

# O efeito moderador do narcisismo do CEO na sensibilidade da remuneração ao desempenho

Yuri Gomes Paiva Azevedo<sup>1</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-0830-0214>

E-mail: yuri.azevedo@ufersa.edu.br

Silvio Hiroshi Nakao<sup>2</sup>

 <https://orcid.org/0000-0003-3976-8407>

E-mail: shnakao@usp.br

<sup>1</sup> Universidade Federal Rural do Semi-Árido, Departamento de Ciências Sociais e Aplicadas, Mossoró, RN, Brasil

<sup>2</sup> Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Departamento de Contabilidade, Ribeirão Preto, SP, Brasil

Recebido em 07/04/2023 – Desk aceite em 22/05/2023 – 3ª versão aprovada em 22/12/2023

Editor-Chefe: Andson Braga de Aguiar

Editores Associados: Márcia Mártins Mendes De Luca and Eduardo da Silva Flores

## RESUMO

O objetivo deste estudo é examinar se o narcisismo do Diretor Executivo (*Chief Executive Officer* – CEO) tem um efeito moderador sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho (*pay-performance sensitivity*). Preenchemos uma lacuna na literatura existente, que ignora os aspectos comportamentais dos agentes na elaboração dos planos de remuneração dos executivos, fornecendo evidências do efeito moderador do narcisismo do CEO sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho. Esclarecemos o fato de que os acionistas e os investidores potenciais podem enfrentar custos de agência mais altos ao investir em empresas lideradas por CEOs narcisistas, considerando que os CEOs narcisistas tendem a receber níveis mais altos de remuneração do que seus pares, independentemente do desempenho da empresa. Este estudo também tem implicações para os membros do conselho e recrutadores, que podem levar em conta esse aspecto psicológico ao propor esquemas de remuneração aos CEOs. Os resultados estendem a discussão anterior sobre a baixa sensibilidade da remuneração ao desempenho (ou sua não significância), sugerindo que isso pode ser parcialmente atribuído às características psicológicas dos CEOs, que desempenham um papel na concepção da remuneração dos executivos. Uma amostra de 1.057 empresas não financeiras dos EUA (8.869 observações empresa-ano) durante o período de 2002 a 2018 foi analisada usando regressões do método generalizado de momentos sistemático (*system generalized method of moments* – SYS-GMM) devido à relação endógena entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa. Os principais resultados mostram que o narcisismo do CEO reduz a associação entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa, corroborando a previsão de que o narcisismo pode ser visto como um “lado sombrio” na elaboração de planos de remuneração de executivos. Essa constatação é robusta em relação a medidas alternativas de sensibilidade da remuneração ao desempenho, e outros testes de robustez indicam que nossos resultados não são motivados pelo excesso de confiança do CEO. Portanto, este estudo contribui para a literatura ao fornecer, até onde sabemos, as primeiras evidências empíricas do efeito moderador do narcisismo do CEO sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho.

**Palavras-chave:** governança corporativa, *pay-performance sensitivity*, narcisismo do CEO, traços de personalidade.

## Endereço para correspondência

Yuri Gomes Paiva Azevedo

Universidade Federal Rural do Semi-Árido, Departamento de Ciências Sociais e Aplicadas

Avenida Francisco Mota, 572 – CEP: 59625-900

Costa e Silva – Mossoró – RN – Brasil

Este é um texto bilíngue. Este artigo foi escrito originalmente em inglês e publicado sob o DOI <https://doi.org/10.1590/1808-057x20241909.en>

Este artigo deriva de uma tese de doutorado apresentada pelo coautor, Yuri Gomes Paiva Azevedo, em 2022.

Trabalho apresentado no XIV Congresso Anpcont, Foz do Iguaçu, PR, Brasil, junho de 2020.



## The moderating effect of CEO narcissism on pay-performance sensitivity

### ABSTRACT

*This study aims to examine whether the Chief Executive Officer (CEO) narcissism has a moderating effect on pay-performance sensitivity. We fill a gap in the existing literature, which overlooks the behavioral aspects of agents in the design of executive compensation plans, by providing evidence of the moderating effect of CEO narcissism on pay-performance sensitivity. We shed light on the fact that shareholders and potential investors might face higher agency costs when investing in firms led by narcissistic CEOs, considering that narcissistic CEOs tend to receive higher levels of compensation than their peers, regardless of the company's performance. This study also has implications for board members and recruiters, who may take this psychological aspect into account when proposing compensation schemes to CEOs. The results extend the prior discussion on low pay-performance sensitivity (or its non-significance) by suggesting that this might be partially attributed to the psychological characteristics of CEOs, which play a role in the design of executive compensation. A sample of 1,057 non-financial U.S. firms (8,869 firm-year observations) during the period 2002-2018 was analyzed using system generalized method of moments (GMM-SYS) regressions due to the endogenous relationship between CEO compensation and firm performance. The main results show that CEO narcissism reduces the association between CEO compensation and firm performance, supporting the prediction that narcissism can be viewed as a "dark side" in the design of executive compensation plans. This finding is robust to alternative measures of pay-performance sensitivity, and further robustness checks indicate that our results are not driven by CEO overconfidence. Therefore, this study contributes to the literature by providing, to the best of our knowledge, the first empirical evidence of the moderating effect of CEO narcissism on pay-performance sensitivity.*

**Keywords:** corporate governance, pay-performance sensitivity, CEO narcissism, personality traits.

### 1. INTRODUÇÃO

Os esquemas de remuneração de executivos vinculados ao desempenho da empresa são geralmente usados como um mecanismo de governança corporativa para alinhar os interesses dos gerentes e acionistas (Jensen & Meckling, 1976; Jensen & Murphy, 1990). Entretanto, pesquisas anteriores sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho sugerem que não há uma relação consistente e sólida entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa (Aguinis et al., 2018; Tosi et al., 2000; Van Essen et al., 2015). Assim, considerando que os fatores moderadores podem revelar efeitos que, de outra forma, não seriam detectados (Plöckinger et al., 2016), este estudo investiga se o narcisismo do Diretor Executivo (*Chief Executive Officer* – CEO) tem um efeito moderador sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho.

Três fatores motivaram o presente estudo. Primeiro, as pesquisas sugerem que as diferenças individuais e as características dos CEOs, como o narcisismo, podem esclarecer a relação inconsistente entre o desempenho da empresa e a remuneração do CEO (Aguinis et al., 2018; Capezio et al., 2011). Ao examinar o papel do narcisismo do CEO na relação remuneração-desempenho, este estudo procura preencher uma lacuna na literatura e entender melhor os fatores que moldam a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa, com implicações para a versão atualizada da Teoria dos Escalões Superiores (Hambrick, 2007), que exige pesquisas sobre os efeitos combinados dos traços de personalidade dos executivos e dos sistemas de remuneração.

Segundo, embora pesquisas anteriores tenham documentado que o excesso de confiança do CEO aumenta a sensibilidade da remuneração ao desempenho (Humphery-Jenner et al., 2016), não está claro se o narcisismo do CEO modera a relação entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa. Assim, considerando que o narcisismo e o excesso de confiança são teoricamente distintos, uma vez que o excesso de confiança está relacionado apenas à percepção da realidade, enquanto o narcisismo é um traço de personalidade completo que descreve tanto a cognição quanto o comportamento (Aktas et al., 2016), este estudo também preenche uma lacuna na literatura ao descrever a dinâmica entre os traços de personalidade do CEO, como o narcisismo, e a sensibilidade da remuneração ao desempenho.

Terceiro, a literatura prática postula que CEOs narcisistas podem prejudicar as empresas que lideram. Em contraste com os líderes humildes, que são generosos, os narcisistas são egoístas e tendem a não recompensar financeiramente e a não promover os funcionários de alto desempenho, o que leva a um menor envolvimento e produtividade entre aqueles que eles supervisionam (Beheshti, 2018). Assim, dada a falta de evidências empíricas sobre o efeito do narcisismo do CEO na relação remuneração-desempenho, acreditamos que seja relevante investigar a função desse traço de personalidade sombrio, pois os CEOs narcisistas podem acreditar que merecem receber níveis mais altos de remuneração, independentemente do desempenho ruim da empresa,

que poderia ser determinado por funcionários de baixa produtividade.

Com base na Teoria dos Escalões Superiores, que postula que as características psicológicas dos executivos de alto escalão são determinantes das escolhas estratégicas (por exemplo, sistemas e estrutura de remuneração) e, por meio dessas escolhas, do desempenho organizacional (Hambrick & Mason, 1984; Hambrick, 2007), levantamos a hipótese de que o narcisismo do CEO reduz a associação entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa. Em resumo, esperamos que os CEOs narcisistas possam usar suas crenças sobre suas qualidades superiores em termos de competência, inteligência e capacidade de liderança para convencer o conselho de administração a compensá-los com valores fixos proporcionalmente maiores, inclusive bônus de assinatura e remuneração indireta, em vez de remuneração variável. Afinal, os CEOs narcisistas podem acreditar que sua superioridade não precisa ser posta à prova com a remuneração baseada no desempenho. Com uma proporção maior de remuneração fixa, os CEOs narcisistas tendem a não ter uma remuneração total fortemente vinculada ao desempenho da empresa.

