



08, 09, 10 e 11 de novembro de 2022  
ISSN 2177-3866

## **DISCLOSURE DA REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS EM MERCADOS COM FRACO ENFORCEMENT DOS ACIONISTAS: UMA ANÁLISE MULTINIVEL**

**VAGNER NAYSINGER MACHADO**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA (UFSM)

**IGOR BERNARDI SONZA**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA (UFSM)

**WILSON TOSHIRO NAKAMURA**

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)

**JOHNNY SILVA MENDES**

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)

**MARCO AURÉLIO DOS SANTOS**

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO (FGV-EAESP)

# **DISCLOSURE DA REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS EM MERCADOS COM FRACO ENFORCEMENT DOS ACIONISTAS: UMA ANÁLISE MULTINIVEL**

## **1. Introdução**

A teoria da agência pressupõe a existência de conflitos de interesse entre acionistas, investidores, credores e gestores, os quais resultam em problemas relacionados a imperfeições e assimetrias dos mercados (Shleifer & Vishny, 1997). Os acionistas (principal) contratam gestores (agentes) para desempenhar atividades em seu nome, contudo, considerando a maximização de utilidade dos indivíduos, nem sempre os agentes agirão em prol dos interesses do principal (Jensen & Meckling, 1976). Há possibilidade dos agentes agirem de forma oportunista, beneficiarem-se de informações de seu conhecimento exclusivo, sem repassá-las a outras partes interessadas, visando obter benefícios privados (Shleifer & Vishny, 1997).

Nesta linha, a governança corporativa corresponde a um conjunto de regras e práticas que surgem para mitigar os problemas de agência e minimizar a conduta oportunista dos agentes em relação aos interesses do principal (Brandão & Crisóstomo, 2015). Boas práticas de governança corporativa induziriam os agentes a tomarem as decisões que maximizem o valor da companhia (Sonza & Kloeckner, 2014). Destarte, a delimitação dos direitos, deveres e responsabilidades dos indivíduos interessados na firma, asseguraria aos investidores o retorno de seus investimentos (Shleifer & Vishny, 1997).

Os sistemas de governança apresentam características e formatos próprios, na medida em que seriam formados por um conjunto de instituições, regulamentos e convenções culturais, ligados a países ou regiões específicas (Cain et al., 2017). Nesta linha, a origem dos sistemas legislativos dos países seria um fator determinante para a estruturação e o desenvolvimento de práticas de governança (Brandão & Crisóstomo, 2015) e dos mercados de capitais (La Porta et al., 1998). O *enforcemet* dos acionistas seria mais forte em países com origem legal em leis comuns, o que diminuiria gastos de capital e aumentaria o valor e as oportunidades de crescimento (Cain et al., 2017). Por outro lado, países de origem legal em leis civis francesas teriam, como característica, fraca proteção legal aos acionistas e mercados menores e menos desenvolvidos (La Porta et al., 1998).

Contudo, a principal finalidade da governança corporativa é única e universalmente difundida: combater os problemas de agência (Brandão & Crisóstomo, 2015), que seria alcançado por meio de políticas de incentivo e monitoramento eficientes (Tirole, 2006). Nesta linha, a teoria da agência pressupõe que os pacotes de compensação incentivariam os executivos a tomar as melhores decisões visando maximizar a riqueza dos acionistas (Jensen & Murphy, 1990), por meio da contratação ideal em que os valores pagos aos executivos estariam vinculados a medidas de desempenho pré-estabelecidas (Blanes et al., 2020). Por outro lado, a teoria do poder gerencial coloca em dúvida a sensibilidade da compensação dos executivos ao desempenho corporativo (Elmagrhi et al., 2020) e considera que a remuneração seria parte dos problemas de agência (Bebchuk & Fried, 2003). Isto porque, executivos poderosos influenciariam direta ou indiretamente na definição das políticas de incentivos, o que acarretaria níveis de remuneração acima do ponto ótimo para os acionistas (Hoi et al., 2019).

Nas últimas décadas, escândalos corporativos e crises, como a do *subprime* em 2007-2009, potencializam o interesse de investidores, legisladores, profissionais e pesquisadores quanto às políticas de *disclosure* de informações (Karajeh, 2019) e de compensação de executivos (Blanes et al., 2020). Como resposta a essa crescente demanda por maior transparência, diversos países e órgãos internacionais instituíram regras mais rígidas referentes ao *disclosure* de informações sobre a remuneração dos executivos (Chang et al., 2020; Hitz &

Müller-Bloch, 2015). O pioneirismo desse movimento teria ocorrido em países com origem legal em leis comuns, como Estados Unidos e Reino Unido (Wahyuni et al., 2020) e, a partir de 2010, países com fraca proteção legal latino-americanos e latino-europeus estabeleceram intervenções legais com previsão de *disclosure* obrigatório da remuneração dos executivos.

Os resultados de estudos empíricos a respeito dos efeitos da imposição legal do *disclosure* da remuneração dos executivos são inconclusivos (Chu et al., 2020). Em compasso com a ideia de contratação ideal, Chang et al., (2020), Chu et al., (2020), Gipper (2021), Harvey et al. (2020), Hitz e Muller-Block (2015) e Ndzi (2019) apontam que a regulamentação do *disclosure* da remuneração não seria um instrumento eficiente no combate aos problemas de agências. Por outro lado, estudos como, Clarkson et al., (2006), Craighead et al. (2004), Kim et al., (2017), Park et al. (2001) e Yang (2019) sugerem que reformas regulatórias visando o *disclosure* da compensação dos executivos cumprem com seu propósito de minimizar os problemas de agência.

Neste contexto, a questão problema do presente estudo é: Qual o impacto da regulamentação do *disclosure* dos incentivos explícitos aos executivos no desempenho, política de compensação, risco e liquidez de firmas em países com fraca proteção legal? Para responder este questionamento, o objetivo do deste estudo é identificar o efeito do *disclosure* obrigatório da compensação dos executivos no desempenho, política de incentivos, risco e liquidez de firmas em países com origem legal em leis civis francesas.

Ao investigar questões pouco exploradas e/ou inconclusivas acerca do *disclosure* de informações e dos pacotes de remuneração concedidos aos executivos, este estudo contribuiu para a discussão teórico-empírica, apresentando evidências a respeito da relação entre a obrigatoriedade do *disclosure* da remuneração e o desempenho, pacotes de compensação, risco e liquidez de companhias em países com fraca proteção legal. Um melhor conhecimento do impacto do *disclosure* compulsório da remuneração seria útil aos executivos e, principalmente, aos responsáveis pela formulação das políticas internas de compensação das firmas. Compreender os efeitos da obrigatoriedade do *disclosure* da remuneração auxiliaria avaliações e possíveis ajustes nos regulamentos por parte dos órgãos reguladores de cada país. Além do mais, a utilização combinada dos métodos de diferença-em-diferenças (DID) e regressões multinível gera maior robustez nos resultados.

## **2. *Disclosure* da remuneração dos executivos: Concepções e hipóteses**

Nos últimos anos, o debate teórico-empírico quanto à política de remuneração dos executivos vem recebendo atenção no campo acadêmico e corporativo (Blanes et al., 2020), despertando o interesse da mídia e público em geral, a respeito dos montantes recebidos pelos executivos (Aslam et al., 2019). Esse interesse se intensificou após escândalos corporativos no início dos anos 2000 (Blanes et al., 2020), e da crise financeira de 2007-2009 (Aslam et al., 2019), o que demandou maiores níveis de divulgação de informações corporativas (Costa et al., 2016) e motivou a busca de melhorias quanto a regulamentação do *disclosure* da remuneração de executivos (Blanes et al., 2020).

