil, 2019), além de diminuir a qualidade dos lucros (Adams, Almeida, & Ferreira, 2005; Baker et al., 2019).

Para isso, há algumas medidas adotadas pelas empresas que visam moderar possíveis conflitos de interesse envolvendo *powerful* CEOs, como o sistema mais robusto de governança corporativa, que se destina a proteger os acionistas do comportamento oportunista da gestão (Larcker & Tayan, 2012), a segregação das funções de CEO e de presidente do CA para que não haja concentração de poder e prejuízo ao dever de supervisão do CA em relação à diretoria (IBGC, 2015; Harris & Helfat, 1998), contratos de incentivos que permitam o alinhamento de interesses (Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976), entre outros.

Veprauskaitė e Adams (2013) indicam que o relacionamento entre o CEO de uma empresa e seus acionistas é um cenário clássico da teoria da agência, conforme descrito por Jensen e Meckling (1976). Assim, supõe-se também a existência de conflitos de agência, tendo em vista a tendência dos CEOs maximizarem seus interesses em detrimento dos acionistas.

Sob esta ótica, Eisenhardt (1989) menciona que o foco da teoria da agência compreende a busca pela determinação de contratos ótimos que deveriam reger a relação entre principal e agente, o que proporcionaria maior alinhamento de interesses envolvendo, principalmente, os proprietários e a alta administração, mas não se limitando a este nível de estrutura organizacional. Conforme Pagliarussi e Costa (2017), estudos baseados em teoria de agência sugerem o uso de incentivos, ligando desempenho com pagamento, como remediador para o problema da motivação de um agente para agir de acordo com o seu interesse pessoal.

Jensen e Meckling (1976) indicam que uma das formas de mitigar os problemas de agência consiste no estabelecimento de incentivos ao agente. Porém, Jensen e Meckling (1976) chamam a atenção para o fato de que dificilmente se poderá garantir que o agente tome decisões ótimas do ponto de vista do principal tendo em vista que provavelmente sempre ocorrerá algum nível de divergência entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam o bem-estar do principal. Pois, para Jensen, Murphy e Wruck (2004), “mesmo os planos de remuneração mais bem projetados contêm falhas exploráveis e, como os executivos apresentam vantagem em termos de informações, estes podem manipular o processo de remuneração em busca de benefícios próprios” (p. 50).

Belliveau, O'Reilly e Wade (1996) ponderam estas colocações mencionando que enquanto os estudos baseados na teoria econômica buscam mostrar que a remuneração do CEO está em conformidade com perspectivas teóricas, as abordagens mais psicológicas partem da premissa de que o processo de definição da remuneração depende das deliberações de um pequeno grupo de pessoas de uma empresa e que por isso esteja relacionado com vários processos psicológicos e políticos que moldam as decisões individuais e de grupo.

A relação entre o poder do CEO e a tomada de decisão que envolve a remuneração pode estar amparada pela *Managerial Power Theory* também denominada *Executive Power Theory* ou *Entrenchment View*. Por meio desta se afirma que o CA pode ser “capturado” pelo CEO, que então obtém pacotes de compensação favoráveis, independentemente do desempenho da empresa (Bebchuk & Fried, 2004). Assim, a hipótese central dessa abordagem compreende o poder como o principal direcionador da remuneração executiva.

Cambini et al. (2018) empregaram argumentos oriundos *Managerial Power Theory*. Os resultados de Cambini et al. (2018) mostraram que quando o estado detém a maioria das ações, o nível de remuneração é significativamente afetado pelo poder do CEO, sugerindo que nessas empresas é mais provável que os CEOs estejam entrincheirados e consigam aumentar sua compensação. Vo e Canil (2019) concluíram que um alto nível de disparidade nos salários dos CEOs provavelmente é um produto de seu poder e não uma explicação para propósitos de alinhamento de incentivos. Vo e Canil (2019) encontraram que os CEOs são capazes de continuar a explorar o processo de pagamento, aumentando sua remuneração baseada no desempenho, mesmo diante de novas regulações.

Malmendier e Tate (2009) analisaram as consequências do poder de prestígio do CEO após o recebimento de um prêmio da imprensa (Forbes, Business Week, Morningstar, entre outras). Para tanto, os autores adotam a denominação “*superstars* CEOs”. Entre suas análises, foi considerado o impacto desta premiação na remuneração dos executivos, evidenciando que a remuneração dos CEOs premiados aumenta significativamente nos três anos seguintes ao prêmio. Diante dos estudos precedentes e acreditando que as relações citadas podem também estar presentes no cenário empresarial brasileiro, propõe-se a hipótese desta pesquisa:

H1: O poder do CEO relaciona-se positivamente com o nível da remuneração executiva.

Por meio de H1 espera-se evidenciar que quanto maior o poder do CEO, também será maior a capacidade deste agente conseguir definir sua própria remuneração, sendo um agente maximizador da sua utilidade pessoal, sob os argumentos da teoria econômica. Desta forma, ocorrendo a não rejeição estatística de H1 se fornece um indício de que a remuneração pode não ser apenas fruto da tentativa de alinhamento de interesses entre principais e agentes, mas também resultado da influência do poder do CEO. Espera-se assim encontrar uma relação positiva entre a remuneração executiva e o poder do principal agente de uma organização, acompanhando os estudos de Bebchuk e Fried (2003), Belliveau, O'Reilly e Wade (1996), Cambini et al. (2018), Malmendier e Tate (2009) e de Vo e Canil (2019).

3. Procedimentos Metodológicos

A população do estudo compreendeu 427 empresas de capital aberto listadas na B3 Sociedade Anônima (S.A.). A amostra foi composta por 261 empresas que apresentaram os dados necessários para a realização da pesquisa e optou-se pela não inclusão das empresas financeiras e *holdings* devido à existência de características próprias desses segmentos. O período de análise compreendeu os anos de 2010 a 2018.

Para desenvolver o estudo e testar a hipótese de pesquisa foi considerada como variável dependente o nível de remuneração do CEO ($RCEO_{it}$), expressa por meio de duas variações:

- $LnRCEO_{it}$ = Logaritmo natural da remuneração total do CEO da empresa i no ano t . Esta variável acompanha estudos recentes, como os de Cambini et al. (2018), Henderson et al. (2010), Jaiswall e Raman (2019), Vo e Canil (2019); entre outros.
- $RCEOset_{it}$ = Remuneração total do CEO da empresa i no ano t ponderada pela remuneração máxima do setor. Esta variável visa considerar as diferenças setoriais, pois a remuneração pode estar atrelada à complexidade do negócio. (Porac, Wade, & Pollock, 1999).