Para examinar o efeito moderador do narcisismo do CEO sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho, estimamos regressões por meio do método generalizado de momentos sistêmico (*system generalized method of moments* – SYS-GMM) devido à relação simultânea entre o desempenho da empresa e a remuneração dos executivos. Nossa amostra inclui 1.057 empresas não financeiras dos EUA (8.869 observações empresa-ano), durante o período de 2002 a 2018, com dados da Compustat Executive Compensation (ExecuComp), do Center for Research in Security Prices (CRSP), da Compustat e da Thomson Reuters Eikon. Acreditamos ser relevante destacar que, embora usemos o banco de dados Thomson Reuters Eikon para obter dados sobre o narcisismo do CEO, tanto o processo de coleta de dados quanto o processo de tratamento de dados são realizados manualmente. Assim, todos esses procedimentos são verificados para garantir a confiabilidade e a precisão dos dados coletados.

Nossos resultados gerais indicam que o narcisismo do CEO modera negativamente a associação entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa. Portanto, o narcisismo do CEO pode ser visto como um “lado sombrio” que reduz a sensibilidade da remuneração ao desempenho e não reflete as práticas recomendadas de governança corporativa. Essa constatação é robusta em relação a medidas alternativas de sensibilidade da remuneração ao desempenho e, embora esteja teoricamente bem estabelecido que o narcisismo e o excesso de confiança são conceitos diferentes, também realizamos uma análise suplementar para separar o efeito do narcisismo do CEO

e do excesso de confiança do CEO, o que confirma que nossos resultados não são determinados pelo excesso de confiança do CEO.

Contribuímos para a literatura existente das seguintes maneiras. Em primeiro lugar, até onde sabemos, fornecemos as primeiras evidências empíricas do efeito moderador do narcisismo do CEO sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho, considerando que grande parte da literatura atual sobre remuneração de executivos ignora os aspectos comportamentais dos agentes na concepção dos planos de remuneração de executivos (Aguinis et al., 2018). Essa contribuição amplia a literatura anterior sobre narcisismo do CEO e remuneração de executivos, que não explora se o narcisismo do CEO pode desalinhar os interesses do CEO em níveis mais altos de remuneração com os interesses dos acionistas em um melhor desempenho da empresa (O’Reilly et al., 2014; Ham et al., 2018).

Em segundo lugar, esclarecemos o efeito “lado sombrio” do narcisismo do CEO na redução da propensão de alinhar a remuneração do CEO com o desempenho da empresa. Embora os estudos existentes tenham examinado se esse traço sombrio de personalidade está associado à tomada de decisões em condições de incerteza e risco (D’Souza & Lima, 2021), percepções de desonestidade (Avelino et al., 2017; Avelino & Lima, 2017), evasão fiscal (Araújo et al., 2021), busca de poder (D’Souza et al., 2019b) e manipulação de resultados (D’Souza et al., 2019a), não está claro se o narcisismo está associado à sensibilidade remuneração-desempenho. Assim, este estudo fornece evidências empíricas adicionais do “lado sombrio” do narcisismo na elaboração da remuneração dos executivos.

Em terceiro lugar, também contribuímos para a literatura existente que exige pesquisas para examinar o papel das características psicológicas e observáveis dos CEOs na elaboração de mecanismos de remuneração (Aguinis et al., 2018; Capezio et al., 2011). Portanto, estendemos a discussão sobre a baixa sensibilidade da remuneração ao desempenho positiva (ou sua não significância) documentada na literatura anterior (Aguinis et al., 2018; Jensen & Murphy, 1990; Ozkan, 2011; Tosi et al., 2000; Van Essen et al., 2015), sugerindo que isso pode ser parcialmente atribuído às características psicológicas dos CEOs.

Como implicação prática, este estudo contribui para os acionistas ao mostrar que o narcisismo do CEO reduz a propensão de alinhar os interesses dos gerentes em níveis mais altos de remuneração com os interesses dos investidores em um melhor desempenho da empresa. Nesse sentido, os acionistas podem esperar custos de agência mais altos ao investir em empresas lideradas por CEOs narcisistas, considerando que os CEOs narcisistas tendem a receber níveis mais altos de remuneração do que seus pares, independentemente do desempenho

da empresa. Esse comportamento tende a reduzir a riqueza dos acionistas, uma vez que os CEOs narcisistas continuarão a receber níveis mais altos de remuneração mesmo em “tempos ruins”.

Este estudo também pode ser útil para membros do conselho e recrutadores, que podem levar em conta esse aspecto psicológico ao propor esquemas de remuneração aos CEOs. Nesse sentido, argumentamos que a avaliação psicológica dos CEOs é importante não apenas ao definir os mecanismos de remuneração, mas também ao contratá-los, pois o narcisismo pode prejudicar a eficácia esperada desses mecanismos. Portanto, é importante que

## 2. DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE

Os CEOs representam a autoridade máxima na hierarquia corporativa (Urban, 2019), ocupando uma posição de poder que lhes permite influenciar diretamente a estratégia e os resultados corporativos. Nesse sentido, considerando que os CEOs estão cientes das fraquezas na estrutura de governança corporativa e nos controles internos – o que lhes permite manobrar os controles –, há um interesse crescente em como as características do CEO, como o narcisismo do CEO, poderiam influenciar as políticas e decisões da empresa (Smith et al., 2017).

Esse conceito de que o tomador de decisões traz uma base cognitiva e valores para as decisões estratégicas é proposto na Teoria dos Escalões Superiores por Hambrick e Mason (1984) e atualizado por Hambrick (2007). A essência da Teoria dos Escalões Superiores é que as características psicológicas e observáveis dos executivos do alto escalão são determinantes das escolhas estratégicas (por exemplo, sistemas e estrutura de remuneração) e, por meio dessas escolhas, do desempenho organizacional (Hambrick & Mason, 1984; Hambrick, 2007).

No aspecto cognitivo, o narcisismo implica uma crença em qualidades superiores, em que os narcisistas se avaliam altamente em uma série de dimensões agênticas, como competência, inteligência e capacidade de liderança (Chatterjee & Hambrick, 2011; D’Souza et al., 2018; Gruda et al., 2021). Do ponto de vista motivacional, o narcisismo traz uma intensa necessidade de reafirmar a superioridade (Avelino & Lima, 2017; Campbell et al., 2004), o que poderia ser realizado por meio de uma posição de liderança, como CEO (Avelino et al., 2017; D’Souza et al., 2019b). Porém, o mais importante é que esse reforço da autoimportância vem de outras pessoas na forma de atenção, admiração e aplausos constantes (D’Souza & Lima, 2021).

A remuneração dos executivos pode ser vista como uma forma de reafirmar essa superioridade, uma vez que a alta visibilidade dos níveis de remuneração dos

os conselhos de administração e os recrutadores ajustem os contratos de remuneração para que se alinhem aos traços de personalidade dos CEOs, como o narcisismo.

Por último, nossos resultados podem ter implicações para funcionários. Considerando que uma forte relação remuneração-desempenho sinaliza uma cultura voltada para o desempenho, se o CEO enfraquece esse vínculo, isso pode afetar a cultura geral da organização, pois os funcionários podem perceber que seus esforços não são adequadamente reconhecidos e recompensados. Como resultado, a organização pode enfrentar desafios para reter os melhores talentos e atrair novos indivíduos qualificados.

executivos do alto escalão das empresas de capital aberto, incluindo o CEO, torna o “valor” do CEO relativo aos outros executivos e também permite uma comparação fácil com outros CEOs. Com base nessa visão, O’Reilly et al. (2014) mostram que os CEOs mais narcisistas recebem mais remuneração total (ou seja, salário, bônus e opções de ações), têm mais dinheiro em suas participações totais e apresentam discrepâncias maiores entre sua própria remuneração e a de outros membros de sua equipe. Essa visão é apoiada ainda por Ham et al. (2018), que fornecem evidências de que os CEOs narcisistas desfrutaram de maior remuneração absoluta e relativa.

Assim, parece que uma via negligenciada por estudos anteriores (O’Reilly et al., 2014; Ham et al., 2018) é o papel moderador do narcisismo do CEO sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho. Portanto, este estudo aborda essa lacuna na literatura investigando se o narcisismo pode ser enquadrado como um “lado sombrio” na concepção da remuneração dos executivos que enfraquece o alinhamento entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa, desalinhando assim os interesses do CEO em níveis mais altos de remuneração com os interesses dos acionistas em um melhor desempenho da empresa.

O narcisismo, juntamente com o maquiavelismo e a psicopatia, é um componente da chamada tríade sombria (D’Souza et al., 2019a). A esse respeito, algumas características e resultados do narcisismo poderiam ajudar a explicar por que esse traço de personalidade sombrio poderia moderar negativamente a associação entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa, sugerindo que o narcisismo do CEO pode ser visto como um “lado sombrio” na elaboração da remuneração dos executivos, pois reduz a sensibilidade da remuneração ao desempenho e não reflete as práticas recomendadas de governança corporativa.

Primeiro, os CEOs narcisistas podem ser atraídos para certos tipos de empresas (por exemplo, empresas com dificuldades financeiras e/ou com baixo desempenho que precisam ser revertidas) e/ou essas empresas podem selecionar CEOs narcisistas (Ham et al., 2018). Nesse sentido, devido à autopercepção narcisista de “sou melhor do que todos os outros” (Gruda et al., 2021), que decorre de seu senso de grandiosidade e superioridade (D’Souza et al., 2018), os CEOs narcisistas tenderão a reduzir a associação entre sua remuneração e o desempenho da empresa porque podem acreditar que merecem níveis mais altos de remuneração por serem melhores do que seus pares, independentemente do desempenho da empresa.