Como resposta a essas questões, e com o propósito de mitigar os problemas de agência (Chu et al., 2020), órgãos internacionais e reguladores nacionais de diversos países promoveram a inclusão ou reforma de suas bases legislativas, com regras mais rígidas (Hitz & Müller-Bloch, 2015), no sentido de garantir maior divulgação das remunerações dos executivos (Chang et al., 2020; Karajeh, 2019). Países com forte proteção legal e sistemas de governança corporativo desenvolvidos foram os pioneiros a promover reformas legais visando a divulgação da remuneração dos executivos (Wahyuni et al., 2020).

Nos Estados Unidos, a primeira regra quanto ao *disclosure* da remuneração de executivos foi promulgada pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) em 1938 (Yang, 2019) e, desde então, os requisitos de evidenciação de informações são revisados e atualizados (Chang et al., 2020). No Reino Unido, para enfrentar as críticas da sociedade em geral quanto aos altos salários pagos aos executivos e melhorar as práticas de governança corporativa, em 1995 foi publicado o *Greenbury Report* (Chu et al., 2020; Elmagrhi et al., 2020), primeiro instrumento formal que exigiu o *disclosure* de informações quanto à remuneração dos executivos de companhias listadas no Reino Unido (Harvey et al., 2020).

De forma geral, em países com fraca proteção legal a regulamentação da transparência da remuneração dos executivos parece seguir de uma forma mais lenta. No Brasil, a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 480 de 7 de dezembro de 2009 regulamenta a divulgação da remuneração de executivos para as empresas listadas, destarte, a partir de 2010, as companhias de capital aberto no Brasil são obrigadas a evidenciar suas políticas de remuneração da alta gestão. Na Argentina, o *Decreto nº 1.023 de 29 de julho de 2013*, que regulamenta a *Ley de Mercado de Capitales*, determina que as companhias de capital aberto divulguem a política de remuneração de conselheiros e executivos, já nos relatórios referentes ao ano de 2013.

Por meio da *Corporate Governance Act, de 06 de abril de 2010*, a Bélgica estabeleceu que as empresas listadas são obrigadas a adotar um código de governança corporativa, que prevê requisitos rígidos quanto ao *disclosure* de remuneração dos executivos, a partir de 2011. Da mesma forma, empresas listadas na bolsa de valores da Itália são obrigadas a divulgar informações a respeito da remuneração de seus executivos a partir dos relatórios anuais de 2012, como previsto na resolução da *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) nº 18.049 de 23 de dezembro de 2011*. Na Espanha a *Orden ECC nº 461 de 20 de março de 2013 do Ministério de Economía Y Competitividad* determinou a evidenciação da remuneração total dos executivos, já partir do ano de 2013.

Contudo, as evidências empíricas sobre os impactos do *disclosure* da remuneração dos executivos não são conclusivas quanto a eficiência da divulgação compulsória, reforçando o aspecto complexo dos efeitos práticos da compensação de executivos (Chu et al., 2020; Costa et al., 2016). Estudos como Chang et al., (2020) e Gipper (2021) nos Estados Unidos, Chu et al., (2020), Harvey et al., (2020) e Ndzi (2019), no Reino Unido e Hitz e Muller-Bloch (2015) na Alemanha, sugerem que a regulamentação do *disclosure* da remuneração dos executivos não seria capaz de inibir o comportamento oportunista dos gestores com pouco ou nenhum poder de mitigar os problemas de agência (Chang et al., 2020; Chu et al., 2020; Gipper, 2021) não sendo, por si só, um instrumento eficiente de governança corporativa (Harvey et al., 2020).

Por outro lado, Yang (2019) nos Estados Unidos, Craighead et al., (2004), no Reino Unido, Park et al., (2001), no Canadá, Clarkson et al., (2006), na Austrália e Kim et al., (2017) na Coreia do Sul sugerem que os canais regulatórios formais seriam o meio mais eficaz de enfrentar os problemas de agência, visto que, melhoraria a sensibilidade da remuneração ao desempenho e impactaria positivamente no desempenho de empresas com boas práticas de governança. No Brasil, Costa et al. (2016) sugerem que os investidores consideram a “não divulgação” como uma má notícia, aumentando as incertezas e os custos de agência. De acordo com esses pressupostos, a seguinte hipótese teórica é formulada:

*H1. O disclosure da remuneração dos executivos gera maior desempenho para as companhias de capital aberto de países com fraca proteção legal.*

Ademais, os níveis elevados de compensação e disparidade salarial despertou o interesse da sociedade em geral (Aslam et al., 2019), o que alimentou apelos contínuos para a regulamentação da remuneração de executivos (Chang et al., 2020; Ndzi, 2019). Essa questão

corroborar as ideias do poder gerencial, em que discrepâncias e altos salários seriam um indicativo da influência de executivos poderosos na definição das políticas de remuneração, direcionando-as para a obtenção de benefícios privados (Bebchuk & Fried, 2003). Neste sentido, a regulamentação da divulgação da remuneração seria necessária para frear a ganância dos executivos, regulando os níveis de compensação (Ndzi, 2019).

Requisitos mais rígidos de *disclosure* da compensação gerariam maior pressão do mercado externo para um alinhamento das políticas de incentivos a níveis padronizados do setor, o que deixaria conselheiros e executivos mais sensíveis a pressões políticas e ao escrutínio público, disciplinando os arranjos de compensação, o que inibiria excessos de remuneração (Chang et al., 2020; Gipper, 2021). Estudos como Chang et al., (2020) nos Estados Unidos e Kim et al., (2017) na Coreia do Sul sugerem que a regulamentação da divulgação da remuneração pode exercer um papel disciplinador dos níveis de compensação, em que os montantes totais de remuneração tendem a convergir para a média do setor (Kim et al., 2017). Com base nestas questões, a seguinte hipótese teórica é formulada:

*H2. O disclosure da remuneração dos executivos gera menor nível de remuneração dos executivos para companhias de capital aberto de países com fraca proteção legal.*

Os conflitos de agência podem afetar a tomada de decisão quanto a assunção de riscos, dado que os executivos podem agir de forma oportunista e escolher projetos mais arriscados, visando benefícios privados em detrimento ao bem-estar dos proprietários (Danielova et al., 2013; Rauh, 2009). Nesta linha, os gestores absorvem os benefícios de projetos bem-sucedidos, porém, em casos de insucesso, os acionistas arcam com os prejuízos (Eisdorfer, 2008). Destarte, políticas de *disclosure* da remuneração limitaria a ação oportunista dos executivos quanto as decisões financeiras de risco, dado que aumenta o nível informacional dos proprietários (Balsam et al., 2016).

A divulgação de informações tende a ser vista de forma positiva pelo mercado, principalmente em ambientes corporativos com fraca proteção legal (Allaya et al., 2019). Destarte, a regulamentação da divulgação da remuneração melhoraria os níveis de conhecimento dos proprietários a respeito das estruturas de compensação dos executivos, o que acarretaria uma gestão de riscos eficaz e diminuiria a assunção de riscos excessivos (Ferrarini et al. 2009). Uma ampliação da divulgação de informações permitiria uma melhor tomada de decisão combatendo a má conduta dos agentes e reduzindo os riscos corporativos (Balsam et al., 2016). Diante destas questões, a seguinte hipótese teórica é formulada:

*H3. O disclosure da remuneração dos executivos gera menor nível de risco para companhias de capital aberto de países com fraca proteção legal.*

Além disso, o excesso de recursos em caixa pode ser um indicativo de problemas de agência, (Atif et al., 2020), em que os executivos optam por níveis de liquidez não ótimos sob o ponto de vista dos acionistas (Bates et al., 2009). Nesta linha, executivos poderosos teria maior probabilidade de tomar decisões abaixo do ideal, no sentido que manteriam recursos em caixa, para proteger seu capital humano (Ji et al., 2020). Ambientes com fraca governança corporativa seriam campos férteis para a ocorrência desses problemas de agência (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007).