A coleta de dados para a composição destas variáveis ocorreu por meio do FR, a partir da remuneração máxima da diretoria estatutária, assumindo-se que esta representa a remuneração do CEO. (Costa, Galdi, & Motoki, 2016; Sprenger, Kronbauer, & Costa, 2017).

A principal variável explicativa $PwCEO_{it}$ (*powerful CEO*) foi composta sob a ótica das quatro dimensões propostas por Finkelstein (1992): poder estrutural, poder de propriedade, poder especializado e poder de prestígio. Desta forma, foram levantadas variáveis relacionadas às dimensões citadas, conforme sintetiza a Tabela 1:

Tabela 1

Variáveis representantes das Dimensões de Poder do CEO

(Continua)

Dimensão	Variável	Explicação	Fonte	Referências
Poder Estrutural	$CEODual_{it}$	Dualidade do CEO da empresa i no período t , representada por uma variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO também é presidente do CA e 0 caso contrário	Item 12.5/6 do FR, identificado por meio dos campos "Cargo Eletivo Ocupado" e "Outros cargos e funções exercidas no emissor"	Cambini et al. (2018); Ding et al. (2014); Grinstein e Hribar (2004); entre outros
	$CEOCent_{it}$	Centralidade do CEO da empresa i no período t , expressa pela razão entre a remuneração máxima e a remuneração média da diretoria estatutária, tendo sido este valor normalizado em relação ao maior	Item 13.11 do FR, campo "Diretoria Estatutária", sendo extraído o "Valor da maior remuneração" e o "Valor médio da remuneração"	Adaptado de Bebchuk, Cremers e Peyer (2007 e 2011);
Poder de Propriedade	$CEOAc_{it}$	CEO acionista da empresa representado por uma variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO é um dos 5 principais acionistas e 0 caso contrário	Economática@	Adaptado de Bebchuk, Cremers e Peyer (2011); Finkelstein (1992)
	$CEOFund_{it}$	CEO fundador na empresa i no período t , representada por uma variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO é um dos fundadores e 0 caso contrário	Item 12.5/6 do FR, identificado por meio de "Experiência profissional" e buscas na <i>internet</i>	Bebchuk, Cremers e Peyer (2011); Finkelstein (1992)

(Continuação)

Dimensão	Variável	Explicação	Fonte	Referências
Poder de Especialização	$CEOId_{it}$	Idade do CEO da empresa i no período t , expressa em número de anos	Item 12.5/6 do FR, identificado por meio da "Data de Nascimento"	Cambini et al. (2018); Sprenger; Kronbauer; Costa (2017)
	$CEOMand_{it}$	Mandatos consecutivos do CEO na empresa i no período t , expresso em número de anos	Item 12.5/6 do FR, identificado por meio de "Nº de Mandatos consecutivos", além de buscas em "Informações Anuais"	Finkelstein (1992); Finkelstein; Hambrick (1989); Sprenger; Kronbauer; Costa (2017); Vo e Canil (2019)
Poder de Prestígio	$CEONews_{it}$	Notícias envolvendo o CEO da empresa i entre os períodos $t-5$ e t , expresso em valor (0 a 1), tendo em vista sua normalização pela maior quantidade de resultados	Google News, por meio de buscas considerando o nome popular do CEO entre aspas, acrescentado do nome reduzido da empresa, sendo considerada para cada ano de observação uma janela de 5 anos.	Baseado em Larcker e Tayan (2012) e em Malmendier e Tate (2009)
	$CEOVal_{it}$	CEO da empresa i no período t premiado como Executivo de Valor, representado por uma variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO foi eleito como Executivo de Valor e 0 caso contrário	Publicação do Jornal Valor Econômico da lista anual contendo os CEOs premiados como "Executivo de Valor"	Baseado em Larcker e Tayan (2012) e em Malmendier e Tate (2009)

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

Sob a ótica do poder estrutural, considera-se a dualidade ($CEODual_{it}$) como um indicador de poder porque se espera que um CEO que também exerça a presidência do CA possa ter maior influência. (Grinstein & Hribar, 2004). Cambini et al. (2018) afirmam que a dualidade do CEO representa uma *proxy* de entrenchamento gerencial, pois se ao CA cabe a função de nomear, remover, monitorar e supervisionar o CEO, se este também for o presidente do CA, esta função fica comprometida. Já a centralidade ($CEOCent_{it}$), na visão de Bebchuk, Cremers e Peyer (2007) representa a importância relativa do CEO na equipe executiva em termos de capacidade, contribuição e poder. Assim, esta é empregada na literatura como uma medida de dominância do CEO, calculada a partir da sua remuneração relativa.

No que tange ao poder de propriedade, a participação acionária do CEO ($CEOAci_{it}$), considera a colocação de Finkelstein e Hambrick (1989) de que executivos com proporções significativas de ações das empresas nas quais trabalham estariam em posição de definir sua própria remuneração. Esta proposição considera que o poder do CEO, que pode ser oriundo da sua participação acionária na empresa, pode afetar não somente a sua remuneração, mas também outras decisões que sejam do seu interesse. Além disso, para Adams, Almeida e Ferreira (2005) CEOs fundadores podem ser mais influentes e de acordo com Finkelstein (1992) isto ocorre porque tais executivos podem obter mais poder devido à sua interação muitas vezes de longo prazo com o CA, traduzindo sua posição exclusiva em um controle implícito sobre os membros do conselho. Portanto, nesse estudo foi considerada também a variável $CEOFund_{it}$.

Quanto ao poder de especialização, a idade ($CEOId_{it}$) representa a experiência do CEO e representa o aumento de seu poder de persuasão e influência sobre o CA (Cambini et al., 2018). O tempo de mandato do CEO ($CEOMand_{it}$) está relacionado a maior a probabilidade de o CA ser formado por seus próprios nomeados, que poderão ser solidários às suas decisões (Finkelstein & Hambrick, 1989). O tempo de mandato do CEO reflete também o seu horizonte de decisão, e quanto mais perto de sua aposentadoria, maior a possibilidade deste tomar decisões que lhe beneficiem. (Vo & Canil, 2019).