Segundo, pesquisas anteriores mostram que as empresas lideradas por CEOs narcisistas estão associadas a uma produtividade financeira menor na forma de rentabilidade e fluxos de caixa operacionais (Ham et al., 2018). Nesse contexto, se a remuneração do CEO estiver estreitamente alinhada com o desempenho da empresa, os CEOs mais narcisistas tenderão a receber níveis mais baixos de remuneração do que seus pares devido ao seu baixo desempenho.

Terceiro, a literatura também destaca que os CEOs narcisistas que já tiveram um desempenho ruim serão inseguros em relação a si mesmos e a suas organizações e relutantes em assumir riscos (Chatterjee & Hambrick, 2011). Assim, considerando que alinhar a remuneração

com o desempenho da empresa envolve assumir riscos, já que o desempenho da empresa pode ser influenciado por fatores fora do controle do CEO (Aguinis et al., 2018), CEOs mais narcisistas poderiam reduzir a associação entre sua remuneração e o desempenho da empresa.

Quarto, quando confrontados com um desempenho inadequado, os CEOs narcisistas tendem a externalizar esse fracasso, geralmente culpando fontes externas (Bergman et al., 2010). Nesse sentido, considerando que os CEOs narcisistas são incapazes de assumir a responsabilidade pelos eventos negativos que ocorrem em sua gestão (Reina et al., 2014) e também tendem a priorizar seus próprios interesses em detrimento dos interesses da empresa (Kim et al., 2018), os CEOs com níveis mais altos de narcisismo podem tender a reduzir a sensibilidade da remuneração ao desempenho porque acreditam que merecem receber níveis mais altos de remuneração, independentemente do desempenho ruim da empresa, que poderia ser causado por outros funcionários ou fatores externos.

Assim, considerando que o narcisismo pode atuar como um “lado sombrio” na elaboração de planos de remuneração de executivos, já que os CEOs narcisistas podem acreditar que sua superioridade não precisa ser posta à prova com a remuneração baseada no desempenho, formulamos a seguinte hipótese:

**H<sub>1</sub>:** O narcisismo do CEO reduz a associação entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa.

### 3. DELINEAMENTO DA PESQUISA

#### 3.1 Dados e Seleção da Amostra

Nossa amostra é baseada em empresas listadas no mercado de ações dos EUA. Nossa amostra inicial consiste em 2.752 empresas de capital aberto dos EUA (30.828 observações empresa-ano) com dados disponíveis entre 2002 e 2018. Começamos nossa amostra em 2002 porque as transcrições das teleconferências de divulgação de resultados necessárias para calcular os níveis de narcisismo dos CEOs não estão disponíveis no banco de dados Thomson Reuters Street Events antes desse ano.

De acordo com estudos anteriores (Ataay, 2018; Capalbo et al., 2017), excluímos empresas financeiras, de seguros e imobiliárias (SIC 6000-6799) devido a suas estruturas financeiras e operacionais específicas, que poderiam causar distorções nas medidas de desempenho baseadas na contabilidade. Após a exclusão das empresas com dados faltantes, a amostra final consiste em 8.869 observações de 1.057 empresas.

As variáveis usadas neste estudo são provenientes das seguintes fontes. Os dados de remuneração do CEO são

da Compustat Executive Compensation (ExecuComp), as medidas de desempenho baseadas no mercado são do Center for Research in Security Prices (CSRP), as medidas de desempenho baseadas na contabilidade são da Compustat e os dados de narcisismo do CEO são das transcrições de teleconferências de divulgação de resultados disponíveis na Thomson Reuters Eikon. Não exigimos dados da empresa em todos os anos para evitar o viés de sobrevivência. Portanto, nossas análises se baseiam em dados não balanceados. Além disso, para atenuar a influência de *outliers* em nossa amostra, winsorizamos as variáveis contínuas no 1º e 99º percentis.

#### 3.2 Modelo Empírico

A literatura anterior postula uma relação simultânea entre o desempenho da empresa e a remuneração dos executivos. Por um lado, a influência positiva do desempenho da empresa na remuneração dos executivos pode reduzir possíveis conflitos de agência (Ataay, 2018; Brandão et al., 2019; Gao & Li, 2015). Por outro lado, a remuneração dos

executivos pode atuar como um mecanismo motivacional, estimulando os gerentes a alcançar um desempenho superior (Aguiar & Pimentel, 2017). Para abordar esse

efeito de simultaneidade do desempenho da empresa e da remuneração dos executivos, executamos a regressão base apresentada na Equação 1 por meio de um SYS-GMM.

$$CEORem = \beta_0 + \beta_1 Des + \beta_2 Narc + \beta_3 Des \times Narc + \sum_{j=4}^{11} \phi_j Controles + \mu \quad 1$$

As medidas de remuneração do CEO (*CEORem*) estão descritas na Seção 3.2.1, o desempenho da empresa (*Des*) refere-se às variáveis descritas na Seção 3.2.2 e o narcisismo do CEO (*Narc*) é nossa *proxy* para o narcisismo do CEO descrito na Seção 3.2.3. O coeficiente de interação entre o desempenho da empresa e o narcisismo do CEO (*Des x Narc*) capta o efeito moderador do narcisismo do CEO na relação entre remuneração e desempenho para testar nossa hipótese H<sub>1</sub>.

### 3.2.1 Medidas de remuneração do CEO

Seguindo pesquisas anteriores sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho que usam a remuneração em dinheiro do CEO e a remuneração total do CEO (Amzaleg et al., 2014; Capezio et al., 2011; Gao & Li, 2015) como *proxies* para a remuneração do CEO (*CEORem*), empregamos duas medidas como nossa variável dependente. Nossa primeira medida de remuneração do CEO considera a remuneração em dinheiro do CEO (*CEORemDin*), composta pelo logaritmo da soma de salários, bônus e outros pagamentos em dinheiro. A transformação logarítmica é proposta para atenuar o problema de distribuições distorcidas e reduzir a diferença de escala com as outras variáveis na Equação (1). A segunda medida da remuneração do CEO (*CEORemTot*) é mais completa do que a primeira porque também inclui a soma dos logaritmos do valor da data de concessão dos prêmios em ações restritas e do valor Black-Scholes da data de concessão das opções concedidas.

### 3.2.2 Medidas de desempenho da empresa

Pesquisas anteriores mostram que a inclusão de medidas baseadas na contabilidade nos contratos de remuneração de executivos ajuda a proteger os CEOs das flutuações nos preços das ações (e, conseqüentemente, nas medidas baseadas no mercado) que estão fora de seu controle (Sloan, 1993). Entretanto, a literatura também sugere que as medidas baseadas na contabilidade podem ser facilmente manipuladas pelos CEOs, ao passo que é mais difícil manipular as medidas baseadas no mercado por um período prolongado (Merhebi et al., 2006). Nesse sentido, considerando que cada medida de

desempenho da empresa tem vantagens (desvantagens) específicas, empregamos medidas baseadas no mercado e na contabilidade para verificar a robustez de nossas conclusões em relação a medidas alternativas.

Como medida de desempenho baseada no mercado, usamos o retorno anual das ações (*RET*), medido pelo retorno total ao longo do período de retenção para a venda de um título na data em questão, levando em conta e reinvestindo todas as distribuições aos acionistas. Como medidas de desempenho baseadas na contabilidade, usamos o retorno sobre os ativos (*ROA*), medido pela razão entre o lucro operacional e o total de ativos; o retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE*), medido pela razão entre o lucro líquido e o total de patrimônio líquido; o retorno sobre as vendas (*ROS*), medido pela razão entre o lucro operacional e o total de vendas; e o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (*EBITDA*), medido pela razão entre o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização e o total de ativos, uma vez que o EBITDA é uma medida de desempenho frequentemente usada na definição da remuneração dos executivos (Rozenbaum, 2019).

### 3.2.3 Medida de narcisismo do CEO

Os traços de personalidade exercem uma influência importante sobre as atitudes e os comportamentos dos executivos, bem como sobre os marcadores linguísticos que constituem o escopo de seu discurso (D'Souza et al., 2018). Assim, de acordo com a literatura existente em psicologia, contabilidade e finanças (Aktas et al., 2016; Capalbo et al., 2018; Raskin & Shaw, 1988), usamos a proporção do uso de pronomes de primeira pessoa do singular em inglês (*I, me, my, mine, myself*) em relação ao número total de pronomes de primeira e terceira pessoa (*I, me, my, mine, myself, we, us, our, ours, ourselves*) nos discursos dos CEOs para capturar o narcisismo como um traço de personalidade, conforme descrito na Equação 2. O uso dessa medida discreta foi proposto e validado por Raskin e Shaw (1988), que mostraram que os indivíduos que obtiveram um escore mais alto em narcisismo – medido pelo NPI (Raskin & Hall, 1979) – tenderam a usar mais pronomes de primeira pessoa do singular.

$$Escore\ de\ Narcisismo = \frac{\sum (I, me, my, mine, myself)}{\sum (I, me, my, mine, myself, we, us, our, ours, ourselves)} \quad 2$$

Para calcular o escore de narcisismo, usamos o processamento de linguagem natural (PLN) por meio do pacote Tokenizers no RStudio, que conta o número de pronomes em primeira pessoa para cada CEO em cada ano, com base nas transcrições dos resultados do quarto trimestre. Essa medida contínua de narcisismo é consistente com a visão de que o narcisismo pode ser visto como uma dimensão de personalidade na qual os indivíduos podem pontuar de baixo a alto (Campbell et al., 2004; Capalbo et al., 2018; Raskin & Hall, 1979; Raskin & Shaw, 1988).