Nesta linha, políticas de *disclosure* eficientes minimizariam os efeitos da assimetria informacional, aumentando o poder de monitoramento dos acionistas (Chu et al., 2020). Estudos como Atif et al. (2020) e Naser et al., (2002), sugerem uma relação negativa entre o *disclosure* de informações e os níveis de liquidez das companhias. Para Atif et al., (2020) uma melhor regulamentação aperfeiçoaria a estrutura de compensação dos executivos, diminuindo

os níveis de liquidez das empresas. De acordo com esses pressupostos, a seguinte hipótese teórica é formulada:

*H4. O disclosure da remuneração dos executivos gera menor nível de liquidez para companhias de capital aberto de países com fraca proteção legal.*

### 3. Procedimentos metodológicos

Para identificar o impacto do *disclosure* compulsório da remuneração no desempenho, política de compensação, risco e liquidez de empresas em países com origem em leis civis francesas, utilizou-se uma abordagem de quase-experimento, por meio do método de diferença-em-diferenças (DID) e regressões multinível. Como marco legal utilizou-se o início da vigência da legislação que instituiu a obrigatoriedade do *disclosure* da remuneração dos executivos, em cada país. Destarte, constituiu-se como grupo de tratamento as empresas que passaram a ser obrigadas a divulgar informações sobre a remuneração dos executivos por imposição do marco legal. Já o grupo de controle compreende as empresas que o *disclosure* da compensação dos executivos já tinha caráter obrigatório, ou seja, não foram afetadas pela vigência do marco.

Considerando que as firmas do grupo de tratamento e controle possuem características observáveis diferentes, realizou-se um pareamento entre as empresas, por meio do *Propensity Score Matching 2 (PSM-2)* com base na variável ativo total (AT) e setor das empresas. Para a constituição do estimador de Diferença em Diferenças (DID) em modelos multinível utilizou-se a variável tempo, que considera o espaço temporal em torno do marco legal de cada país. Essa variável tempo codifica em -3, -2 e -1 os três anos antes do marco, e 0, 1 e 2, após, ou seja, passa a se considerar um marco único para todos os países, correspondente ao tempo 0 (zero). Com base na variável tempo, constitui-se a variável marco, sendo atribuído valor “1” para o tempo 0, 1 e 2, e “0” para o tempo -3, -2, e -1. A variável grupo capta a diferenciação das empresas que foram afetadas pela nova legislação (tratamento) e aquelas que não foram (controle). Neste sentido, foi atribuído valor “1” para as empresas do grupo de tratamento e “0” para empresas do grupo de controle, que, por operarem nos mercados norte americano e/ou britânico já eram obrigadas a praticar o *disclosure* da remuneração dos executivos. A interação entre as variáveis marco e grupo gerou o estimador DID ( $\delta_1$ ), o qual é calculado por meio da média da diferença do grupo de tratamento antes e depois do marco e do grupo de controle antes e após o início do tratamento, conforme apresentado na Equação (1).

$$\hat{\delta}_1 = (\hat{y}_{(treat, post=1)} - \hat{y}_{(treat, post=0)}) - (\hat{y}_{(control, post=1)} - \hat{y}_{(control, post=0)}) \quad (1)$$

Para captar os efeitos da regulamentação do *disclosure*, foram estimados modelos lineares generalizados multinível. Os modelos de regressões tradicionais estruturados em uma única equação, parecem desconsiderar a interação entre os indivíduos e o contexto no qual estão inseridos (Santos, 2018), neste sentido, ignorar essa relação implica análises incorretas sobre o comportamento dos indivíduos e grupos (Hair Jr. & Favero, 2019). Os modelos multinível corrigem o fato de que as observações no mesmo grupo não são independentes, o que leva a estimativas mais bem ajustadas se comparadas as dos modelos tradicionais (Hair & Favero, 2019).

Nesta linha, os dados da presente pesquisa contemplam observações de firmas, as quais pertencem a um país específico, e são avaliados em uma dimensão temporal. Destarte, tem-se um modelo hierárquico com medidas repetidas de três níveis: Nível 1 (tempo); Nível 2 (Firma) e Nível 3 (país). Para estimar o modelo multinível, assim como Hair Jr. e Favero (2019) e Santos

(2018) utilizou-se a *step-up strategy*, adaptada a estrutura dos dados e objetivos do presente estudo. Primeiro, estimou-se um modelo nulo ou incondicional, o qual tem como finalidade investigar a decomposição da variância entre os agrupamentos (Hair Jr. e Favero, 2019), e identificar os grupos que melhor explicam a variância da variável de interesse (Santos, 2018), por meio do coeficiente de correlação Intraclasse (ICC).

O modelo nulo considera apenas a existência de um intercepto e dos termos de erros (Hair Jr. & Favero, 2019), não contendo variáveis explicativas de nenhum dos níveis (Santos, 2018). Partindo do modelo nulo, acrescenta-se na análise a evolução temporal, o que permite investigar os fatores explicativos individuais do comportamento da variável dependente, para o mesmo grupo ou grupos distintos ao longo do tempo (Hair Jr. & Favero, 2019). Para isto, adiciona-se a variável de nível 1 ao modelo nulo, conforme a Equação (2).

$$Y_{tij} = \gamma_{000} + \gamma_{100} x \text{ tempo} + \mu_{00j} + r_{00ij} + \varepsilon_{tij} \quad (2)$$

Onde:  $t$  representa o tempo,  $i$  a empresa e  $j$  o país;  $Y_{ij}$  a variável dependente do estudo;  $\gamma_{000}$  o intercepto do modelo no momento inicial (quando a variável tempo for igual a 0);  $\gamma_{100}$  o coeficiente de inclinação do modelo quando a variável tempo aumento uma unidade;  $\mu_{00j}$  o parâmetro do efeito aleatório para o país;  $r_{00ij}$  o parâmetro do efeito aleatório para empresa associado ao país;  $\varepsilon_{tij}$  o parâmetro do efeito aleatório do primeiro nível (erro residual).

Após a inclusão da variável de tempo, acrescenta- as variáveis de firmas (nível 2), que são constantes em níveis inferiores e explicam somente o intercepto do primeiro nível. A partir do modelo com as variáveis de nível 1(tempo) e nível 2 (firma), acrescenta-se a variável de terceiro nível, referente aos países da amostra. A Equação (3) apresenta o modelo com intercepto aleatório, variáveis de firma e a nível país.

$$Y_{tij} = \gamma_{000} + \gamma_{001} x \text{ país} + \gamma_{010} DID(\delta_1) + \gamma_{020} Wij + \dots + \gamma_{0n0} Wij + \gamma_{100} x \text{ tempo} + \mu_{00j} + r_{00ij} + \varepsilon_{tij} \quad (3)$$

Onde:  $t$  representa o tempo,  $i$  a empresa e  $j$  o país;  $Y_{ij}$  a variável dependente do estudo;  $\gamma_{000}$  o intercepto geral do modelo (valor esperado da variável dependente no momento inicial quando o tempo e demais variáveis forem iguais a 0;  $\gamma_{001}$  representa o incremento no valor esperado da variável dependente no instante inicial para cada aumento da variável a nível de país;  $\gamma_{010}$  o incremento no valor esperado da variável dependente no instante inicial para cada aumento da variável explicativa principal: estimador diferenças em diferenças multinível DID( $\delta_1$ );  $\gamma_{020} \dots + \gamma_{0n0}$  o incremento no valor esperado da variável dependente no instante inicial para cada aumento das variáveis de controle ( $Wij$ );  $\gamma_{100}$  o coeficiente de inclinação do modelo quando a variável tempo aumento uma unidade;  $\mu_{00j}$  o parâmetro do efeito aleatório para o país;  $r_{00ij}$  o parâmetro do efeito aleatório para empresa associado ao país;  $\varepsilon_{tij}$  o parâmetro do efeito aleatório do primeiro nível (erro residual).