Com relação ao poder de prestígio, foram adotadas variáveis que pudessem expressar o *status* no CEO no ambiente de negócios. A primeira variável $CEONews_{it}$ tem como objetivo capturar as menções do CEO na mídia. Para tanto, foi estabelecido como veículo o *Google News*, devido a sua abrangência e adotada uma janela temporal de 5 anos em relação ao período em observação. Para cada CEO foi estabelecido um critério de busca na plataforma *Google News*, que empregou o nome popular do CEO, o nome reduzido da empresa e a janela temporal mencionada. Para tanto, foi desenvolvido em *Hypertext Preprocessor* (PHP) um robô extrator de registros do *Google News* baseado na ferramenta *cURL* e no protocolo *HTTP(s)*, que realizou as pesquisas com base nos critérios estipulados, e permitiu a obtenção do número de resultados destes CEOs em notícias, culminando na construção da variável $CEONews_{it}$.

Complementarmente, considerado reconhecimentos destes CEOs perante a imprensa mediante o recebimento de prêmios. Deste modo, a segunda variável indicativa do poder de prestígio $CEOVal_{it}$ foi desenvolvida a partir da premiação promovida pela revista "Executivo de Valor", do jornal Valor Econômico. Esta premiação ocorre anualmente e tem como critérios o desempenho da empresa, a capacidade de o CEO achar oportunidades de crescimento e inovação, a imagem da companhia, a reputação do profissional e sua habilidade de adaptação.

Por meio das variáveis indicadas na Tabela 1 foi possível construir a métrica de *powerful* CEO ($PwCEO_{it}$) considerando as quatro dimensões de poder indicadas por Finkelstein (1992). A proposta de desenvolvimento desta métrica segue estudos recentes sobre o tema, por meio dos quais se observa uma tendência de empregar índices para a identificação do poder do CEO, como é o caso de Liu e Jiraporn (2010) que empregaram variáveis indicadoras da dualidade e da existência de um CEO fundador para compor sua métrica e de Srinidhi, Gul e Tsui (2011) que formaram um índice a partir da dualidade, do CEO como fundador e único *insider* no CA.

Diante do conceito multidimensional de poder, a principal variável independente deste estudo ($PwCEO_{it}$) foi construída anualmente a partir da técnica estatística de análise fatorial, visando estabelecer uma nova variável capaz de captar o comportamento conjunto das variáveis originais. Segundo Fávero e Belfiore (2017) esta técnica multivariada procura identificar uma quantidade relativamente pequena de fatores que representam o comportamento conjunto de variáveis originais interdependentes. Assim, considerou-se adequado propor uma métrica de *powerful* CEO, a partir da análise fatorial, optando-se pela técnica de componente principal para determinar os fatores. Diante disso, propôs-se a métrica expressa pela Definição 1:

$$PwCEO_{it} = \sum \gamma[(Fat_{it}) \cdot (Var)] \quad \text{Definição 1}$$

Onde:

$PwCEO_{it}$ = poder do CEO da empresa i no período t , obtido a partir da análise fatorial por componentes principais das variáveis selecionadas para expressar o poder ($CEODual_{it}$, $CEOCent_{it}$, $CEOAc_{it}$, $CEOFund_{it}$; $CEOId_{it}$; $CEOMand_{it}$; $CEONews_{it}$ e $CEOVal_{it}$);

Fat_{it} = valor de cada fator de poder do CEO da empresa i no período t a partir das variáveis selecionadas para expressar o poder; e

Var = percentuais de variância compartilhada pelas variáveis de poder originais.

Posteriormente, as estatísticas de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) e o teste de esfericidade de Barlett foram obtidos por meio do *software* Stata® e forneceram indícios de que a análise fatorial poderia ser empregada no conjunto de variáveis selecionadas. Após, foi elaborada a análise fatorial por componentes principais, deixando a cargo do *software* a escolha da quantidade de fatores, seguida da rotação por meio do método Varimax, gerando assim o agrupamento das variáveis. Posteriormente, foram criadas novas variáveis no banco de dados para armazenar os fatores rotacionados obtidos pela análise fatorial realizada anualmente. Ao final deste procedimento foi aplicado o “critério da soma ponderada e ordenamento, em que uma nova variável é gerada a partir da multiplicação dos valores de cada fator pelos respectivos percentuais de variância compartilhada pelas variáveis originais”. (Fávero & Belfiore, 2017, p. 428). Assim, foi possível criar a variável $PwCEO_{it}$, já apresentada na Definição 1.

Ainda, variáveis de controle foram selecionadas para este estudo a partir da literatura prévia. Para fins de organização e contextualização das mesmas, estas foram agrupadas em quatro categorias: a) características da empresa; b) mecanismos de governança corporativa interna; c) mecanismos de governança corporativa externa e auditoria; e d) particularidades de setor e ano. A Tabela 2 sintetiza as variáveis de controle empregadas para o teste de H_1 e indica a relação esperada entre estas e a variável dependente da pesquisa.

Tabela 2

Variáveis de Controle Empregadas

(Continua)

Categoria	Variável	Explicação	Referências	Fonte	Relação
Características da Empresa	Tam_{it}	tamanho da empresa i no período t , representado pelo logaritmo do ativo total	Finkelstein e Hambrick (1989); Vo e Canil (2019)	Economática®	(+)
	End_{it}	endividamento da empresa i no período t , mensurado pela razão entre o valor do passivo total e o ativo total	Ding <i>et al.</i> (2014); Vo e Canil (2019)	Economática®	(-)
	ROA_{it}	retorno sobre o ativo da empresa i no período t , mensurada pela razão entre o resultado líquido no período t e o ativo total no período $t-1$	Cambini <i>et al.</i> (2018); Ding <i>et al.</i> (2014); Vo e Canil (2019);	Economática®	(+)
	MB_{it}	Margem bruta da empresa i no período t , expressa pela razão entre o lucro bruto e a receita líquida de vendas	Grinstein e Hribar (2004)	Economática®	(+)
	$Cres_{it}$	crescimento da empresa i entre o período $t-1$ e t , mensurada pela variação da receita líquida de vendas	Grinstein e Hribar (2004); Jaiswall e Raman (2019);	Economática®	(+)
	$Prej_{it}$	prejuízo da empresa i no período t , representada por uma variável <i>dummy</i> , que assume o valor 1 caso a empresa tenha apresentado prejuízo e 0 caso contrário	Gilson e Vetsuypens (1993)	Economática®	(-)
	$CicOp_{it}$	ciclo operacional da empresa i no período t	Lo, Yeung e Cheng (2011)	Economática®	(-)

(Continuação)