Acreditamos ser importante destacar que, embora usemos o banco de dados Thomson Reuters Eikon para obter os dados sobre o narcisismo do CEO, o procedimento de coleta é manual (coletado à mão). Assim, todos esses procedimentos são verificados para garantir a confiabilidade e a precisão dos dados coletados.

Primeiro, selecionamos manualmente uma empresa específica (somente uma empresa por rodada) e filtramos os eventos na seção *Corporate Events* por tipo para

baixar as transcrições da teleconferência de resultados do quarto trimestre para cada empresa-ano (somente um ano por rodada). Segundo, editamos manualmente cada arquivo para excluir a seção de apresentação (que inclui os discursos formais e as divulgações de lucros, que podem ser roteirizados); para excluir os discursos de todos na sessão de perguntas e respostas, exceto o CEO; e para excluir as transcrições em que o CEO não está presente ou não responde às perguntas dos analistas e investidores.

### 3.2.4 Variáveis de controle

Em nosso modelo-base, também incluímos um conjunto de variáveis de controle. De acordo com a pesquisa existente sobre a sensibilidade da remuneração ao desempenho, controlamos o tamanho da empresa, a dívida da empresa, o crescimento da empresa, a concentração de propriedade do CEO, a dualidade do CEO, a rotatividade do CEO e o comitê de remuneração. As definições das variáveis são apresentadas na Tabela 1.

**Tabela 1**  
Definição de variáveis

Variável	Definição	Fonte
<i>CEORemDin</i>	Medida da remuneração em dinheiro do CEO, calculada como a soma dos logaritmos de salários, bônus e outros pagamentos em dinheiro.	ExecuComp
<i>CEORemTot</i>	Medida da remuneração total do CEO, calculada como a soma dos logaritmos de salários, bônus, valor da data de concessão de prêmios em ações restritas e valor Black-Scholes da data de concessão de opções concedidas.	ExecuComp
<i>RET</i>	Medida do retorno anual das ações, calculada como o retorno total do período de retenção para a venda de um título na data em questão, levando em conta e reinvestindo todas as distribuições aos acionistas.	CSRP
<i>ROA</i>	Medida do retorno sobre os ativos, calculada como a razão entre a receita operacional e o total de ativos.	Compustat
<i>ROE</i>	Medida do retorno sobre o patrimônio líquido, calculada como a razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido total.	Compustat
<i>ROS</i>	Medida do retorno sobre vendas, calculada como a razão entre o lucro operacional sobre o total de vendas.	Compustat
<i>EBITDA</i>	Medida do lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, dividido pelo total de ativos.	Compustat
<i>Narc</i>	Medida do narcisismo do CEO, calculada como a razão entre o uso de pronomes de primeira pessoa do singular e o número total de pronomes de primeira e terceira pessoa.	Thomson Reuters Eikon
<i>AltoNarc</i>	Medida do alto narcisismo, calculada como variável <i>dummy</i> igual a 1 se um CEO for classificado acima da mediana e 0 caso contrário.	Thomson Reuters Eikon
<i>Tamanho</i>	Medida do tamanho da empresa, calculada como o logaritmo do total de ativos.	Compustat
<i>Dívida</i>	Medida da dívida, calculada como a relação entre a dívida total e o total de ativos.	Compustat
<i>Crescimento</i>	Medida do crescimento da empresa, calculada como a mudança nas vendas líquidas em comparação com as vendas líquidas em $t-1$ .	Compustat
<i>Propriedade</i>	Medida da concentração de propriedade do CEO, calculada como o número de ações do CEO dividido pelo número total de ações em circulação.	ExecuComp
<i>Dualidade</i>	Medida da dualidade do CEO, calculada como variável <i>dummy</i> igual a 1 se um CEO for presidente do conselho e 0 caso contrário.	ExecuComp
<i>Rotatividade</i>	Medida da rotatividade do CEO, calculada como variável <i>dummy</i> igual a 1 se um novo CEO for nomeado e 0 caso contrário.	ExecuComp
<i>Comitê</i>	Medida da presença do CEO no comitê que toma as decisões de remuneração da empresa, calculada como variável <i>dummy</i> igual a 1 se um novo CEO for nomeado e 0 caso contrário.	ExecuComp

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

## 4. RESULTADOS E ANÁLISES

### 4.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis usadas em nossas análises. Antes de escalonar pela soma do logaritmo de salários, bônus e outros pagamentos em dinheiro, o valor médio em dólares da remuneração em dinheiro do CEO (CEORemDin)

é de US\$ 1.192 mil, o que é consistente com pesquisas anteriores realizadas no contexto dos EUA (Gao & Li, 2015; Leone et al., 2006). Da mesma forma, o valor médio em dólares da remuneração total do CEO (CEORemTot) é de US\$ 7.725 mil, o que corrobora a importância crescente dos prêmios e opções de ações no contexto dos EUA (Bettis et al., 2018).

**Tabela 2**  
Análise descritiva

	N	Média	Desv. Pad.	Mín.	Máx.
CEORemDin (em milhares)	8.869	1.192	980	218	6870
CEORemTot (em milhares)	8.869	7.725	8.732	3.313	55.339
RET	8.869	0,011	0,030	-0,082	0,110
ROA	8.869	0,093	0,079	-0,212	0,319
ROE	8.869	0,101	0,387	-2,181	1,819
ROS	8.869	0,054	0,125	-0,605	0,357
EBITDA	8.869	0,051	0,087	-0,297	0,277
Narc	8.869	0,234	0,102	0	0,530
Tamanho (em milhões)	8.869	10.824	2.283	0,010	149.244
Dívida	8.869	0,545	0,217	0,092	1,216
Crescimento	8.869	0,076	0,196	-0,451	0,927
Propriedade	8.869	0,012	0,033	0	0,2287
Dualidade	8.869	0,514	0,499	0	1
Rotatividade	8.869	0,129	0,336	0	1
Comitê	8.869	0,002	0,051	0	1

Fonte: Elaborada pelos autores.

Em média, as empresas têm baixos níveis de retorno para os acionistas (RET), que é de 1,1%. A média das outras *proxies* para o desempenho financeiro varia entre 5,1% (EBITDA) e 10,1% (ROE) e segue a literatura anterior, como os 9,3% de retorno sobre os ativos (ROA) documentados por Leone et al. (2006). O escore médio de narcisismo (Narc) é 0,23, o que é semelhante aos achados de Aktas et al. (2016) e Capalbo et al. (2018), que relatam um escore médio de narcisismo por meio de pronomes em primeira pessoa de 0,215 e 0,260, respectivamente. O valor mínimo indica que alguns CEOs não usaram pronomes de primeira pessoa em seus

discursos, enquanto o valor máximo indica que alguns CEOs usaram mais pronomes de primeira pessoa do que pronomes de terceira pessoa.

A Tabela 3 apresenta os coeficientes da matriz de correlação de Spearman devido à não normalidade das variáveis. Como esperado, constatamos que todas as medidas de desempenho estão correlacionadas de forma positiva e estatisticamente significativa com as medidas de remuneração do CEO. Assim, os resultados gerais são consistentes com pesquisas anteriores que relatam uma correlação positiva entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa (Ataay, 2018; Leone et al., 2006).

**Tabela 3**  
Coeficientes da matriz de correlação

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 CEORemDin	1,000														
2 CEORemTot	<b>0,575</b>	1,000													
3 RET	<b>0,033</b>	<b>0,041</b>	<b>1,000</b>												
4 ROA	<b>0,190</b>	<b>0,251</b>	<b>0,088</b>	1,000											
5 ROE	<b>0,239</b>	<b>0,312</b>	<b>0,091</b>	<b>0,693</b>	1,000										
6 ROS	<b>0,187</b>	<b>0,301</b>	<b>0,070</b>	<b>0,765</b>	<b>0,589</b>	1,000									