A população do presente estudo contempla as empresas listadas em países com fraca proteção legal. Em seguida, investigou-se, junto aos órgãos reguladores dos países e em estudos da *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD, 2019), em quais países há obrigatoriedade legal quanto a evidenciação de informações a respeito da remuneração dos executivos de companhias abertas. Dentre os países de leis civis francesas, que possuem previsão legal de *disclosure* da remuneração dos executivos optou-se por investigar os latino-americanos e europeus com origens latinas, além da Bélgica, país com forte influência francesa. Destarte, a amostra final contempla 440 empresas (38 da Argentina; 78 da Bélgica; 92 do Brasil; 98 da Espanha e 134 da Itália).

Para identificar as empresas que foram afetadas pelo marco legal (grupo de tratamento), e aquelas que não foram (grupo de controle), utilizou-se como critério, a dupla listagem das companhias. Empresas sujeitas às exigências da SEC, que emitem *American Depositary Receipt* (ADR's) ou *Depositary Receipt* (DR) na *London Stock Exchange*, são obrigadas a divulgar informações quanto a remuneração dos executivos, portanto, não são afetadas pela adoção do novo marco legal em seus respectivos países. Neste sentido, as companhias listadas, pelo menos três anos antes do início da vigência do marco legal de seus países, foram classificadas na subamostra grupo de controle, pois já teriam a obrigação de *disclosure* da remuneração dos executivos, antes mesmo do início da obrigatoriedade em seu mercado de origem.

Para identificar os efeitos da regulamentação do *disclosure* da remuneração dos executivos, além da variável independente, estimador Diferença em diferenças DID ( $\delta_1$ ), foram delineadas variáveis dependentes quanto a política de remuneração dos executivos, desempenho, risco e liquidez de companhias com fraca proteção legal. A Tabela 1 contempla as variáveis dependentes, suas descrições e principais estudos que as utilizaram.

Tabela 1. Variáveis dependentes

<i>Variáveis dependentes</i>		
<i>Desempenho Contábil</i>		
Variáveis	Descrição	Principais autores
<b>ROA</b>	$\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo Total}}$	Chang et al., (2020); Chu et al., (2020); Gipper, (2021); Hitz e Müller-Bloch, (2015); Yang, (2019).
<b>ROE</b>	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Clarkson et al., (2006); Craighead et al., (2004).
<i>Desempenho de mercado</i>		
<b>MB</b>	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Ativo Total}}$	Atif et al., (2020); Balsam et al., (2016); Gipper, (2021); Hitz e Müller-Bloch, (2015); Kim et al., (2017); Yang, (2019).
<b>Q</b>	$\frac{(MVE + PS + D)^1}{\text{Ativo Total}}$	Chu et al., (2020); Park et al., (2001).
<i>Remuneração dos executivos</i>		
<b>REM</b>	$\frac{\text{Remuneração total dos executivos}}{\text{nº de executivos}}$	Chang et al., (2020); Clarkson et al., (2006); Craighead et al., (2004); Gipper, (2021); Park et al., (2001)
<b>STOCK</b>	$\frac{\text{valor das ações e opções}}{\text{nº de executivos}}$	Craighead et al., (2004); Gipper, (2021); Park et al., (2001).
<i>Risco</i>		
<b>RISK</b>	$\sigma \left( \frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo Total}} \right)$	Dutra et al, (2018).
<b>BETA</b>	$R_t = \beta R_m + e_t$	Craighead et al., (2004); Yang, (2019).
<i>Liquidez</i>		
<b>CX</b>	$\frac{\text{Caixa e equivalentes}}{\text{Ativo Total}}$	Atif et al., (2020); Bates et al, (2009); Dutra et al., (2018); Naser et al., (2002).

<sup>(1)</sup> Sugerido por Chung e Pruitt (1994), cujo valor de mercado é a soma do MVE - preço das ações da empresa multiplicado pelo número de ações ordinárias em circulação, PS - valor de liquidação das ações preferenciais em circulação e D - dívida total (Passivo Circulante menos Ativo Circulante mais estoques e dívidas de longo prazo); ROA: *Return on Asset*; ROE: *Return on Equity*; MB: *Market-to-book*; Q: *Q de Tobin*; Rem: Remuneração total dos executivos; Stock: Compensação por ações e opções; Risk: risco contábil; EBIT: *Earnings before interest and taxes*; Beta: risco de mercado ( $\beta$  - coeficiente angular do modelo de mercado ; LIQ: liquidez.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Além disso, constituiu-se variáveis de controle referentes ao tamanho e endividamento das companhias e aspectos ligados ao entrincheiramento dos executivos. A Tabela 2 apresenta essas variáveis, suas descrições, principais autores e o sinal esperado de acordo com a teoria.

Tabela 2. Variáveis de controle

Variáveis de controle						
<i>Entrincheiramento</i>						
Variáveis	Descrição	Principais autores	Sinal Esperado			
			<i>D</i>	<i>R</i>	<i>Ri</i>	<i>L</i>
Dualidade ( <i>DUAL</i> )	1 - Executivo principal e Diretor do Conselho da Administração são a mesma pessoa; 0 - Caso contrário.	Chang et al., (2020); Clarkson et al., (2006); Gipper, (2021).	-	+	+	+
Número ( <i>NEX</i> )	<i>log</i> (n. de executivos principais)	Sonza e Kloeckner, (2014)	-	+	+	+
<i>Tenure</i> ( <i>TEX</i> )	<i>log</i> (tempo de serviço médio dos executivos principais)	Chang et al., (2020); Yang, (2019)	-	+/-	+	+
Idade ( <i>ID</i> )	Log (Idade média dos executivos)	Chang et al., (2020); Kim et al., (2017)	+/-	+/-	+/-	+/-
<i>Tamanho</i>						
Ativo Total ( <i>AT</i> )	<i>log</i> (Ativo total)	Atif et al., (2020); Chu et al., (2020)				
Patrimônio Líquido ( <i>PL</i> )	<i>log</i> (Patrimônio Líquido)	Kim & Shi (2017)	+	+/-	-	-
Receita Total ( <i>REC</i> )	<i>log</i> ( <i>receita total</i> )	Hoi et al. (2019); Park et al. (2001)				
<i>Endividamento</i>						
Alavancagem ( <i>AL</i> )	Passivo oneroso de curto e longo prazos) / Patrimônio Líquido	Atif et al., (2020); Chu et al., (2020); Gipper, (2021);	+/-	-	+/-	-

Nota: D: Desempenho; R: remuneração; Ri: Risco; L: liquidez.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Os dados financeiros das companhias foram coletados nas bases S&P Global Capital IQ® e Economática®; as informações relativas aos executivos foram obtidas na plataforma Bloomberg® e os dados referente às empresas brasileiras foram extraídos do sistema da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), disponível no site [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). Além disso, como cada país possui um marco regulatório específico quanto ao *disclosure* da remuneração de executivos, a coleta e análise dos dados deu-se de forma segregada, o que faz com que o período de análise desse estudo varie três anos antes e depois da data de vigência do marco.