Categoria	Variável	Explicação	Referências	Fonte	Relação
Características da Empresa	FCO_{it}	fluxo de caixa operacional da empresa i no período t ponderado pelo valor do ativo médio	Vo e Canil (2019)	Economática®	(?)
	Id_{it}	idade da empresa i no período t , expressa em número de anos a contar da data de sua constituição	Pereira <i>et al.</i> (2016); Shust (2015)	Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica	(+)
	ECA_{it}	espécie de controle acionário da empresa i no período t , também expressa por <i>dummies</i>	Ding <i>et al.</i> (2014); Cambini <i>et al.</i> (2018)	Formulário Cadastral – B3	(?)
Governança Corporativa Interna	$Board_{it}$	tamanho do CA da empresa i no período t , expressa pelo número de membros, como uma medida de independência do Conselho	Ding <i>et al.</i> (2014); Grinstein e Hribar (2004); Jensen (1993); Yermack (1996)	Formulário de Referência - Item 12.5/6	(+)
	CF_{it}	presença de Conselho Fiscal na empresa i no período t , representada por uma variável <i>dummy</i> , que assume o valor 1 caso a empresa tenha este conselho instalado e 0 caso contrário	IBGC (2015)	Formulário de Referência - Item 12.7/8	(-)
	CR_{it}	presença de comitê de remuneração na empresa i no período t , expressa por meio de uma variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se há o comitê instalado e 0 caso contrário	Jensen; Murphy; Wruck (2004)	Formulário de Referência - Item 12.7/8	(-)
	$ConAc_{it}$	concentração acionária na empresa i no período t , expressa pelo percentual de ações ordinárias detidas pelo principal acionista, devido às particularidades brasileiras	Crisóstomo, Brandão e López-Iturriaga (2020); Lin (2014)	Economática®	(-)
Governança Corporativa Externa	GC_{it}	nível de governança corporativa da empresa i no período t , representada por uma variável <i>dummy</i> , que assume o valor 1 caso a empresa esteja listada no novo mercado e 0 caso contrário	IBGC (2015)	Formulário Cadastral – B3	(-)
Setor e Ano	Set_{it}	setor econômico da empresa i no período t , representado por variáveis <i>dummies</i> .	Grinstein e Hribar (2004); Vo e Canil (2019)	Formulário Cadastral – B3	(?)
	Ano_{it}	ano ao qual se referem as observações da empresa i , representado por variáveis <i>dummies</i> .	Cambini <i>et al.</i> (2018); Grinstein e Hribar (2004)	Formulário de Referência e Economática®	(?)

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

De posse dos dados coletados, estes foram tabulados e organizados em planilhas do Microsoft Excel® e, com o auxílio do *software* Stata® foram construídas as variáveis. Seguindo a tendência das pesquisas na área, as variáveis contínuas foram submetidas à técnica *Winsorize* no 99º percentil, visando reduzir o impacto das observações com valores discrepantes, como empregado por Vo e Canil (2019).

Com as variáveis já tratadas, a etapa seguinte consistiu na realização do cálculo de correlação, o qual corroborou a decisão de emprego conjunto das variáveis indicadas nas seções anteriores. Assim, foi possível obter as principais estatísticas descritivas para cada uma das variáveis empregadas, obtendo-se um panorama destas. Diante disso, procedeu-se com a estruturação dos modelos aplicados para testar a hipótese de pesquisa. A Regressão 1 foi proposta considerando a remuneração executiva expressa de forma logarítmica:

$$\ln RCEO_{it} = \beta_0 + \beta_1(PwCEO_{it}) + \sum \gamma(Controles_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$\ln RCEO_{it}$ = Logaritmo natural da remuneração total do CEO da empresa i no ano t ;

$PwCEO_{it}$ = poder do CEO da empresa i no período t ;

$Controles_{it}$ = variáveis de controle da empresa i no período t ; e

ε_{it} = erros da regressão.

E a Regressão 2 foi proposta considerando a remuneração executiva ponderada pela remuneração máxima do setor, a fim de controlar as diferenças setoriais nos pacotes de compensação executiva:

$$RCEOset_{it} = \beta_0 + \beta_1(PwCEO_{it}) + \sum \gamma(Controles_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$RCEOset_{it}$ = Remuneração total do CEO da empresa i no ano t ponderada pela remuneração máxima do setor;

$PwCEO_{it}$ = poder do CEO da empresa i no período t ;

$Controles_{it}$ = variáveis de controle da empresa i no período t ; e

ε_{it} = erros da regressão.

As Regressões 1 e 2 foram estimadas via dados em painel. Para a determinação entre a estimativa destas regressões (efeitos fixos ou aleatórios) foi empregado o teste de Hausman, indicando que os modelos levam a resultados diferentes e consequentemente a especificação mais adequada ocorre por efeitos fixos. Diante disto, as variáveis ECA_{it} e Set_{it} foram omitidas pelo *software* Stata®, tendo em vista que as empresas desta amostra não apresentaram variação no que tange ao tipo de controle acionário ou setor. Além disso, as regressões propostas foram estimadas por efeitos fixos com erros-padrão robustos e agrupamentos por empresas, empregando-se o comando "fe vce (*cluster clustvar*)" do Stata®, visando controlar eventuais ocorrências de heterocedasticidade e a auto-correlação.

Cabe salientar que há limitações em relação ao método, destacando-se que com relação às variáveis dependentes não há divulgação da remuneração por cargo ou pessoa, portanto assumiu-se que a remuneração máxima da diretoria estatutária corresponde à remuneração do CEO. Com relação à métrica proposta para mensurar o poder do CEO, tem-se uma estimativa que considera características representativas de cada dimensão de poder que foram passíveis de coleta no cenário brasileiro.

