

Perfil de Agenciamento dos *Chief Executive Officers* de maior sucesso no Brasil: o caso Forbes e a relação com remuneração executiva

ALEXANDRE SILVA DE OLIVEIRA

Universidade Federal do Pampa

IGOR BERNANRDI DE SONZA

Universidade Federal de Santa Maria

MARTA VON ENDE

Universidade Federal de Santa Maria

RESUMO

Este trabalho objetiva analisar o perfil de agenciamento dos *Chief Executive Officers* (CEOs) de maior sucesso no mercado Brasileiro segundo a classificação FORBES. A base teórica que fundamenta o trabalho é a teoria do Valor Econômico Criado (*VEC*) de Malvessi (2001). Como metodologia busca-se replicar o procedimento descrito pela revista para premiar os agraciados no ano de 2019, com a utilização do Valor Econômico Criado (*VEC*), do ano de 2018 e do valor médio do *VEC* entre 2010 e 2018. Também trata os dados em painel para análise da relação entre a remuneração dos executivos e o *VEC*. Na validação os resultados das empresas ativas na Bovespa, totalizando 417 empresas, são analisados durante o mesmo período. Apesar dos premiados serem profissionais experientes e qualificados, os resultados não confirmaram o ranqueamento estabelecido pela Forbes e apontam que a remuneração dos executivos não é uma boa variável para explicar o desempenho das empresas no *VEC*. Este trabalho contribui para a literatura e para a prática, uma vez que não se encontram trabalhos publicados, avaliando a transparência e confiabilidade das premiações e ranqueamento do desempenho dos profissionais do mercado.

Palavras-chave: Desempenho; Perfil; Remuneração.

AGENCY PROFILE OF THE MOST SUCCESSFUL CHIEF EXECUTIVE OFFICERS (CEOs) IN THE BRAZILIAN MARKET

ABSTRACT

This work aims to analyze the agency profile of the most successful Chief Executive Officers (CEOs) in the Brazilian market according to the FORBES classification. The theoretical basis underlying the work is Malvessi's (2001) theory of Created Economic Value (VEC). As a methodology, we seek to replicate the procedure described by the magazine to award winners in 2019, using the Created Economic Value (VEC), for the year 2018 and the average value of the VEC between 2010 and 2018. panel data to analyze the relationship between executive compensation and VEC. In the validation, the results of the companies active on Bovespa, totaling 417 companies, are analyzed during the same period. Despite the awardees being experienced and qualified professionals, the results did not confirm the ranking established by Forbes and point out that executive compensation is not a good variable to explain the performance of

companies in the VEC. This work contributes to the literature and to practice, since there are no published works, evaluating the transparency and reliability of awards and ranking the performance of market professionals.

Key-words: Performance; Profile; Compensation.

1. INTRODUÇÃO

A motivação para a execução deste trabalho é a admiração, que como pesquisadores em finanças, se possui por *Chief Executive Officers* (CEOs) de sucesso no mercado empresarial. Ao longo dos anos acompanhamos as divulgações de executivos premiados pela Forbes e sempre houve o interesse em conhecer melhor o processo de mensuração destes executivos, com a ideia de aprender com a mimetização de suas ações.

O tema de pesquisa desenvolvido é o perfil de Agenciamento dos CEOs de maior sucesso. A delimitação do tema é o perfil de Agenciamento dos CEOs de maior sucesso no Brasil, segundo a classificação Forbes.

O problemas de pesquisa, assim, é qual o perfil de agenciamento dos CEOs de maior sucesso no Brasil?

O Objetivo geral é analisar o perfil de agenciamento dos CEOs de maior sucesso no mercado Brasileiro segundo a classificação FORBES. Os objetivos específicos são: 1) Identificar sua classificação, se principais ou agentes, conforme Teoria da Agências; 2) Descrever o perfil profissional desses CEOs; 3) Identificar a relação entre os gastos de gestão e o desempenho da organização destes CEOs; 4) Analisar o valor da estrutura de gestão dos executivos em termos de despesas; e 5) Analisar a correlação entre os benefícios destes CEOs e os resultados das empresas desta população de maior valor.

A hipótese central é que o Resultado das empresas é positivamente correlacionado com os custos de agenciamento.

A justificativa de adoção da estratégia do artigo é a criação de parâmetros para utilização como benchmarking por parte de outros CEOs para balizarem suas estratégias gerenciais, bem como desempenha a mesma função para geração de estratégias por parte da governança das corporações e, de forma, mais abrangente, por todos os *stakeholders*, tendo como teoria de fundamento a Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976).