**Tabela 3**

Cont.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
7 EBITDA	<b>0,194</b>	<b>0,261</b>	<b>0,085</b>	<b>0,937</b>	<b>0,681</b>	<b>0,847</b>	1,000								
8 Narc	<b>0,055</b>	<b>0,047</b>	-0,007	0,001	0,008	<b>0,045</b>	0,014	1,000							
9 Tamanho	<b>0,591</b>	<b>0,651</b>	<b>-0,045</b>	<b>0,023</b>	<b>0,200</b>	<b>0,195</b>	<b>0,046</b>	<b>0,063</b>	1,000						
10 Dívida	<b>0,290</b>	<b>0,247</b>	<b>-0,031</b>	<b>-0,119</b>	<b>0,113</b>	<b>-0,038</b>	<b>-0,102</b>	-0,015	<b>0,468</b>	1,000					
11 Crescimento	<b>0,037</b>	<b>0,077</b>	<b>0,099</b>	<b>0,259</b>	<b>0,216</b>	<b>0,221</b>	<b>0,254</b>	0,000	<b>-0,077</b>	<b>-0,141</b>	1,000				
12 Propriedade	<b>-0,207</b>	<b>-0,190</b>	<b>0,037</b>	<b>-0,032</b>	<b>-0,104</b>	<b>-0,145</b>	<b>-0,043</b>	<b>-0,047</b>	<b>-0,453</b>	<b>-0,165</b>	<b>0,077</b>	1,000			
13 Dualidade	<b>0,255</b>	<b>0,181</b>	0,020	<b>0,057</b>	<b>0,088</b>	<b>0,053</b>	<b>0,057</b>	<b>0,055</b>	<b>0,181</b>	<b>0,125</b>	0,004	<b>0,083</b>	1,000		
14 Rotatividade	<b>-0,111</b>	<b>-0,115</b>	<b>-0,037</b>	<b>-0,039</b>	<b>-0,036</b>	<b>-0,046</b>	<b>-0,045</b>	-0,007	0,011	0,018	<b>-0,074</b>	<b>-0,244</b>	<b>-0,179</b>	1,000	
15 Comitê	0,012	<b>-0,024</b>	<b>0,029</b>	-0,005	0,005	<b>-0,021</b>	-0,011	0,009	-0,013	-0,000	0,008	0,008	<b>0,028</b>	0,000	1

**Nota:** Os coeficientes em negrito são estatisticamente significativos no nível de 5%.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Nossos resultados também mostram que a remuneração do CEO está correlacionada de forma positiva e estatisticamente significativa com o narcisismo do CEO, embora os coeficientes indiquem que essa correlação é muito fraca. Entretanto, pesquisas anteriores corroboram essa fraca correlação entre a remuneração do CEO e o narcisismo do CEO, como a de Ham et al. (2018), que relatam um coeficiente de correlação entre essas variáveis de 0,072.

Por último, constatamos que não há alta correlação entre as variáveis independentes e de controle incluídas nos modelos econométricos, o que sugere que não há evidência de multicolinearidade. Uma exceção é a forte correlação entre as medidas de desempenho baseadas na contabilidade (por exemplo, ROA, ROE, ROS e EBITDA).

Portanto, para evitar problemas de multicolinearidade, não as incluímos simultaneamente nos modelos econométricos.

## 4.2 Análises de Regressão

A Tabela 4 apresenta os resultados da nossa regressão base (Equação 1) usando a remuneração em dinheiro do CEO (CEORemDin) como nossa variável dependente. Na coluna 1, usamos o retorno anual das ações (RET) como *proxy* do desempenho da empresa. Para maior robustez, as colunas 2 a 5 testam o retorno sobre os ativos (ROA), o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), o retorno sobre as vendas (ROS) e o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA) como *proxies* do desempenho da empresa.

**Tabela 4**

Remuneração em dinheiro do CEO, desempenho da empresa e escore de narcisismo

	Variável dependente: CEORemDin				
	1	2	3	4	5
RET	1,077** (0,442)				
ROA		0,559** (0,233)			
ROE			0,090* (0,052)		
ROS				0,277** (0,144)	
EBITDA					0,496*** (0,215)
Narc	0,082 (0,070)	0,207** (0,095)	0,096 (0,070)	0,129 (0,073)	0,113 (0,073)
RET x Narc	-2,737 (1,860)				
ROA x Narc		-1,657** (0,802)			
ROE x Narc			-0,378* (0,222)		

**Tabela 4**

Cont.

	Variável dependente: CEORemDin				
	1	2	3	4	5
ROS x Narc				-1,269** (0,524)	
EBITDA x Narc					-1,435** (0,730)
Tamanho	0,027 (0,027)	0,027 (0,026)	0,026 (0,027)	0,026 (0,026)	0,032 (0,027)
Dívida	0,044 (0,073)	0,052 (0,073)	0,023 (0,072)	0,030 (0,072)	0,046 (0,074)
Crescimento	0,187*** (0,033)	0,168*** (0,034)	0,182*** (0,033)	0,108*** (0,027)	0,166*** (0,035)
Propriedade	-1,004 (0,803)	-1,042 (0,797)	-1,031 (0,797)	0,186*** (0,033)	-1,055 (0,799)
Dualidade	0,037 (0,025)	0,038 (0,025)	0,037 (0,025)	0,037 (0,025)	0,038 (0,025)
Rotatividade	-0,096*** (0,018)	-0,096*** (0,018)	-0,097*** (0,018)	-0,095*** (0,018)	-0,097*** (0,018)
Comitê	0,758*** (0,216)	0,763*** (0,216)	0,777*** (0,215)	0,774*** (0,216)	0,768*** (0,217)
Intercepto	4,038*** (0,306)	3,969*** (0,303)	4,025*** (0,307)	4,002*** (0,305)	3,920*** (0,303)
VIF médio	2,38	2,64	3,20	2,73	2,40
Teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg	195,00***	232,35***	190,10***	201,06***	241,81***
Wald chi2	284,84***	281,59***	280,04***	275,81***	286,74***
Teste de Arellano-Bond	-11,911***	-11,897***	-11,895***	-11,880***	-11,687***

**Nota:** Os erros padrão são mostrados entre parênteses.

\*, \*\*, \*\*\* indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1% (bicaudal), respectivamente.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Em todos os modelos, encontramos uma associação positiva e significativa entre todas as medidas de desempenho da empresa e a remuneração em dinheiro do CEO. Esse coeficiente positivo é consistente com pesquisas anteriores (Aguilar & Pimentel, 2017; Amzaleg et al., 2014; Brandão et al., 2019) e apoia a visão de que os esquemas de remuneração do CEO devem estar associados ao desempenho da empresa para alinhar os interesses do CEO em níveis mais altos de remuneração com os interesses dos acionistas em maior riqueza. Com relação ao narcisismo do CEO, não encontramos evidências consistentes de que CEOs mais narcisistas tendem a receber níveis mais altos de remuneração, considerando que *Narc* só é significativo na coluna 2. Essa constatação contradiz evidências anteriores de que o narcisismo do CEO está positivamente associado à remuneração do CEO (Ham et al., 2018; O'Reilly et al., 2014).

Embora os resultados gerais sugiram que o desempenho da empresa e o narcisismo do CEO possam levar a níveis mais altos de remuneração do CEO, os coeficientes de interação negativos e significativos nas colunas 2, 3, 4 e 5 indicam que a associação positiva entre as medidas de desempenho da empresa e a remuneração do CEO é

enfraquecida pelo narcisismo do CEO. Essa constatação corrobora a visão de que as características psicológicas dos executivos de alto escalão são determinantes das escolhas estratégicas, conforme postulado na Teoria dos Escalões Superiores (Hambrick & Mason, 1984), e confirma nossa hipótese de que o narcisismo do CEO modera negativamente a sensibilidade da remuneração ao desempenho, indicando que os CEOs mais narcisistas tendem a reduzir o alinhamento de sua remuneração com o desempenho da empresa.

Considerando esses resultados em conjunto, o narcisismo do CEO surge como um “lado sombrio” na elaboração de planos de remuneração de executivos. As evidências sugerem que os CEOs narcisistas usam suas crenças sobre suas qualidades superiores em termos de competência, inteligência e capacidade de liderança (D'Souza et al., 2018; Gruda et al., 2021) para convencer o conselho de administração a compensá-los com uma remuneração fixa proporcionalmente maior do que a remuneração variável. Isso gera preocupação para investidores, conselhos e recrutadores, uma vez que há razões plausíveis para presumir que a maioria dos CEOs de empresas públicas tem tendências narcisistas (D'Souza & Lima, 2021).

Para testar a robustez de nossas conclusões, repetimos as análises usando a remuneração total do CEO como nossa variável dependente. A Tabela 5 apresenta nossas estimativas usando retornos anuais das ações, retorno

sobre os ativos, retorno sobre o patrimônio líquido, retorno sobre as vendas e EBITDA como *proxies* para o desempenho da empresa (colunas 1 a 5, respectivamente).

**Tabela 5**  
*Remuneração total do CEO, desempenho da empresa e escore de narcisismo*

	Variável dependente: CEORemTot				
	1	2	3	4	5
RET	1,611** (0,665)				
ROA		0,448 (0369)			
ROE			0,081 (0,067)		
ROS				0,177 (0,231)	
EBITDA					0,245 (0,338)
Narc	0,101 (0,106)	0,350 (0,151)	0,089 (0,103)	0,161 (0,113)	0,151 (0,112)
RET x Narc	-5,165* (2,881)				
ROA x Narc		-3,308** (1,336)			
ROE x Narc			-0,406 (0,290)		
ROS x Narc				-1,968** (0,843)	
EBITDA x Narc					-2,444** (1,222)
Tamanho	-0,126*** (0,036)	-0,128*** (0,036)	-0,127*** (0,036)	-0,124*** (0,036)	-0,116*** (0,036)
Dívida	0,078 (0,116)	0,036 (0,117)	0,052 (0,115)	0,029 (0,116)	0,062 (0,119)
Crescimento	0,277*** (0,047)	0,305*** (0,051)	0,277*** (0,047)	0,312*** (0,049)	0,301*** (0,052)
Propriedade	-1,495 (1,071)	-1,579 (1,064)	-1,504 (1,065)	-1,540 (1,059)	-1,549 (1,070)
Dualidade	0,090*** (0,032)	0,092** (0,032)	0,090*** (0,032)	0,089*** (0,032)	0,092*** (0,032)
Rotatividade	-0,039 (0,027)	-0,039 (0,027)	-0,040 (0,027)	-0,038 (0,027)	-0,043 (0,027)
Comitê	1,301*** (0,485)	1,294*** (0,493)	1,321*** (0,483)	1,313*** (0,489)	1,305*** (0,490)
Intercepto	4,243*** (0,361)	4,223*** (0,368)	4,252*** (0,363)	4,225*** (0,363)	4,133*** (0,363)
VIF médio	2,38	2,64	3,20	2,73	2,40
Teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg	138,22***	152,91***	130,67***	134,02***	148,32***
Wald chi2	800,60***	802,29***	798,49***	807,31***	781,12***
Teste de Arellano-Bond	-13,873***	-13,871***	-13,854***	-13,869***	-13,650***