4. Análise dos Resultados

Para apresentar os dados empregados neste estudo, a Tabela 3 fornece as principais estatísticas descritivas das variáveis:

Tabela 3
Estatísticas Descritivas

Variáveis	Observações	Média	Desvio-Padrão	Mínima	Máxima
$RCEO_{it}$	1845	2.815,2	3.904,08	35.447	22.966,3
$\ln RCEO_{it}$	1845	7,264	1,240	3,568	10,04
$RCEOset_{it}$	1845	0,198	0,243	0,00208	1
$CEODual_{it}$	1845	0,145	0,352	0	1
$CEOCent_{it}$	1845	1,633	0,841	1	16,79
$CEOAc_{it}$	1845	0,166	0,372	0	1
$CEOFund_{it}$	1845	0,104	0,305	0	1
$CEOId_{it}$	1845	53,94	9,987	24	92
$CEOMand_{it}$	1845	5,900	8,242	0	64
$CEONews_{it}$	1845	0,00710	0,0378	0	1
$CEOVal_{it}$	1845	0,0428	0,203	0	1
$PwCEO_{it}$	1845	1,46e-10	0,335	-0,959	1,933
Tam_{it}	1845	14,57	1,743	10,25	18,81
End_{it}	1845	0,689	0,461	0,116	3,095
ROA_{it}	1845	0,0192	0,134	-0,609	0,886
MB_{it}	1845	0,312	0,211	-0,361	0,983
$Cres_{it}$	1845	0,138	0,463	-0,721	3,392
$Prej_{it}$	1845	0,309	0,462	0	1
$CicOp_{it}$	1845	4,818	0,921	1,487	10,74
FCO_{it}	1845	0,0599	0,110	-1,413	0,662
Id_{it}	1845	34,40	18,87	1	127
$Board_{it}$	1845	6,337	2,524	0	15
CF_{it}	1845	0,458	0,498	0	1
CR_{it}	1845	0,120	0,325	0	1
$ConAc_{it}$	1845	0,499	0,268	0,00139	1
GC_{it}	1845	0,409	0,492	0	1

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

Para fins descritivos, acrescentou-se na Tabela 3 o valor da remuneração total do CEO brasileiro ($RCEO_{it}$) de acordo com os dados obtidos a partir do FR, porém após a aplicação da técnica *Winsorize*. Este dado aponta que, em média, a remuneração total do CEO corresponde a R\$ 2.815,2 mil, sendo que a mínima foi de R\$ 35,4 mil e a máxima evidenciada foi de R\$ 22.966,3 mil, com alta dispersão, fato que justifica a necessidade do emprego das medidas representativas da remuneração do CEO ($\ln RCEO_{it}$ e $RCEOset_{it}$).

Em relação às características individuais dos CEOs ($PwCEO_{it}$) se observa que cerca de 14,5% destes assumem também a posição de presidente do CA ($CEODual_{it}$), sendo importante destacar que em 2010 esse percentual correspondia a 25,6%. Quanto à $CEOCent_{it}$, nota-se que em média, a remuneração total do CEO está 63,3% acima da média da remuneração total da diretoria estatutária, sendo esta uma medida representativa da dominância do CEO. No que tange às características de poder de propriedade, verifica-se que aproximadamente 16,6% dos CEOs analisados se enquadram como um dos cinco principais acionistas da empresa

($CEO_{Ac_i,t}$) e que aproximadamente 10,4% destes são os fundadores das empresas nas quais atuam como CEO ($CEO_{Fund_{i,t}}$).

Expressando o poder de especialização, verifica-se que a média de idade do CEO no Brasil ($CEO_{Id_{i,t}}$) é de 54 anos, sendo que o CEO mais jovem tem 24 anos e o CEO de maior idade possui 92 anos. Quanto ao tempo de mandato ($CEO_{Mand_{i,t}}$), em média o CEO das empresas da amostra permanece por 6 anos sucessivos neste cargo, mas há casos de CEOs que não atingem mais de um ano na empresa. Em contrapartida, foi verificado na amostra um CEO que possui 64 anos de mandatos consecutivos. Quanto ao poder de prestígio, considerando-se as menções de cada CEO na mídia, identificou-se que para cada CEO há uma média de 75 resultados no Google News, sendo que esta variável atinge 10.600 resultados para um dos CEOs da amostra, mas ressalta-se que na Tabela 3, a variável representativa deste poder está normalizada pelo maior valor ($CEO_{News_{i,t}}$). Por fim, a variável $CEO_{Val_{i,t}}$ mostra que apenas 4% dos CEOs já obtiveram reconhecimento por meio do veículo Valor Econômico.

Empregando-se uma análise preliminar, elaborada a partir da estatística descritiva apresentada na Tabela 3, a Tabela 4 relaciona *powerful* CEOs e as variáveis dependentes deste estudo. Assim, após a classificação de $PwCEO_{i,t}$ em percentis, os CEOs foram agrupados em dois conjuntos, sendo o primeiro composto por aqueles constantes do percentil inferior da amostra e o segundo conjunto composto pelos CEOs classificados no percentil superior e para cada grupo foi analisado o valor médio da remuneração executiva:

Tabela 4
Powerful CEOs e Remuneração

Ranking de Classificação	$RCEO_{i,t}$ (em R\$ mil)	$\ln RCEO_{i,t}$	$RCEO_{set_{i,t}}$
CEO 10% Menos Powerful	2.193,0468	7,2348	0,1800
CEO 10% Mais Powerful	3.867,7040	7,6095	0,2307

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

Na Tabela 4, percebe-se uma diferença entre o valor médio da remuneração percebida por CEOs classificados no percentil superior do *ranking* de poder em relação aqueles cujo índice de poder se encontra no percentil inferior. Ao realizar um teste de diferença de médias entre os dois grupos de CEOs empregando-se a remuneração expressa em reais mil ($RCEO_{set_{i,t}}$) que originou as duas variáveis dependentes estudadas que tratam da remuneração ($\ln RCEO_{i,t}$ e $RCEO_{set_{i,t}}$), observou-se que há uma diferença estatisticamente significativa entre os grupos no que se refere à remuneração, indicando que quanto maior o poder do CEO, maior o seu pacote de compensação.

A hipótese proposta neste estudo estima que o poder do CEO está positivamente relacionado com sua remuneração. Para efetuar o teste desta hipótese, foi operacionalizada a Regressão 1, cujo resultados constam na Tabela 5. Essa tabela apresenta as 5 especificações do modelo. Assim, na primeira especificação (1) do modelo, tem-se como única variável independente a $PwCEO_{i,t}$ e se observa uma relação positiva e estatisticamente significativa (a nível de 5%) entre esta variável e a remuneração do CEO expressa em logaritmo, indicando a não rejeição de H_1 .

Na segunda especificação (2) apresentada na Tabela 5, observa-se que mesmo com a inclusão das variáveis de controle relativas às características da empresa, mantém-se a relação positiva e estatisticamente significativa entre as variáveis $PwCEO_{i,t}$ e $\ln RCEO_{i,t}$, indicando que quanto maior o poder do CEO, maior a sua remuneração. Verifica-se também que entre as variáveis de controle adicionadas ao modelo (especificação 2), há uma relação positiva e

significativa entre Tam_{it} e a remuneração, mostrando que empresas maiores também estão relacionadas a maior compensação executiva. Também se verifica que quanto maior o tempo de atuação da empresa (Id_{it}), maior a remuneração executiva, mas esta relação é significativa a um nível de 10% de confiança. Outro ponto observado é que empresas com reporte de prejuízo ($Prej_{it}$) apresentam menor nível de remuneração, sendo esta estatisticamente significativa a nível de 1%. Nesta especificação o poder de explicação do modelo atinge o valor de 0,1974, indicando que o modelo consegue explicar aproximadamente 20% da variação da remuneração.