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Esta revisão foi realizada como base nas plataformas Web of Science e Scopus (Elsevier) com as palavras chaves “*economic value created*” e “*company results and agent remuneration – Chief Executive Officer (CEO)*”. A primeira pesquisa retornou 1512 artigos na web of science e 1494 na scopus. A segunda pesquisa retornou 19 trabalhos na *web of Science* e 16 trabalhos na *scopus*, respectivamente, delimitados à área de economia e gestão.

Além destas plataformas foram coletados artigos e teses pelo algoritmo do Google e do Google Acadêmico, sendo selecionadas 1 tese e 1 dissertação sobre Valor Econômico Criado (VEC), três artigos publicitários e 4 artigos científicos nacionais.

A seguir, são apresentados os resultados da pesquisa bibliográfica, a começar com o *VEC* e, em seguida, a correlação entre resultado das companhias e a remuneração dos agentes.

2.1 Valor Econômico Criado

Valor Econômico Criado (*VEC*) é uma metodologia de cálculo do desempenho empresarial na agregação de valor aos acionistas, que foi adotada pela Fundação Getúlio Vargas e como medida padrão, no Brasil, pela revista Forbes, a partir do trabalho de Malvessi (2001).

O *VEC* foi introduzido com Stewart (1991) com as sigla *EVA – Economic Value Added*, juntamente com o conceito de *MVA – Market Value Added*.

Porém, já em 1966 já haviam trabalhos tangenciando o conceito, Posthuma (1966). E o maior número de trabalhos publicados foi em 2019, 137, segundo a base de dados Scopus, Gráfico 1.

Criar valor para os acionistas “é no mínimo manter e preservar o capital investido”, Malvessi (2020, p.1). Representa um índice que relaciona o Retorno sobre o capital Investido (*ROIC – Return On Invested Capital*) e o Custo de Capital da Empresa (*WACC – Weighted Average Cost of Capital*). Se a relação for maior do que 1 ocorre criação de valor, do contrário destruição de valor.

Alguns dos trabalhos recentes que pode-se mencionar são Broeke e Pararoidamis (2021).

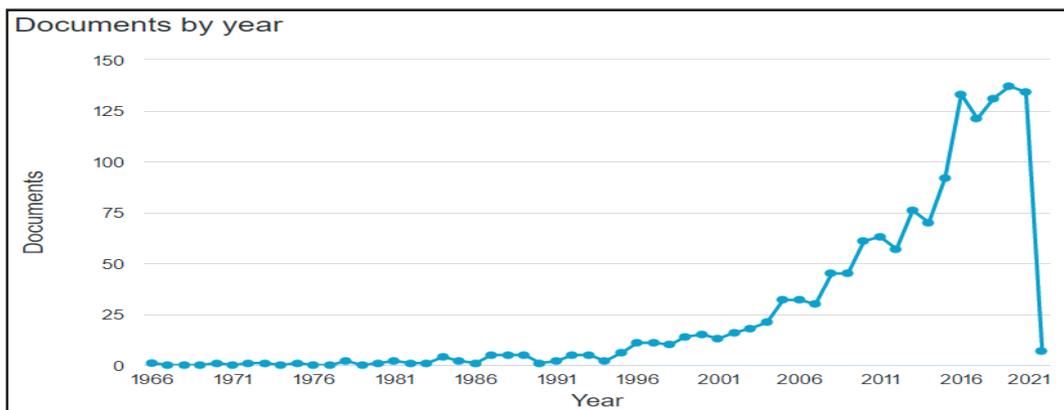


Gráfico 1: Número de publicações anuais envolvendo Economic Value Criado na base Scopus, com filtro em economia e gestão.

As expressões mais utilizadas nos trabalhos encontrados na revisão sistemática são: custos, empreendedorismo, redes de trabalho, China, dinheiro, lucro e emprego, conforme apresenta a Figura 1.