**Nota:** Os erros padrão são mostrados entre parênteses.

\*, \*\*, \*\*\* indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1% (bicaudal), respectivamente.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Os resultados da Tabela 5 mostram que a associação positiva entre os retornos anuais das ações e a remuneração do CEO permanece consistente quando usamos a remuneração total do CEO como nossa variável dependente. Entretanto, de forma semelhante ao narcisismo do CEO (*Narc*), as medidas de desempenho baseadas na contabilidade perderam sua significância estatística. Essa associação inconsistente entre a remuneração do CEO e as medidas de desempenho da empresa apoia a necessidade de pesquisas sobre fatores moderadores que poderiam melhorar nossa compreensão da relação entre remuneração e desempenho (Aguinis et al., 2018).

Os resultados da Tabela 5 também mostram que a interação entre os retornos das ações e o narcisismo do CEO (*RET x Narc*) está negativa e significativamente associada à remuneração total do CEO (*CEORemTot*), destacando que o efeito moderador do narcisismo do CEO na relação remuneração-desempenho depende dos

esquemas de remuneração. Essa descoberta é consistente com a noção de que cada elemento de remuneração (por exemplo, bônus, prêmios em ações e opções de ações) pode ter uma influência única sobre o comportamento dos executivos, pois eles têm diferentes características temporais e de risco (Devers et al., 2007).

Assim, embora existam diferenças entre as medidas de desempenho da empresa, porque as medidas baseadas no mercado são ruidosas e mais difíceis de influenciar diretamente pelas ações do CEO do que as medidas de desempenho baseadas na contabilidade (Sloan, 1993), e considerando que as medidas baseadas no mercado refletem as percepções dos investidores sobre o valor futuro, enquanto as medidas baseadas na contabilidade refletem o desempenho atual (e do passado recente) (Devers et al., 2007), de modo geral, nossos resultados mostram que os CEOs mais narcisistas evitam alinhar sua remuneração total com as medidas baseadas no mercado (*RET*) e na contabilidade (*ROA*, *ROS* e *EBITDA*).

## 5. ANÁLISE SUPLEMENTAR E TESTES DE ROBUSTEZ

### 5.1 O Viés de Excesso de Confiança Tem um Efeito Moderador Distinto sobre a Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho?

Embora o narcisismo e o excesso de confiança sejam teoricamente distintos – considerando que o excesso de confiança está relacionado apenas à percepção da realidade, enquanto o narcisismo é um traço de personalidade completo que descreve tanto a cognição quanto o comportamento (Aktas et al., 2016) – seguimos pesquisas anteriores (Aktas et al., 2016; Malmendier & Tate, 2008; Olsen et al., 2014) e realizamos uma análise suplementar para distinguir empiricamente o efeito do excesso de confiança do CEO e do narcisismo do CEO na sensibilidade da remuneração ao desempenho.

Uma distinção importante entre narcisismo e excesso de confiança é a necessidade exibicionista do narcisista de atenção e admiração constantes. Os narcisistas têm um senso inflado de si mesmos que trabalham arduamente para manter e aprimorar. Eles têm a necessidade de se sentirem importantes e reconhecidos pelos outros. O excesso de confiança, por outro lado, ocorre quando uma pessoa coloca uma probabilidade subjetiva inflada na ocorrência de um determinado resultado. Como é provável que os narcisistas tenham estimativas infladas de suas habilidades, é provável que tenham excesso de confiança elevado (Olsen et al., 2014).

Considerando que um CEO com excesso de confiança será particularmente motivado por uma alta remuneração de incentivo porque um CEO com excesso de confiança superestimar o valor de tais incentivos e a probabilidade de que os limites associados a esses incentivos sejam atingidos (Aabo et al., 2020; Gervais et al., 2011), podemos esperar que o excesso de confiança do CEO seja positivamente associado à sensibilidade da remuneração ao desempenho. Assim, seguindo Aktas et al. (2016) e Malmendier e Tate (2008), usamos as transcrições dos discursos dos CEOs para calcular o excesso de confiança dos CEOs, contando o número de ocorrências das palavras-chave confiantes “otimista”, “otimismo”, “confiança” e “confiante” e as palavras-chave não confiantes “confiável”, “cauteloso”, “conservador”, “prático”, “frugal” e “estável”.

Em seguida, somamos o número de enunciados confiantes e não confiantes no mesmo período usado para o indicador de narcisismo e criamos uma variável de excesso de confiança dividindo o número de enunciados confiantes pelo número total de enunciados confiantes e não confiantes para cada CEO, seguindo Aktas et al. (2016) e Malmendier e Tate (2008). Por último, executamos novamente nossas regressões base substituindo o excesso de confiança do CEO pelo narcisismo do CEO, incluindo os termos de interação com as *proxies* para o desempenho da empresa, conforme mostrado na Tabela 6.

**Tabela 6***Remuneração em dinheiro do CEO, desempenho da empresa e viés de excesso de confiança*

	Variável dependente: CEORemDin				
	1	2	3	4	5
RET	0,443** (0,178)				
ROA		0,231* (0,233)			
ROE			0,018 (0,017)		
ROS				-0,006 (0,084)	
EBITDA					0,201 (0,130)
ExConf	-0,009 (0,011)	0,002 (0,017)	-0,006 (0,011)	-0,009 (0,011)	-0,003 (0,012)
RET x ExConf	-0,031 (0,339)				
ROA x ExConf		-1,142 (0,149)			
ROE x ExConf			-0,037 (0,029)		
ROS x ExConf				-1,021 (0,087)	
EBITDA x ExConf					-0,096 (0,138)
Tamanho	0,027 (0,027)	0,027 (0,026)	0,026 (0,027)	0,027 (0,026)	0,032 (0,027)
Dívida	0,047 (0,072)	0,053 (0,073)	0,026 (0,072)	0,031 (0,072)	0,047 (0,074)
Crescimento	0,187*** (0,033)	0,164*** (0,034)	0,180*** (0,033)	0,182*** (0,033)	0,163*** (0,034)
Propriedade	-0,999 (0,801)	-1,023 (0,794)	-1,024 (0,796)	-1,021 (0,796)	-1,033 (0,796)
Dualidade	0,037 (0,025)	0,038 (0,025)	0,038 (0,025)	0,038 (0,025)	0,039 (0,025)
Rotatividade	-0,096*** (0,018)	-0,096*** (0,018)	-0,096*** (0,018)	-0,095*** (0,018)	-0,097*** (0,018)
Comitê	0,762*** (0,212)	0,784*** (0,212)	0,783*** (0,213)	0,784*** (0,214)	0,787*** (0,214)
Intercepto	4,061*** (0,308)	4,014*** (0,303)	4,052*** (0,307)	4,034*** (0,306)	3,941*** (0,304)
VIF médio	1,18	1,51	1,22	1,24	1,20
Teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg	200,56***	238,87***	197,31***	206,30***	248,43***
Wald chi2	295,19***	289,96***	289,43***	285,26***	294,56***
Teste de Arellano-Bond	-11,893***	-11,865***	-11,850***	-11,853***	-11,657***

**Nota:** Os erros padrão são mostrados entre parênteses.

\*, \*\*, \*\*\* indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1% (bicaudal), respectivamente.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Em geral, os resultados mostram que o excesso de confiança do CEO não está associado à remuneração em dinheiro do CEO em todos os modelos. Além disso, os termos de interação também não são estatisticamente

significativos, sugerindo que o narcisismo e o excesso de confiança do CEO, que compartilham características comuns, têm efeitos distintos sobre os esquemas de remuneração do CEO.