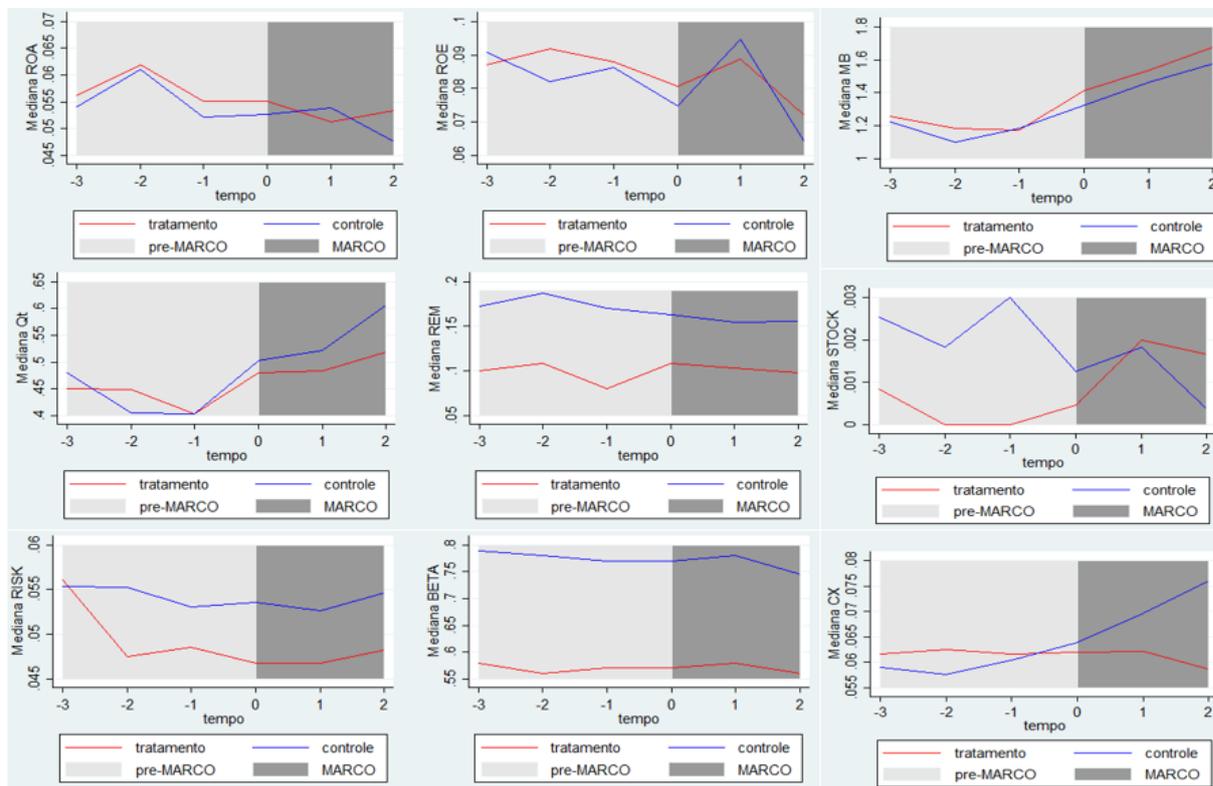
#### 4. Análise dos Resultados

Para evitar o problema de multicolinearidade, verificou-se a correlação entre as variáveis, sendo utilizado o parâmetro de Hair et al. (2005), que considera uma correlação acima de 0,70 inaceitável. Nesta linha, somente as variáveis de tamanho ativo total (AT), patrimônio líquido (PL) e receita total (REC) apresentaram alta correlação entre si, optando-se por utilizar apenas uma delas nas análises. Em seguida, foi aplicado o teste VIF (Fator de Inflação da Variância), o qual indicou que nenhuma variável apresentava valor maior que 5.

Além disso, considerando que os modelos DID pressupõem que na ausência do marco exógeno, a variável analisada apresente comportamento semelhante em ambos os grupos

(Robert & Whited, 2013), faz-se necessário a análise gráfica do comportamento das variáveis nos grupos antes e após o marco, conforme apresentado na Figura 1.

Figura 1. Análise gráfica das variáveis



Fonte: Elaborada pelos autores (2022).

De acordo com a Figura 1, a mediana das variáveis de ROA, RISK e CX apresenta comportamento distinto nos grupos de tratamento e controle, sugerindo que não houve redução da diferença das medianas entre os grupos após o marco. Por outro lado, o comportamento da mediana das variáveis ROE, MB, Ct, REM, STOCK e BETA parece ser semelhante nos grupos de tratamento e controle, o que permite supor que após o marco, houve uma redução na diferença das medianas entre os grupos, o que sugere a existência de tendências paralelas.

Após a análise gráfica, estimou-se as regressões multinível com base na adaptação da *step-up strategy* sugerido por Hair Jr. e Favero (2019) e Santos (2018). Primeiro estimou-se os modelos multinível nulo e com efeito temporal. Por meio da análise do coeficiente de correlação intraclasse (ICC) do modelo nulo, fatores ligados ao nível de firma teriam maior poder explicativo para a variância das variáveis ROA (57,37%), MB (64,21%), Ct (99,98%), REM (55,68%), STOCK (73,15%), BETA (75,37%) e CX (62,69%). Contudo, fatores ou eventos ocorridos no decorrer do tempo explicam 80,97% da variabilidade do ROE e 54,38% do risco contábil (RISK). A partir do modelo nulo, adicionou-se a variável ANO (*Growth curve model*), a qual se mostra significativa estatisticamente nas regressões com Market-to-Book (1%), Q de Tobin (5%), REM e STOCK a 1% sugerindo que o desempenho de mercado e a remuneração de executivos de firmas em países com fraca proteção legal cresce ao longo do tempo estudado.

Além disso, estimou-se o modelo multinível com interceptos aleatórios e a inclusão de variáveis de firma, com variável de interesse o estimador Diferenças em Diferenças (DID). A Tabela 3 apresenta o modelo multinível com interceptos aleatórios e variáveis de firma.

Tabela 3 – Resultados das regressões multinível – Modelo com intercepto aleatório e variáveis de firma

Modelos multinível com intercepto aleatório e variáveis de firma						
	ROA	ROE	MB	Qt	REM	STOCK
n.	1.235	1.241	1.150	1.152	1.090	1.087
n. Firmas	218	219	213	213	204	204
Variáveis						
Ano	<b>-0,0043**</b>	<b>-0,0087</b>	<b>-0,0769</b>	<b>-0,0480***</b>	0,0121	0,0040
DID	0,0040	<b>0,0586*</b>	-0,1727	0,0151	0,0065	-0,0029
Grupo	0,0177	0,0002	0,3429	-0,0205	-0,0785	-0,0234
Marco	0,0038	-0,0280	0,1983	0,1286	0,0146	0,0005
TAM	<b>0,0119***</b>	<b>0,0144**</b>	<b>-0,2189*</b>	<b>-0,0927**</b>	<b>0,0631***</b>	0,0056
AL	-0,0011	0,0156	<b>0,8772***</b>	-0,0100	<b>0,0500**</b>	0,0072
ID	-0,0001	0,0005	-0,0096	-0,0027	0,0003	-0,0016
TEX	0,0032	0,0018	0,0183	0,0038	-0,0012	-0,0006
NEX	<b>0,0034*</b>	0,0061	<b>0,1520*</b>	<b>0,0595**</b>	<b>0,0493***</b>	<b>0,0060**</b>
DUAL	<b>-0,0113*</b>	-0,0120	-0,0897	-0,0219	-0,0076	0,0076
Constante	<b>8,7984**</b>	17,4950	155,78	<b>97,4881***</b>	-24,0698	<b>-7,9431*</b>
LR test (CHI2)	<b>612,86***</b>	<b>66,29***</b>	<b>593,57***</b>	<b>1076,04***</b>	<b>780,27***</b>	<b>718,75***</b>

Nota: n. número de observações; n. Firmas. Número de firmas; DID. Estimador Diferença em Diferenças; TAM. Tenure; NEX. Número de executivos; DUAL. Dualidade. LR test (Chi2). Teste de razão de verossimilhança; ROA. Market-to-book; Qt. Q de Tobin; REM. Remuneração total; STOCK. Compensação por meio de ações e opções de mercado; CX. Liquidez. \*\*\* - Significante a 1%; \*\* - Significante a 5%; \* - Significante a 10%.