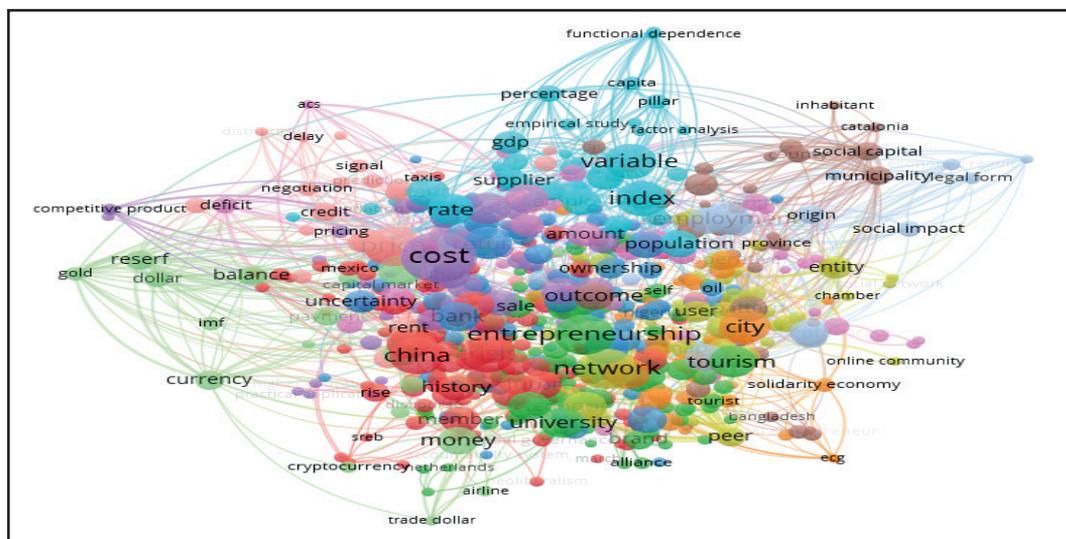


Figura 1: Expressões mais usuais nos trabalhos relacionados a resultado das empresas e remuneração dos CEOS.

2.2 Resultado da Empresa e remuneração dos executivos

Em revisão sistemática realizada, encontraram-se duas dezenas de trabalhos relacionando o resultado das empresas com a remuneração dos CEOS, tais como, Abula (2014), Bussin e Blair (2015), Tarkovska (2017), Kirsten e Du Toit (2018), Kanapathippillai, Gul, Mihret, e Muttakin, (2019), Šindelář e Budinský (2019).

Abula (2014) encontrou forte correlação entre a remuneração dos CEOs e a performance das empresas no mercado Chinês, especialmente nas empresa de propriedade estatal. Šindelář e Budinský (2019) encontraram relação significativa entre a remuneração comissionada e o retorno dos investimentos na Europa Central.

Bussin e Blair (2015) e Kirsten e Du Toit (2018) encontraram relação significativa entre a remuneração dos executivos e a performance das companhias do mercado Sul-Africano. Tarkovska (2017), analisando as empresas listadas na Bolsa de Londres (London Stock Exchange) encontraram forte relação entre o valor da empresa e a remuneração dos CEOs no Reino Unido. E Kanapathippillai, Gul, Mihret, e Muttakin (2019) encontraram robusta relação entre o fluxo de caixa dos CEOs e a performance das empresas Australianas.

No Brasil encontra-se trabalhos como os de Funchal e Terra (2006), Oliva e Albuquerque (2006), Nascimento, Neto, Cunha, e Dias (2013) e Theiss e Beuren (2014). Funchal e Terra (2006) analisaram 67 empresas listadas no relatório 20-F submetido à *United States Securities and Exchange Commission*, em 2002, que emitiram *American Depositary Receipts (ADRs)*, representantes da América-Latina (Argentina, Brasil, Chile e México), não encontrando relação entre o desempenho da empresa e da governança corporativa com a remuneração dos executivos. Já o trabalho de Oliva e Albuquerque (2006), analisando as empresas que aderiram às novas regras de governança (nível 1, nível 2 e novo mercado) deixaram como contribuição que a remuneração dos CEOS é preponderantemente variável, das quais

as empresas utilizam, também, compra de bônus, outorga de opções e o pagamento de luvas, o que, de certa forma, vai de encontro aos resultados de Funchal e Terra.

Nascimento, Neto, Cunha e Dias (2013), analisaram 3 amostras de empresas brasileiras, entre 2007 e 2009, divididas entre aquelas que fornecem opções de ações e aquelas que não fornecem, não encontrando diferenças significativas na remuneração dos CEOs e desempenho das empresas, entre estes dois grupos. E Theiss e Beuren (2014) encontraram que a remuneração dos CEOs das empresas cujo controle é realizado por acordo entre acionistas, é maior do que das empresas de controle familiar.

Pelos trabalhos analisados, o mercado brasileiro não apresenta a mesma relação entre a remuneração dos CEOs e o desempenho da empresa, como se vê no resto do mundo.

O Quadro 1 sintetiza os resultados dos trabalhos revisados. Além deles, outros sobre informação imperfeita, assimetria informacional e seleção adversa são citados nos resultados.

Quadro 1: Resumo dos trabalhos referenciados.