Tabela 5

Remuneração do CEO e Powerful CEOs: Métrica Proposta

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$\ln RCEO_{it}$	$\ln RCEO_{it}$	$\ln RCEO_{it}$	$\ln RCEO_{it}$	$\ln RCEO_{it}$
$PwCEO_{it}$	0,264** (0,12)	0,240** (0,10)	0,240** (0,10)	0,240** (0,10)	0,241** (0,10)
Tam_{it}		0,321* (0,06)	0,296* (0,06)	0,296* (0,06)	0,292* (0,06)
End_{it}		-0,113 (0,10)	-0,102 (0,10)	-0,102 (0,10)	-0,103 (0,10)
ROA_{it}		0,038 (0,19)	0,076 (0,19)	0,076 (0,19)	0,079 (0,19)
MB_{it}		0,066 (0,18)	0,062 (0,19)	0,062 (0,19)	0,058 (0,18)
$Cres_{it}$		-0,011 (0,04)	-0,007 (0,04)	-0,007 (0,04)	-0,009 (0,05)
$Prej_{it}$		-0,083*** (0,05)	-0,087*** (0,05)	-0,087*** (0,05)	-0,084*** (0,05)
$CicOp_{it}$		0,007 (0,04)	0,006 (0,04)	0,006 (0,04)	0,009 (0,04)
FCO_{it}		-0,040 (0,23)	-0,057 (0,24)	-0,057 (0,24)	-0,069 (0,24)
Id_{it}		0,063* (0,01)	0,065* (0,01)	0,065* (0,01)	0,064* (0,01)
$Board_{it}$			0,016 (0,02)	0,016 (0,02)	0,016 (0,02)
CF_{it}			0,066*** (0,04)	0,066*** (0,04)	0,066 (0,06)
CR_{it}			0,159 (0,11)	0,160 (0,11)	0,170 (0,11)
$ConAc_{it}$			-0,041 (0,17)	-0,041 (0,19)	-0,041 (0,19)
GC_{it}				0,000 (0,09)	-0,001 (0,10)
Ano_{it}					Incluído
Constante	7,264* (0,00)	0,479 (0,94)	0,621 (0,92)	0,621 (0,92)	0,708 (0,93)
R ² Ajustado	0,0086	0,1974	0,2011	0,2007	0,1999
Nº de obs.	1845	1845	1845	1845	1845
F	4,81	13,26	10,29	10,59	8,10
Prob>F	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

Nota. Desvio-padrão em parênteses

Níveis de significância: *p<0,10; **p<0,05 e ***p<0,01

A terceira especificação (3) do modelo apresentada na Tabela 5, considera também as variáveis representativas dos mecanismos internos de governança corporativa aplicados nas empresas. E, mesmo com a inclusão de tais variáveis, o poder do CEO permanece relacionado positivamente à sua remuneração, mantendo a significância estatística a nível de 5%. Assim como na segunda especificação o tamanho, a idade da empresa e a presença de prejuízo também se mostram atrelados à remuneração e, diferentemente do esperado, verifica-se que a presença de um Conselho Fiscal (CF_{it}) está relacionado a maior remuneração executiva. Estes resultados se mantêm inalterados com a inclusão das variáveis de controle de mecanismos externos de governança corporativa, conforme se observa na quarta especificação (4) da Tabela 5.

A operacionalização do modelo completo proposto, apresentado na quinta especificação (5) da Tabela 5, mostra que se consegue atingir um nível aproximado de 20% de explicação da variação da remuneração (R^2 Ajustado = 0,1999). Nessa especificação foram incluídas as *dummies* de ano. Ressalta-se que a relação positiva e estatisticamente significativa entre a principal variável independente e a remuneração executiva fornece embasamento para a não rejeição da H_1 , indicando que o poder do CEO está positivamente relacionado com sua remuneração.

Ainda com relação a Tabela 5, o cálculo do efeito marginal considerando o modelo completo proposto (especificação 5) indica que se o poder do CEO aumentar em 1 desvio padrão, a sua remuneração total (expressa de forma logarítmica nesta análise) aumentaria também em aproximadamente 1%. E, entre as constatações permitidas a partir da análise das variáveis de controle, verifica-se que a remuneração do CEO pode ser influenciada positivamente pelo tamanho da empresa e seu tempo de atuação no mercado, por outro lado, esta se mostra afetada negativamente quando a empresa apresenta prejuízos.

Como alternativa à mensuração da remuneração do CEO, foi empregada a variável $RCEOset_{it}$ para considerar as especificidades de cada setor e, conseqüentemente, as variações de remuneração que possam ocorrer entre estes. Os resultados da Regressão, especificada a partir da métrica proposta para expressar *powerful* CEO estão sintetizados na Tabela 6.

De forma similar aos achados reportados, verifica-se que em todas as especificações do modelo, a existência de um *powerful* CEO se mostrou positivamente relacionada à sua remuneração, porém a um nível de significância de 10%, mostrando que mesmo sob diversos controles, este CEO consegue influenciar sua própria remuneração, o que é condizente com H_1 e implica em sua não rejeição.

Ainda na Tabela 6 se observa que para tal variável dependente, o controle FCO_{it} se mostrou positivamente relacionado à $RCEOset_{it}$, a um nível de significância de 1%, conforme apontado por Vo e Canil (2019) ao argumentarem que quanto maior o fluxo de caixa, maior pode ser a remuneração do CEO. Também o tempo de atuação da empresa no mercado (Id_{it}) se mostrou significativo nas cinco especificações do modelo, mas neste caso, esta variável apresenta um efeito negativo sobre $RCEOset_{it}$, diferentemente do apresentado quando da aplicação da remuneração do CEO em valor. Acredita-se que esta relação negativa entre Id_{it} e $RCEOset_{it}$ seja fruto de características específicas de cada setor que interfiram na sua estratégia de remuneração. Por fim, a Tabela 6 mostra que o modelo completo consegue explicar aproximadamente 9,75% das variações ocorridas na $RCEOset_{it}$.