**Tabela 7**

Remuneração total do CEO, desempenho da empresa e viés de excesso de confiança

	Variável dependente: CEORemTot				
	1	2	3	4	5
RET	0,284 (0,255)				
ROA		-0,322 (0,214)			
ROE			-0,005 (0,023)		
ROS				-0,278 (0,127)	
EBITDA					-0,342 (0,198)
ExConf	-0,004 (0,016)	-0,003 (0,023)	0,001 (0,015)	-0,001 (0,016)	-0,005 (0,017)
RET x ExConf	0,387 (0,519)				
ROA x ExConf		0,022 (0,214)			
ROE x ExConf			-0,013 (0,036)		
ROS x ExConf				0,006 (0,124)	
EBITDA x ExConf					0,067 (0,188)
Tamanho	-0,127*** (0,036)	-0,127*** (0,036)	-0,127*** (0,036)	-0,124*** (0,036)	-0,114*** (0,036)
Dívida	0,078 (0,115)	0,029 (0,117)	0,056 (0,116)	0,026 (0,116)	0,059 (0,119)
Crescimento	0,279*** (0,047)	0,301*** (0,051)	0,274*** (0,047)	0,307*** (0,049)	0,298*** (0,051)
Propriedade	-1,471 (1,067)	-1,522 (1,063)	-1,493 (1,064)	-1,525 (1,064)	-1,494 (1,069)
Dualidade	0,089*** (0,032)	0,091*** (0,032)	0,091*** (0,032)	0,091*** (0,032)	0,092*** (0,032)
Rotatividade	-0,039 (0,027)	-0,039 (0,027)	-0,039 (0,027)	-0,039 (0,027)	-0,043 (0,027)
Comitê	1,312*** (0,480)	1,337*** (0,481)	1,331*** (0,479)	1,335*** (0,483)	1,337*** (0,482)
Intercepto	4,277*** (0,363)	4,302*** (0,370)	4,271*** (0,364)	4,268*** (0,363)	4,161*** (0,36)
VIF médio	1,18	1,51	1,22	1,24	1,28
Teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg	140,22***	154,84***	133,24***	135,57***	151,25***
Wald chi2	810,61***	808,71***	812,56***	813,79***	791,62***
Teste de Arellano-Bond	-13,860***	-13,831***	-13,839***	-13,835***	-13,619***

**Nota:** Os erros padrão são mostrados entre parênteses.

\*, \*\*, \*\*\* indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1% (bicaudal), respectivamente.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

A Tabela 7 amplia nossos resultados anteriores ao mostrar que o excesso de confiança do CEO também não influencia a remuneração total do CEO, incluindo os termos de interação do excesso de confiança do CEO com as *proxies* para o desempenho da empresa. Assim, depois de separar os efeitos do narcisismo do CEO e do excesso de confiança do CEO nos esquemas de remuneração, concluímos que o narcisismo do CEO tem um efeito importante na relação remuneração-desempenho em relação ao excesso de confiança do CEO.

## 5.2 Uso do *Delta* como *Proxy* para a Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho

Para maior robustez, também executamos novamente nossos modelos usando o *delta* como proxy para a sensibilidade desempenho-remuneração. O *delta* é definido como a mudança no valor em dólares do patrimônio do executivo para uma mudança de um ponto percentual no preço das ações (Coles et al., 2006) e é uma medida alternativa de sensibilidade da remuneração ao desempenho frequentemente usada em estudos anteriores que examinam a relação entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa (por exemplo, Coles et al., 2006; Ozkan, 2011). A Tabela 8 apresenta os resultados desse teste de robustez.

**Tabela 8**  
*Narcisismo do CEO e delta*

	Variável dependente: Delta		
	1	2	3
<i>Narc</i>	-11,711** (5,427)		-11,683** (5,431)
<i>ExConf</i>		-0,407 (0,956)	-0,366 (0,957)
<i>Tamanho</i>	5,058*** (1,647)	5,012*** (1,623)	5,069*** (1,646)
<i>Dívida</i>	1,024 (1,142)	1,204 (1,173)	1,029 (1,140)
<i>Crescimento</i>	0,558 (1,626)	0,647 (1,620)	0,551 (1,622)
<i>Propriedade</i>	307,803*** (111,853)	307,646*** (111,950)	307,692*** (111,872)
<i>Dualidade</i>	-5,560*** (2,019)	-5,659*** (2,065)	-5,556*** (2,019)
<i>Rotatividade</i>	0,925 (0,841)	0,888 (0,845)	0,920 (0,843)
<i>Comitê</i>	1,135 (1,812)	1,065 (1,773)	1,099 (1,805)
<i>Intercepto</i>	-37,524*** (12,200)	-40,715*** (13,403)	-37,632*** (12,186)
<i>Dummies de setor</i>	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies de ano</i>	Sim	Sim	Sim
<i>Estatística F</i>	3,11***	3,09***	3,10***
<i>R-quadrado ajustado</i>	0,066	0,065	0,066
<i>Teste de Shapiro-Wilk</i>	22,078***	22,082***	22,078***
<i>VIF médio</i>	4,11	4,11	4,10
<i>Teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg</i>	438.593,04***	434.513,83***	438.462,29***

**Nota:** Os erros padrão são mostrados entre parênteses.

\*, \*\*, \*\*\* indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1% (bicaudal), respectivamente.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Os resultados da Tabela 8 mostram que o narcisismo do CEO tem um coeficiente negativo e significativo em todos os modelos. Esses resultados são consistentes com nossas evidências anteriores, apoiando a visão de que CEOs mais narcisistas tendem a reduzir o alinhamento de sua

remuneração com o desempenho da empresa. Além disso, esses resultados reforçam nossas conclusões anteriores de que o excesso de confiança do CEO não é um fator determinante da sensibilidade da remuneração ao desempenho, uma vez que o *ExConf* não é estatisticamente significativo.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo examinou se o narcisismo do CEO tem um efeito moderador sobre a sensibilidade desempenho-remuneração. Usando uma amostra de 1.057 empresas não financeiras dos EUA de 2002 a 2018, nossos principais resultados mostram que o narcisismo do CEO modera negativamente a associação entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa. Portanto, nossos resultados sugerem que o narcisismo do CEO pode ser visto como um “lado sombrio” na elaboração de planos de remuneração de executivos, pois reduz a sensibilidade da remuneração ao desempenho e não reflete as práticas recomendadas de governança corporativa.

Outros testes de robustez também destacam que nossas constatações são robustas em relação a medidas alternativas de sensibilidade desempenho-remuneração e que nossos resultados não são determinados pelo excesso de confiança do CEO. Isso sugere que o narcisismo e o excesso de confiança do CEO, embora compartilhem características comuns, têm efeitos distintos sobre os esquemas de remuneração do CEO. Portanto, depois de separar os efeitos do narcisismo do CEO e do excesso de confiança do CEO nos esquemas de remuneração, concluímos que o narcisismo do CEO tem um efeito importante na relação remuneração-desempenho comparado com o excesso de confiança do CEO.

Ao fornecer evidências empíricas de que o narcisismo enfraquece a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa, nossas constatações apoiam a visão de que as características psicológicas dos executivos do alto escalão são determinantes das escolhas estratégicas, conforme postulado na Teoria dos Escalões Superiores. Além disso, nossas constatações têm implicações para a versão atualizada da Teoria dos Escalões Superiores (Hambrick, 2007), que exige pesquisas sobre os efeitos combinados dos traços de personalidade dos executivos e dos sistemas de remuneração.

Este estudo faz as seguintes contribuições para a literatura existente. Em primeiro lugar, até onde sabemos, apresentamos as primeiras evidências empíricas do efeito moderador do narcisismo do CEO sobre a sensibilidade desempenho-remuneração. Essa contribuição amplia a literatura anterior sobre o narcisismo do CEO e a remuneração dos executivos, que não explora se o

narcisismo do CEO pode desalinhar os interesses do CEO em níveis mais altos de remuneração com os interesses dos acionistas em um melhor desempenho da empresa.

Em segundo lugar, esclarecemos o efeito “lado sombrio” do narcisismo do CEO na redução da intensidade da relação remuneração-desempenho. Embora os estudos existentes tenham examinado se esse traço de personalidade sombrio está associado à tomada de decisões em condições de incerteza e risco, percepções de desonestidade, evasão fiscal, busca de poder e manipulação de lucros, não está claro se o narcisismo está associado à sensibilidade da remuneração ao desempenho. Portanto, este estudo fornece evidências empíricas adicionais do “lado sombrio” do narcisismo na concepção da remuneração dos executivos.

Em terceiro lugar, também contribuimos para a literatura existente que exige pesquisas que examinem o papel das características psicológicas e observáveis dos CEOs na elaboração dos mecanismos de remuneração. Portanto, estendemos a discussão sobre a baixa sensibilidade da remuneração ao desempenho positiva (ou sua não significância) documentada na literatura anterior, sugerindo que isso pode ser parcialmente atribuído aos traços de personalidade sombrios dos CEOs, que desempenham um papel na elaboração da remuneração dos executivos.

Como implicação prática, este estudo contribui para os acionistas e investidores potenciais ao mostrar que eles podem esperar custos de agência mais altos ao investir em empresas lideradas por CEOs narcisistas, considerando que os CEOs narcisistas tendem a receber níveis mais altos de remuneração do que seus pares, independentemente do desempenho da empresa. Esse comportamento tende a reduzir a riqueza dos acionistas porque os CEOs narcisistas continuam a receber níveis mais altos de remuneração mesmo em “tempos ruins” (por exemplo, períodos de retorno anormalmente negativo).

Essas novas constatações também podem ser úteis para membros do conselho e recrutadores, pois eles podem considerar esse aspecto psicológico ao propor esquemas de remuneração aos CEOs. A esse respeito, acreditamos que a avaliação psicológica dos CEOs é importante não apenas ao definir os mecanismos de remuneração, mas também ao contratá-los, uma vez que o narcisismo pode fazer com que esses mecanismos não

produzam o efeito esperado. Portanto, é importante que os conselhos de administração e os recrutadores ajustem os contratos de remuneração para que se alinhem aos traços de personalidade dos CEOs, como o narcisismo.