Fonte: Elaborado pelo autor.

De acordo com a Tabela 3, o estimador diferenças em diferenças (DID) é significativo estatisticamente a 10% com efeito positivo no retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Esse resultado corrobora com estudos de Chu et al. (2020), Clarkson et al., (2006) e Yang (2019) e sugere que a intervenção legal visando requisitos mais rígidos de *disclosure* da compensação dos executivos aumentaria o desempenho contábil das companhias. A obrigatoriedade do *disclosure* da remuneração dos executivos eleva os níveis de monitoramento, o que limitaria o poder gerencial dos executivos (Yang, 2019), dado que, reforça a sensibilidade dos pacotes de incentivos aos resultados das firmas (Craighead et al., 2004; Kim et al., 2017). Nesta linha, diminuiria a discricionariedade dos gestores, aumentando o poder dos acionistas na negociação de contratos mais eficientes (Chu et al., 2020).

Ademais, as variáveis grupo (10%) e marco (1%) são relevantes estatisticamente com efeito positivo na liquidez das firmas. Com isso a variável de interesse, o estimador DID, é significativa a 1% com efeito negativo na variável de liquidez (CX). Esse resultado é semelhante aos achados de Atif et al. (2020) e Naser et al., (2002) e sugere que a regulamentação do *disclosure* da remuneração dos executivos reduziria a liquidez das firmas. O excesso de recursos em caixa pode ser uma sinalização de problemas de agência (Atif et al. 2020), dado que, os executivos podem manter em caixa recursos acima do ideal, visando obter regalias privadas em detrimento aos interesses dos acionistas (Bates et al. 2009). Destarte, a evidenciação das políticas de compensação diminuiria a assimetria informacional entre gestores e acionistas aumentando o monitoramento desses sobre aqueles (Atif et al. 2020).

Uma análise conjunta desses resultados sugerem que a regulamentação do *disclosure* da remuneração dos executivos é capaz de mitigar os problemas de agência, o que impactaria de forma positiva no desempenho contábil das firmas. Além disso, inibiria o comportamento oportunista e encorajaria os executivos a tomarem melhores decisões visando o caixa ótimo em relação aos acionistas (Ji et al., 2020). Por outro lado, nos modelos de desempenho de mercado, remuneração e risco, o estimador diferença em diferenças não é relevante estatisticamente.

Os resultados sugerem também que as variáveis de tamanho impactariam positivamente no desempenho contábil das firmas e na remuneração total dos executivos. Grandes empresas teriam melhores condições estruturais para aparelhar seus sistemas de governança corporativa e enfrentar os problemas de agência o que minimizaria o comportamento oportunista dos agentes, aumentando os resultados corporativos (Iliev & Roth, 2018). Além disso, teriam melhor estrutura para contratar e manter executivos qualificados, que demandariam maiores níveis salariais (White, 2018). Ademais, o tamanho das companhias impacta de forma positiva o risco contábil, e negativamente o desempenho de mercado das empresas. O alto grau de complexidade das atividades de empresas de grande porte dificultaria o monitoramento das ações gerenciais o que encorajaria os executivos a assumir riscos (Danielova et al. 2013).

A variável alavancagem (AL) impacta positivamente no *market-to-book* e a remuneração total dos executivos, o que sugere que quanto maior o endividamento maior seria o desempenho de mercado e os salários pagos aos gestores. Executivos de empresas endividadas seriam desencorajados a agir de forma oportunista, dado que seriam monitorados pelos detentores das dívidas (Rauh, 2009), o que minimizaria os problemas de agência e aumentaria os resultados das firmas. Por outro lado, o aumento dos níveis de endividamento reduziria a sensibilidade da remuneração ao desempenho corporativa o que aumentaria os salários, como forma de compensar os riscos de falência suportados pelos gestores (Chemmanur et al., 2013).

Com relação as variáveis de entrenchamento, a idade média dos executivos influencia negativamente a liquidez das firmas, sugerindo que quanto maior a idade dos executivos menor seria os recursos mantidos em caixa. Partindo do pressuposto que executivos com mais idade teriam mais e melhores experiências, é possível que esses executivos tomem decisões gerenciais mais qualificadas (Herrmann & Datta, 2005), inclusive quanto ao caixa ótimo. Ademais, a variável NEX impacta positivamente as variáveis de mercado e o ROA das companhias,

sugerindo que diretorias numerosas teriam uma competição interna mais acirrada, o que pode aumentar os esforços dos executivos, e conseqüentemente, o desempenho das empresas (Jensen & Warner, 1988). Contudo, o tamanho da diretoria influencia positivamente nas variáveis de remuneração, indicando que quanto maior o número de executivos mais dificultoso seria o monitoramento das ações dos agentes (Sonza & Kloeckner, 2014).

A respeito da interferência do CEO no conselho de administração, os resultados apontam que o impacto da variável dualidade no ROA e BETA das firmas é negativo. Esse resultado indicam que a dualidade enfraqueceria os sistemas de controle e monitoramento das ações dos gestores (Chang et al., 2020), prejudicando os resultados corporativos. Ademais, sugere que a concentração dos cargos de CEO e Chairman nas mãos de uma mesma pessoa encorajaria os principais executivos a evitar conflitos de interesse que coloquem em risco suas reputações (Donaldson & Davis, 1991), o reduziria a percepção do mercado quanto aos níveis de risco das firmas. Por fim, para validar o uso dos modelos multinível, os testes de razão da máxima verossimilhança (LR test) dos modelos nulo, com efeito temporal e com interceptos aleatórios e variáveis de firma (Tabela 3) apontam a rejeição da hipótese nula de que o modelo hierárquico linear é estatisticamente semelhante ao modelo linear padrão. Esse resulta respalda a utilização do modelo multinível, dado um melhor ajustamento aos dados.

## 5. Resultados dos testes de robustez

Na medida que a suposição de tendências paralelas, não pode ser testada (Robert & Whited, 2013), realizou-se o teste de falsificação do choque exógeno (placebo), que consiste na adoção de um marco “alternativo”, assumindo que os possíveis efeitos do choque, tiveram início em um período diferente do verdadeiro marco (Roberts & Whited, 2013). Destarte, optou-se por falsear o marco em 2 anos após a vigência do marco original, por meio da constituição do estimador DID2. A Tabela 4 apresenta os resultados dos modelos placebos.