Com tais resultados, há evidências de suporte aos estudos precedentes que avaliaram a remuneração executiva e conforme Malmendier e Tate (2009) este é um ponto que merece atenção, pois além de indicar que *powerful* CEOs são melhor remunerados, também se pode interpretar que há problemas de agência na empresa que culminam em maior extração de renda por *powerful* CEOs, podendo este ser um indício de entrincheiramento ou fraca governança

corporativa. Além disso, as evidências reportadas que concordam com a H_1 deste estudo, podem suscitar novas pesquisas que tenham como objetivo avaliar o poder de vigilância do CA, os efeitos do “*social capital*” do CEO na empresa, além da disparidade salarial, pois estes forneceriam entendimento adicional sobre o comportamento do CEO e sua influência nas decisões corporativas, seguindo estudos como os de Jaiswall e Raman (2019), Belliveau, O’Reilly e Wade (1996), Vo e Canil (2019), entre outros.

Tabela 6

Remuneração do CEO a nível setorial e *Powerful* CEOs: Métrica Proposta

	(1) $RCEO_{set_{it}}$	(2) $RCEO_{set_{it}}$	(3) $RCEO_{set_{it}}$	(4) $RCEO_{set_{it}}$	(5) $RCEO_{set_{it}}$
$PwCEO_{it}$	0,090* (0,03)	0,084* (0,03)	0,084* (0,03)	0,084* (0,03)	0,082* (0,03)
Tam_{it}		0,028 (0,02)	0,025 (0,02)	0,025 (0,02)	0,023 (0,02)
End_{it}		-0,030 (0,03)	-0,028 (0,03)	-0,028 (0,03)	-0,029 (0,03)
ROA_{it}		0,050 (0,04)	0,054 (0,04)	0,053 (0,04)	0,049 (0,04)
MB_{it}		0,065 (0,07)	0,062 (0,07)	0,062 (0,07)	0,052 (0,06)
$Cres_{it}$		0,014 (0,01)	0,015 (0,01)	0,015 (0,01)	0,012 (0,01)
$Prej_{it}$		-0,006 (0,01)	-0,007 (0,01)	-0,007 (0,01)	-0,004 (0,01)
$CicOp_{it}$		0,012 (0,01)	0,012 (0,01)	0,012 (0,01)	0,011 (0,01)
FCO_{it}		0,074*** (0,04)	0,073*** (0,04)	0,073*** (0,04)	0,070*** (0,04)
Id_{it}		-0,010* (0,00)	-0,010* (0,00)	-0,010* (0,00)	-0,005** (0,00)
$Board_{it}$			0,003 (0,01)	0,003 (0,01)	0,003 (0,01)
CF_{it}			0,009 (0,01)	0,009 (0,01)	0,014 (0,01)
CR_{it}			-0,001 (0,04)	-0,001 (0,04)	-0,009 (0,03)
$ConAc_{it}$			-0,012 (0,06)	-0,006 (0,06)	0,004 (0,06)
GC_{it}				0,012 (0,04)	0,009 (0,04)
Ano_{it}					Incluído
Constante	0,198* (0,00)	0,090 (0,25)	0,107 (0,26)	0,104 (0,26)	-0,040 (0,25)
R ² Ajustado	0,0135	0,0669	0,0659	0,0655	0,0974
Nº de obs.	1845	1845	1845	1845	1845
F	11,28	5,31	3,89	3,75	5,57
Prob>F	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

Nota. Desvio-padrão em parênteses

 Níveis de significância: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$ e *** $p < 0,01$

E, sob a ótica das teorias abordadas neste estudo, em especial em relação à Teoria da Agência, que destaca a existência de conflitos de interesse entre principais e agentes, sugerindo a remuneração executiva como uma possível forma de alinhar os interesses destas partes, observa-se a ineficácia deste método. Pois, conforme as evidências reportadas, *powerful* CEOs conseguem explorar e influenciar o processo de remuneração, visando aumentar sua parcela de compensação, e aparentemente, o CA não oferece oposição, sugerindo que os mesmos possam estar “entrincheirados”, como propõem Bebchuk e Fried (2004).

Tais argumentos encontram respaldo na colocação de Weisbach (2007) de que *powerful* CEOs, ao exercer controle sobre o CA, conseguem definir uma grande parte de sua própria remuneração. Desta forma, os resultados referentes a H₁ parecem estar mais de acordo com a hipótese do poder gerencial, como exposto por Bebchuk e Fried (2004) e por Vo e Canil (2019) do que com a hipótese de contratação eficiente, a qual assume a remuneração executiva como um recurso para diminuir problemas de agência.

Por fim, os resultados expostos nas Tabelas 5 e 6 corroboram com Belliveau, O’Reilly e Wade (1996), ao apontarem a importância de abordagens psicológicas para a definição da remuneração executiva. Os autores destacam que vários processos psicológicos e políticos acabam por moldar as decisões individuais e de grupo, o que é condizente com Betzer *et al.* (2016) ao indicar que o perfil e as habilidades do CEO compreende uma questão relevante para explicar as diferenças nos salários dos executivos.

Cabe destacar que além dos resultados apresentados, foram conduzidos testes adicionais que empregaram as variáveis originais que representam atributos de poder de cada CEO (*CEODual_{it}*, *CEOCent_{it}*, *CEOAct_{it}*, *CEOFund_{it}*, *CEOId_{it}*, *CEOMand_{it}*, *CEONews_{it}* e *CEOVal_{it}*) em substituição à métrica *PwCEO_{it}*. Foram encontrados resultados mistos quando desta aplicação, os quais chamam a atenção para a importância da análise multidimensional do poder do CEO, pois há particularidades, que de forma isolada não apresentam influência na remuneração, mas em conjunto, se mostram significativas.

5. Considerações Finais

Esta pesquisa se propôs a analisar a remuneração executiva sob a ótica do poder do CEO, desenvolvendo para tanto uma métrica de *powerful* CEO a partir do estudo de Finkelstein (1992), buscando expressar o poder do CEO sob uma ótica multidimensional. Conforme exposto por Hambrick e Mason (1984) e por Wissema, Van Der Pol, e Messer (1980), pesquisas envolvendo o alto escalão corporativo são necessárias pois auxiliam a esclarecer a correspondência entre a posição de uma empresa no portfólio corporativo e as características de seus principais gerentes. Para tais autores, os pesquisadores precisam projetar seus estudos e interpretar seus resultados reconhecendo que certas estratégias e níveis de desempenho são causadas por perfis gerenciais, bem como o inverso. Assim, essas interações precisam ser examinadas para aumentar a compreensão dos efeitos das características dos gestores sobre a estratégia e desempenho das suas organizações.