Por último, nossos resultados podem ter implicações para os funcionários. Uma forte relação remuneração-desempenho pode indicar uma cultura voltada para o desempenho. Portanto, se os CEOs enfraquecem esse vínculo, isso pode afetar a cultura geral da organização, pois os funcionários podem perceber que seus esforços não são devidamente reconhecidos e recompensados. Como resultado, a organização pode enfrentar desafios para reter os melhores talentos e atrair novos indivíduos qualificados.

Este estudo tem algumas limitações. Primeiro, nossos resultados são limitados a um cenário único no qual fatores culturais nacionais, como o individualismo, podem influenciar a presença de mais narcisistas. Segundo, embora tenhamos atenuado as preocupações com a endogeneidade por meio de estimativas SYS-GMM,

não podemos fazer inferências causais. Por último, nos baseamos apenas no uso de pronomes em primeira pessoa para captar o narcisismo do CEO, que, embora validado e amplamente usado em pesquisas anteriores, também tem limitações.

Portanto, outros estudos poderiam examinar essa relação em um estudo entre países para explorar diferentes contextos de cultura nacional e também empregar medidas alternativas de narcisismo do CEO, como o tamanho da foto do CEO no relatório anual, o que pode confirmar nossos resultados atuais. Além disso, embora o narcisismo seja um dos componentes da chamada tríade sombria, esse traço de personalidade também pode abranger comportamentos do “lado brilhante”. Portanto, pode valer a pena que estudos futuros examinem se o narcisismo pode agir de forma positiva, levando a aumentos no desempenho financeiro das empresas, fusões e aquisições (F&A), divulgação voluntária e *ratings* ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG).

## REFERÊNCIAS

- Aabo, T., Hvistendahl, N. T., & Kring, J. (2020). Corporate risk: CEO overconfidence and incentive compensation. *Manageria Finance*, 47(2), 244-265.
- Aguiar, A. B., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545-568.
- Aguinis, H., Gomez-Mejia, L. R., Martin, G. P., & Joo, H. (2018). CEO pay is indeed decoupled from CEO performance: charting a path for the future. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 16(1), 117-136
- Aktas, N., Bodt, E., Bollaert, H., & Roll, R. (2016). CEO narcissism and the takeover process: From private initiation to deal completion. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(1), 113-137.
- Amzaleg, Y., Azar, O. F., Ben-Zion, U., & Rosenfeld, A. (2014). CEO control, corporate performance and pay-performance sensitivity. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 106, 166-174.
- Araújo, V. C., Góis, A. D., De Luca, M. M. M., & Lima, G. A. S. F. (2021). CEO narcissism and corporate tax avoidance. *Revista Contabilidade & Finanças*, 32(85), 80-94.
- Ataay, A. (2018). Performance sensitivity of executive pay: the role of ownership structure, board leadership structure and board characteristics. *Economic Research*, 31(1), 1152-1168.
- Avelino, B. C., Lima, G. A. S. F., Cunha, J. V. A., & Colauto, R. D. (2017). The influence of narcissism in the professional environment: Aspects related to dishonesty. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 10(3), 334-356.
- Avelino, B. C., Lima, G. A. S. F. (2017). Narcissism and Academic Dishonesty. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 70-89.
- Beheshti, N. (2018). *Can A Narcissistic CEO Destroy Their Company?* Forbes. <https://www.forbes.com/sites/nazbeheshti/2018/10/19/can-a-narcissistic-ceo-destroy-their-company/?sh=4ba8a39f4b02>
- Bergman, J. Z., Westerman, J. W., & Daly, J. P. (2010). Narcissism in management education. *Academy of Management Learning & Education*, 9(1), 119-131.
- Bettis, J. C., Bizjak, J., Coles, J. L., & Kalpathy, S. (2018). Performance-vesting provisions in executive compensation. *Journal of Accounting and Economics*, 66(1), 194-221.
- Brandão, I. F., Vasconcelos, A. C., De Luca, M. M. M., & Crisóstomo, V. L. (2019). Composition of the board of directors and pay-performance sensitivity. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 28-41.
- Campbell, W. K., Goodie, A. S., & Foster, J. D. (2004). Narcissism, confidence, and risk attitude. *Journal of Behavioral Decision Making*, 17(4), 297-311.
- Capalbo, F., Frino, A., Lim, M. Y., Mollica, V., & Palumbo, R. (2018). The impact of CEO narcissism on earnings management. *Abacus*, 54(2), 210-226.
- Capezio, A., Shields, J., & O'Donnell, M. (2011). Too Good to be True: Board Structural Independence as a Moderator of CEO Pay-for-Firm-Performance. *Journal of Management Studies*, 48(3), 487-513.
- Chatterjee, A., & Hambrick, D. C. (2011). Executive Personality, Capability Cues, and Risk Taking: How Narcissistic CEOs React to Their Successes and Stumbles. *Administrative Science Quarterly*, 56(2), 202-237.
- Coles, J. F., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431-468.

- Devers, C. E., Canella, A. A. Jr., Reilly, G. P., & Yoder, M. E. (2007). Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments. *Journal of Management*, 33(6), 1016-1072.
- D'Souza, M. F., Aragão, I. R. B. N., & De Luca, M. M. M. (2018). Analysis of the Occurrence of Machiavellian and Narcissistic Discourse in the Management Reports of Firms Involved in Financial Scandals. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 12(3), 385-404.
- D'Souza, M. F., & Lima, G. A. S. F. (2021). Narcissism, risk and uncertainties: analysis in the light of prospect and fuzzy-trace theories. *RAUSP Management Journal*, 56(1), 129-147.
- D'Souza, M. F., Lima, G. A. S. F., Jones, D. N., & Carré, J. R. (2019a). Do I win, does the company win, or do we both win? Moderate traits of the Dark Triad and profit maximization. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 123-138.
- D'Souza, M. F., Oliveira, M. L. S., Almeida, J. S. C., & Natividade, D. S. (2019b). I can, you can, I can more: narcissism and power. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 13(2), 157-174.
- Gao, H., & Li, K. (2015). A comparison of CEO pay-performance sensitivity in privately-held and public firms. *Journal of Corporate Finance*, 35, 370-388.
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2011). Overconfidence, compensation contracts and capital budgeting. *Journal of Finance*, 66(5), 1735-1777
- Gruda, D., McCleskey, J., Karanatsiou, D., & Vakali, A. (2021). I'm simply the best, better than all the rest: Narcissistic leaders and corporate fundraising success. *Personality and Individual Differences*, 168(1), 1-16.
- Ham, C., Seybert, N., & Wang, S. (2018). Narcissism is a bad sign: CEO signature size, investment, and performance. *Review of Accounting Studies*, 23(1), 234-264.
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *The Academy of Management Review*, 32(2), 334-343.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *The Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Humphery-Jenner, M., Lisic, L. L., Nanda, V., & Silveri, S. D. (2016). Executive overconfidence and compensation structure. *Journal of Financial Economics*, 119, 533-558.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Kim, B., Lee, S., & Kang, K. H. (2018). The moderating role of CEO narcissism on the relationship between uncertainty avoidance and CSR. *Tourism Management*, 67, 203-213.
- Leone, A. J., Wu, J. S., & Zimmerman, J. L. (2006). Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 167-192.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Merhebi, R., Pattenden, K., Swan, P. L., & Zhou, X. (2006). Australian chief executive officer remuneration: pay and performance. *Accounting and Finance*, 46(3), 481-497.
- Olsen, K. J., Dworkis, K. K., & Young, S. M. (2014). CEO narcissism and accounting: A picture of profits. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 243-267.
- O'Reilly, C. A., Doerr, B., Caldwell, D. F., & Chatman, J. A. (2014). Narcissistic CEOs and executive compensation. *The Leadership Quarterly*, 25(2), 218-231.
- Ozkan, N. (2011). CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data. *European Financial Management*, 17(2), 260-285.
- Plöckinger, M., Aschauer, E., Hiebl, M. R. W. and Rohatschek, R. (2016). The influence of individual executives on corporate financial reporting: a review and outlook from the perspective of upper echelons theory. *Journal of Accounting Literature*, 37, 55-75.
- Raskin, R. N., & Hall, C. S. (1979). A narcissistic personality inventory. *Psychological Reports*, 45(2), 590.
- Raskin, R. N., & Shaw, R. (1988). Narcissism and the use of personal pronouns. *Journal of Personality*, 56(2), 393-404.
- Reina, C. S., Zhang, Z., & Peterson, S. J. (2014). CEO grandiose narcissism and firm performance: The role of organizational identification. *The Leadership Quarterly*, 25(5), 958-971.
- Rozenbaum, O. (2017). EBITDA and Managers' Investment and Leverage Choices. *Contemporary Accounting Research*, 36(1), 513-546.
- Sloan, R. G. (1993). Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 55-100.
- Smith, M. B., Hill, A. D., Wallace, J. C., Recendes, T., & Judge, T. A. (2017). Upsides to Dark and Downsides to Bright Personality: A Multidomain Review and Future Research Agenda. *Journal of Management*, 44(1), 191-217.
- Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P., & Gomez-Mejia, L. R. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, 26(2), 301-339.
- Urban, D. (2019). The effects of culture on CEO power: Evidence from executive turnover. *Journal of Banking & Finance*, 104, 5-69.
- Van Essen, M., Otten, J., & Carberry, E. J. (2015). Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*, 41(1), 164-202.

## FINANCIAMENTO

Este estudo foi parcialmente financiado pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes) – Código Financeiro 001.