Tabela 4 – Resultados das regressões multinível – Modelo de Falsificação (Placebo)

Modelos multinível com intercepto aleatório e variáveis de firma									
	ROA	ROE	MB	Qt	REM	STOCK	RISK	BETA	CX
n.	851	857	803	808	796	794	857	826	858
n. Firms	218	219	212	213	204	204	219	211	219
Variáveis									
Ano	-0,01	<b>-0,01*</b>	-0,12	-0,02	0,00	0,00	-0,00	-0,01	0,00
DID2	-0,03	0,02	0,03	-0,03	0,03	-0,00	0,01	0,03	-0,00
Grupo	0,02	0,04	-0,20	-0,01	-0,09	-0,02	-0,01	<b>-0,14**</b>	0,01
Marco2	-0,01	-0,02	0,31	0,04	-0,01	0,01	-0,01	<b>-0,03*</b>	-0,01
TAM	<b>0,01***</b>	0,01	<b>0,55***</b>	<b>-0,11***</b>	<b>0,06***</b>	0,01	<b>-0,01***</b>	0,02	-0,00
AL	-0,00	<b>0,03***</b>	<b>0,71***</b>	-0,00	<b>0,05**</b>	0,01	0,00	0,01	<b>-0,01**</b>
ID	-0,00	0,02	-0,01	-0,00	0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00
TEX	<b>0,00*</b>	0,00	0,06	0,00	-0,00	-0,00	-0,00	0,01	0,00
NEX	0,00	0,01	<b>0,15*</b>	<b>0,05*</b>	<b>-0,05***</b>	<b>-0,01**</b>	0,00	-0,00	0,00
DUAL	-0,01	-0,00	-0,28	-0,08	-0,01	0,01	-0,01	<b>-0,04**</b>	-0,00
Constante	3,95	<b>38,19*</b>	248,78	46,69	-13,72	-0,65	3,26	11,75	<b>-6,56*</b>
LR test (CHI2)	<b>350,20***</b>	<b>42,05***</b>	<b>388,29***</b>	<b>854,68***</b>	<b>620,11***</b>	<b>547,26***</b>	<b>160,77***</b>	<b>963,97***</b>	<b>520,08***</b>

Nota: n. número de observações; n. Firms. Número de firmas; DID2. Estimador Diferença em Diferenças - placebo; Marco 2. Variável marco placebo; TAM. Tamanho; AL. Alavancagem; ID. Idade; TEX. Tenure; NEX. Número de executivos; DUAL. Dualidade. LR test (Chi2). Teste de razão de verossimilhança; ROA. Return on assets; ROE. Return on Equity; MB. Market-to-book; Qt. Q de Tobin; REM. Remuneração total; STOCK. Compensação por meio de ações e opções; RISK. Risco contábil; BETA. Risco de mercado; CX. Liquidez. \*\*\* - Significante a 1%; \*\* - Significante a 5%; \* - Significante a 10%.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme esperado, os resultados da Tabela 4 apontam que em todos os modelos multinível o estimador diferenças em diferenças com falsificação do marco (DID2) não apresenta relevância estatística. Esse achado afasta a ideia de que outros choques e tendências, além da regulamentação do *disclosure* da remuneração dos executivos, tenham afetado o desempenho contábil (ROE) e liquidez (CX) de firmas em países com fraca proteção legal. Destarte, os resultados do teste de placebo validam os efeitos do *disclosure* da remuneração dos executivos no desempenho contábil e liquidez apontados nos modelos multinível com estimador DID original.

## 6. Considerações Finais

Os resultados dos modelos lineares generalizados multinível sugerem que a obrigatoriedade do *disclosure* da remuneração dos executivos impacta positivamente no desempenho contábil das firmas em países com fraca proteção legal. Esses achados são semelhantes aos estudos de Chu et al. (2020), Clarkson et al., (2006) e Yang (2019) e sugerem que a intervenção legal visando requisitos mais rígidos de *disclosure* da compensação dos executivos aumentaria o desempenho contábil de firmas em países com origem legal em leis civis francesas, o que permite não rejeitar hipótese 1 desse estudo. Uma explicação teórica para essa relação remete a capacidade das reformas regulatórias em limitar o poder gerencial dos executivos por meio do monitoramento das suas ações (Yang, 2019), inibindo a manipulação contábil visando benefícios privados.

Além disso, os achados apontam para uma relação negativa entre a regulamentação do *disclosure* da remuneração e os montantes retidos em caixa de empresas em países com origem legal em leis civis francesas. Esses achados são semelhantes aos estudos de Atif et al. (2020) e Naser et al. (2002) e sugerem que o marco legal sobre o *disclosure* da compensação dos executivos reduz os recursos mantidos em caixa de companhias que operam em um contexto com fraca proteção legal, o que permite não rejeitar a hipótese 4 do presente estudo.

Sob o ponto de vista teórico, o excesso de recursos em caixa estaria ligado ao entrincheiramento (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007; Jensen & Meckling, 1976), dado que aumentaria o poder discricionário dos executivos e, conseqüentemente, os problemas de agência (Atif et al. 2020). Executivos poderosos tendem a optar por investimentos que atendam seus próprios interesses, em detrimento à criação de valor para as firmas (Bates et al., 2009), utilizando a retenção de caixa para investimentos em projetos mais arriscados (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007). Destarte, requisitos mais rígidos quanto ao *disclosure* da compensação aumentam o monitoramento dos executivos, reduzindo os conflitos de agência relacionados às decisões referentes aos níveis de liquidez das empresas (Atif et al. 2020). Além disso, os resultados dos modelos com as variáveis de remuneração e risco não identificaram uma relação significativa, o que permite rejeitar as hipóteses 2 e 3 do presente estudo.

Por fim, salienta-se que os dados deste estudo podem apresentar certa endogenia e estão limitados às informações disponíveis pelos órgãos reguladores quanto à vigência de regulamentação do *disclosure* compulsório da remuneração dos executivos em cada país. Além disso, a composição amostral de países com fraca proteção legal requer certa parcimônia quanto a análises generalizadas dos resultados. Destarte, sugere-se, para pesquisas futuras, ampliar a análise a outros países com fraca proteção legal, assim como comparar os efeitos do *disclosure* obrigatório da compensação dos executivos em outros mercados.