Os principais resultados fornecem evidências de que *powerful* CEOs conseguem influenciar as decisões relacionadas a sua própria remuneração, fato que é consistente com estudos precedentes e revela que a remuneração pode não ser apenas fruto da tentativa de alinhamento de interesses entre principais e agentes, mas também resultado da influência do poder do CEO. Verificou-se ainda que determinadas características da empresa, como maior fluxo de caixa operacional e tamanho estão atreladas a um maior nível de remuneração executiva e que a ocorrência de prejuízo, bem como o maior tempo de atuação no mercado

implicam em menor remuneração para o CEO, seja esta mensurada pelo valor total da remuneração ou ponderada pelas particularidades setoriais.

Por meio das análises principais e complementares possibilitadas pelo desenvolvimento desta pesquisa, evidencia-se que o poder do CEO pode ser exercido em um amplo espectro de decisões, que os CEOs podem ter diferentes graus de poder com base na combinação das dimensões que eles manifestam, e que cada uma dessas manifestações tem importância para o ambiente corporativo (Larcker & Tayan, 2012).

A partir dos resultados obtidos nessa pesquisa, espera-se contribuir com melhores práticas de governança corporativa e auxiliar no entendimento do comportamento organizacional. Ressalta-se a importância de instalar Conselhos Fiscais, bem como evitar CAs numerosos, pois isso pode além de dispersar o órgão, facilitar o seu controle por um *powerful* CEO, bem como segregar cargos de presidência executiva e de CA.

Referências

- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432.
- Bach, S. B., & Smith, A. D. (2007). Are powerful CEOs beneficial to post-IPO survival in high technology industries?: An empirical investigation. *The Journal of High Technology Management Research*, 18(1), 31-42.
- Baker, T. A., Lopez, T. J., Reitenga, A. L., & Ruch, G. W. (2019). The influence of CEO and CFO power on accruals and real earnings management. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(1), 325-345.
- Bebchuk, L. A., Cremers, K. M., & Peyer, U. C. (2011). The CEO pay slice. *Journal of financial Economics*, 102(1), 199-221.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of economic perspectives*, 17(3), 71-92.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2004). *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, Cambridge, MA).
- Belliveau, M. A., O'Reilly III, C. A., & Wade, J. B. (1996). Social capital at the top: Effects of social similarity and status on CEO compensation. *Academy of management Journal*, 39(6), 1568-1593.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic management journal*, 16(4), 301-312.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of corporate Finance*, 3(3), 189-220.
- Cambini, C., De Masi, S., Paci, A., & Rondi, L. (2018). CEO compensation in EU telecom companies: Does the state design the right incentives?. *Telecommunications Policy*, 42(6), 474-488.
- Chiang, M., & Lin, J. (2007). The Relationship between Corporate Governance and Firm Productivity: evidence from Taiwan's manufacturing firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 768-779.

- 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.
- Ding, S., Jia, C., Wilson, C., & Wu, Z. (2015). Political connections and agency conflicts: the roles of owner and manager political influence on executive compensation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(2), 407-434.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management journal*, 35(3), 505-538.
- Finkelstein, S., Hambrick, D., & Cannella, A. A. (1996). *Strategic leadership*. St. Paul: West Educational Publishing.
- Grinstein, Y., & Hribar, P. (2004). CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses. *Journal of financial economics*, 73(1), 119-143.
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32(2), 334-343.
- Harris, D., & Helfat, C. E. (1998). CEO duality, succession, capabilities and agency theory: Commentary and research agenda. *Strategic Management Journal*, 19(9), 901-904.
- Henderson, B. C., Masli, A., Richardson, V. J., & Sanchez, J. M. (2010). Layoffs and chief executive officer (CEO) compensation: does CEO power influence the relationship?. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(4), 709-748.
- IBGC (2015). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Acesso em 09/07/2019, disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas>>.
- Jaiswall, S. S., & Raman, K. K. (2019). Sales Growth, CEO Pay, and Corporate Governance in India. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 0148558X19825672.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy*, 98(2), 225-264.
- 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. *Finance Working Paper*, 44.
- Jiraporn, P., Liu, Y., & Kim, Y. S. (2014). How do powerful CEOs affect analyst coverage?. *European Financial Management*, 20(3), 652-676.
- Larcker, D. F., & Tayan, B. (2012). Is a powerful CEO good or bad for shareholders? *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance and Leadership No. CGRP-28*.

- Liu, Y., & Jiraporn, P. (2010). The effect of CEO power on bond ratings and yields. *Journal of empirical Finance*, 17(4), 744-762.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2009). Superstar ceos. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1593-1638.
- Morris, S. A., Rehbein, K. A., Hosselni, J. C., & Armacost, R. L. (1995). A test of environmental, situational, and personal influences on the ethical intentions of CEOs. *Business & Society*, 34(2), 119-146.
- Pagliarussi, M. S., & Costa, C. (2017). Identity in family firms: A theoretical analysis of incentives and contracts. *BAR-Brazilian Administration Review*, 14(3).
- Pfeffer, J. (1992). *Managing with power: Politics and influence in organizations*. Harvard Business Press.
- Porac, J. F., Wade, J. B., & Pollock, T. G. (1999). Industry categories and the politics of the comparable firm in CEO compensation. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 112-144.
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- Schwenk, C. R. (1995). Strategic Decision Making. *Journal of Management*, 21(3), 471-493.
- 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.
- Tien, C., Chen, C. N., & Chuang, C. M. (2013). A study of CEO power, pay structure, and firm performance. *Journal of Management & Organization*, 19(4), 424-453.
- Tushman, M. L., & Scanlan, T. J. (1981). Characteristics and external orientations of boundary spanning individuals. *Academy of Management Journal*, 24(1), 83-98.
- Veprauskaitė, E., & Adams, M. (2013). Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms?. *The British accounting review*, 45(3), 229-241.
- Vo, T. T. N., & Canil, J. M. (2019). CEO pay disparity: Efficient contracting or managerial power?. *Journal of Corporate Finance*, 54, 168-190.
- White, H. (1985). Agency as control.
- White, H. C. (1985). *Agency as control*. In: Zeckhauser, R.; Pratt, J., (Eds.), *Principals and Agents: The Structure of Business*. Harvard Business School Press, Boston, 187-214.
- Yetton, P. W., & Bottger, P. C. (1982). Individual versus group problem solving: An empirical test of a best-member strategy. *Organizational behavior and human performance*, 29(3), 307-321.