## Referências

- Allaya, M., Derouiche, I., & Muessig, A. (2019). Voluntary *disclosure*, ownership structure, and corporate debt maturity: A study of French listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 101300. <https://doi.10.1016/j.irfa.2018.12.008>
- Aslam, E., Haron, R., & Tahir, M. N. (2019). How director remuneration impacts firm performance: An empirical analysis of executive director remuneration in Pakistan. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 186–196. <https://doi.10.1016/j.bir.2019.01.003>.
- Atif, M., Huang, A., & Liu, B. (2020). The effect of say on pay on CEO compensation and spill-over effect on corporate cash holdings: Evidence from Australia. *Pacific Basin Finance Journal*, 64, 101105. <https://doi.10.1016/j.pacfin.2019.01.001>.
- Balsam, S., Gordon, E., A. & Li, X. (2016). Mandatory *disclosure* reform, monitoring, and executive compensation. Monitoring, and Executive Compensation (Março, 23, 2016). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2013653>
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do Latin American firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1986–2021. <https://doi.10.1590/1808-057x201805660>.
- Blanes, F., de Fuentes, C., & Porcuna, R. (2020). Executive remuneration determinants: new evidence from meta-analysis. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 33(1), 2844–2866. <https://doi.10.1080/1331677X.2019.1678503>.
- Bebchuk, L. A. & Fried, J. M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17, (3), 71-92.
- Brandão, I. de F., & Crisóstomo, V. L. (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(3), 438–472.
- Cain, M. D., McKeon, S. B., & Solomon, S. D. (2017). Do takeover laws matter? Evidence from five decades of hostile takeovers. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 464–485. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.04.003>
- Chang, W., Dambra, M., Schonberger, B., & Suk, I. (2020). Does Sensationalism Affect Executive Compensation? *Evidence from Pay Ratio Disclosure Reform*. (Dezembro, 30, 2020). <https://doi.10.2139/ssrn.3470215>.
- Chemmanur, T. J.; Cheng, Y. & Zhang, T. (2013). Human capital, capital structure, and employee pay: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 110(2), 478-502. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.07.003>
- Chu, J., Gupta, A., & Livne, G. (2020). Pay regulation—is more better? *Accounting and Business Research*, 1–35. <https://doi.10.1080/00014788.2020.1815515>.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23 (3), 70-74.
- Clarkson, P., Van Bueren, A. L., & Walker, J. (2006). Chief executive officer remuneration *disclosure* quality: Corporate responses to an evolving *disclosure* environment. *Accounting and Finance*, 46(5), 771–796. <https://doi.10.1111/j.1467-629x.2006.00197.x>.
- Costa, C. M., Galdi, F. C., Motoki, F. Y. S., & Sanchez, J. M. (2016). Non-compliance in Executive Compensation *Disclosure*: The Brazilian Experience. *Journal of Business Finance and Accounting*, 43(3–4), 329–369. <https://doi.10.1111/jbfa.12177>.
- Craighead, J. A., Magnan, M. L., & Thorne, L. (2004). The Impact of Mandated *Disclosure* on Performance-Based CEO Compensation. *Contemporary Accounting Research*, 21(2), 369–398. <https://doi.10.1506/bpcx-d3fc-y8vy-m541>.
- Danielova, A. N.; Sarkar, S. & Hong, G. (2013). Empirical evidence on corporate risk-shifting. *The Financial Review*. 48 (3), 443–460. <https://doi.10.1111/fire.12010>.

- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599–634. <https://doi.10.1016/j.jfineco.2005.12.006>.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.
- Dutra, V. R., Souza, I. B., Ceretta, P. S. & Galli, O. C. (2018). Determinants of cash retention in brazilian companie: An analysis after the 2008 crisis. *Journal of education and research in accounting*, 12 (3), 349-363. <https://doi.10.17524/repec.v12i3.1808>.
- Eisdorfer, A. (2008). Empirical Evidence of Risk Shifting in Financially Distressed Firms, *Journal of Finance*, 63, 609-637. <https://doi.10.1111/j.1540-6261.2008.01326.x>.
- 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. <https://doi.10.1111/emre.12329>.
- Ferrarini, G., Moloney, N., & Ungureanu, M. C. (2009). Understanding directors' pay in Europe: A comparative and empirical analysis. ECGI-Law Working Paper, (126).
- Gipper, B. (2021). The economic effects of expanded compensation disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 71(1), 101338. <https://doi.10.1016/j.jacceco.2020.101338>.
- Hair Jr, J. F.; Babin, B; Money, A. H. & Samouel, P. (2005). Fundamentals of management research methods. Porto Alegre. Bookman.
- Hair Jr, J. F., & Fávero, L. P. (2019). Multilevel modeling for longitudinal data: concepts and applications. *RAUSP management journal*, 54, 459-489.
- Harvey, C., Maclean, M., & Price, M. (2020). Executive remuneration and the limits of disclosure as an instrument of corporate governance. *Critical Perspectives on Accounting*, 69, 102089. <https://doi.10.1016/j.cpa.2019.06.003>.
- Hitz, J. M., & Müller-Bloch, S. (2015). Market Reactions to the Regulation of Executive Compensation. *European Accounting Review*, 24(4), 659–684. <https://doi.10.1080/09638180.2015.1012222>.
- Hoi, C. K., Wu, Q., & Zhang, H. (2019). Does social capital mitigate agency problems? Evidence from Chief Executive Officer (CEO) compensation. *Journal of Financial Economics*, 133(2), 498–519. <https://doi.10.1016/j.jfineco.2019.02.009>.
- Herrmann, P., & Datta, D. K. (2005). Relationships between top management team characteristics and international diversification: an empirical investigation. *British journal of management*, 16 (1), 69-78.
- Iliev, P., & Roth, L. (2018). Learning from directors’ foreign board experiences. *Journal of Corporate Finance*, 51(2017), 1–19. <https://doi.10.1016/j.jcorpfin.2018.04.004>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and topmanagement ncentives. *The Journal of Political Economy*, 98 (2), 225-264.
- Jensen, M. C., & Warner, J. B. (1988). The distribution of power among corporate managers, shareholders and directors. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 3–24. [https://doi.10.1016/0304-405X\(88\)90038-4](https://doi.10.1016/0304-405X(88)90038-4).
- Ji, S., Mauer, D. C., & Zhang, Y. (2020). Managerial entrenchment and capital structure: The effect of diversification. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101505. <https://doi.10.1016/j.jcorpfin.2019.101505>.
- Karajeh, A. I. S. (2019). Voluntary disclosure and earnings quality: evidence from ownership concentration environment. *Management Research Review*, 43(1), 35–55. <https://doi.10.1108/MRR-11-2018-0447>.

- Kim, S. Y., Lee, K. R., & Shin, H. H. (2017). The enhanced *disclosure* of executive compensation in Korea. *Pacific Basin Finance Journal*, 43, 72–83. <https://doi.10.1016/j.pacfin.2017.02.005>.
- Kim, S. & Shin, J. Y. (2017). Executive bonus target ratchiting: Evidence from the new executive compensation *disclosure* rules. *Contemporary accounting research*, 34(4).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- Naser, K., Al-Khatib, K., & Karbhari, Y. (2002). Empirical evidence on the depth of corporate information *disclosure* in developing countries: The case of Jordan. *International journal of commerce and management*,
- Ndzi, E. G. (2019). Executive remuneration: the power and dominance of human greed. *Journal of Financial Crime*, 26(4), 978–992. <https://doi.10.1108/JFC-06-2017-0059>.
- Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD. (2019). OECD Corporate Governance Factbook 2019. Recuperado de: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Factbook.pdf>.
- 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. <https://doi.10.1111/j.1475-6803.2001.tb00774.x>.
- Rauh, J., D. (2009). Risk Shifting versus Risk Management: Investment Policy in Corporate Pension Plans. *The Review of Financial*, 22(7), 2687-2733.
- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2013). *Endogeneity in Empirical Corporate Finance*. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2). <https://doi.10.1016/B978-0-44-453594-8.00007-0>.
- Santos, M. A. (2018). Hipótese de mercado adaptativos e fatores econômicos-institucionais: Uma abordagem multinível. Tese (Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Sonza, I. B. & Kloeckner, G. O. (2014). Does Corporate Governance Influence the Efficiency of Brazilian Companies? *Revista de Contabilidade & Finanças – USP*, 25(65), 145-160. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200005>.
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton: Princeton University Press.
- Wahyuni, E. T., Nindya, A., Soepriyanto, G., Avianti, I., & Azhar, Z. (2020). Firm Characteristics, Corporate Governance and Management Compensation *Disclosure*: Evidence from Indonesia. *Pertanika Journal of Social Sciences and Humanities*, 28(2), 745–762.
- White, R. (2018). Executive pensions, compensation leverage, and firm risk. *International Journal of Managerial Finance*, 14(3), 342–361. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2017-0172>.
- Yang, Z. (2019). Determinants of Compensation *Disclosure*: Evidence From Reg. S-K 402(b). *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 402. <https://doi.10.1177/0148558x19846735>.