ANO	AUTOR	TEMA	MÉTODO	RESULTADOS
1976	Jensen e Meckling	Teoria da Agência	Ensaio teórico.	Os custos de agência são reais como quaisquer outros custos.
2006	Funchal e Terra	Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Governança Corporativa.	Estudo Empírico em Empresas Latino-Americanas. Regressão <i>Cross Section</i> de amostra de 67 empresas da Argentina, Brasil, Chile e México que emitiram ADRs extraída do relatório 20-F em 2002.	O desempenho da empresa e a governança corporativa não são variáveis influentes na remuneração executiva.
2006	Oliva e Albuquerque	Programa de remuneração das empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança da Bovespa.	Método exploratório e descritivo das empresas que aderiram ao níveis diferenciados (nível 1, nível 2 e novo mercado).	Comportamento variável da remuneração executiva e modal na do conselheiro.
2013	Nascimento, Neto, Cunha, e Dias	Teoria da Agência e remuneração de executivos: influência do uso de <i>stock options</i> no desempenho das empresas brasileiras.	Análise do desempenho de empresas amostras: 265, 252 e 263 empresas de 2007, 2008 e 2009, divididas entre empresas com e sem <i>stock options</i> e aplicação do teste de diferença de médias.	Não havia diferença significativa na remuneração dos dois grupos de empresas, com e sem concessão de opções de ações.
2014	Abula	Correlação entre a remuneração dos executivos e a performance das empresas.	Companhias listadas na China entre 2010 e 2012	Diferenças de remuneração entre as empresas estatais e privadas e entre as regiões oeste, centro e leste do país. As empresas com alta performance apresentam altas remunerações, sendo mais evidente nas estatais.

ANO	AUTOR	TEMA	MÉTODO	RESULTADOS
2014	Theiss e Beuren	O acionista controlador e a remuneração dos executivos nas empresas da BMFBovespa.	Análise documental de uma amostra de 172 companhias	Nas empresas em que o controle é formado por acordos de acionistas, a remuneração é maior do que as empresas de controle familiar.
2015	Bussin e Blair	Performance de diferentes indústrias e a remuneração dos CEOs	Dados em painel de 254 companhias Sul Africanas em 5 ramos industriais, entre 2008 e 2012.	Significância da relação entre remuneração e performance em 4 dos 5 ramos industriais.
2017	Tarkovska	Enlace entre o pagamento dos CEOs e o valor da empresa.	Análise das empresas não financeiras listadas na London Stock Exchange entre 1997 e 2010. Dados em painel e dinâmico GMME (<i>Generalized method of moments estimator</i>)	Forte relação entre a remuneração dos CEOs e a performance das empresas do Reino Unido.
2018	Kirsten e Du Toit	Relação entre remuneração e performance financeiras das companhias.	Regressão GLS (Generalized Least Square) e Pearson correlação entre remuneração e performance de 42 companhias da Bolsa de Johannesburg, de 2006 a 2015.	Relação significativa entre a maximização da riqueza dos acionistas e a remuneração dos agentes.
2019	Kanapathipillai, Gul, Mihret, e Mutakin	Compensação do Comitê, pagamento do CEO e performance da empresa.	Amostra de 5303 empresas listadas na Austrália entre 2005 e 2015.	Influência da ação dos comitês e compensação financeira dos CEOs contribuem para o surgimento de problemas de agência, existindo robusta relação entre o pagamento dos CEOs e a performance das empresas.
2019	Šindelář e Budinský	Influência da remuneração comissionada no retorno dos investidores	Modelo linear de efeitos mistos aplicado a 2066 negociações de 8 empresas de diferentes portes e estruturas da Europa Central, entre 2007 e 2018.	Relação significativa entre a remuneração comissionada e o retorno dos investimentos.
2019	Violante, Galina, Dantas, Bernardo, Teixeira, Duarte e Ney	Ranking de melhores CEOs do Brasil	Metodologia VEC da FGV	Ranqueamento dos 15 CEOs com melhor valorização empresarial.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Trata-se de uma pesquisa descritiva que busca descrever o perfil de agenciamento dos CEOs de maior sucesso do Brasil, conforme a Forbes em 2019. Tal tipo de pesquisa busca analisar as características de uma população, para apontar relações entre as variáveis em estudo e proporcionar uma nova visão sobre a realidade existente, delineando o que é, conforme Marconi e Lakatos (2017).

Os dados foram coletados através dos dados publicados pela revista Forbes sobre o perfil dos CEOs de maior sucesso do Brasil, dados das empresas coletados na plataforma Economática e dados de governança apresentados pela Comissão de Valores Mobiliários do Brasil (CVM).

A amostra foi obtida conforme a aplicação da metodologia *VEC* – Criação de Valor, do Programa C-Level/CEO da Fundação Getúlio Vargas, em parceria com a Forbes, sendo composta pelos 15 CEOs mais valorizados no último levantamento com a aplicação desta técnica, que foi em 2019. A amostra está apresentada no Quadro 2.

Quadro 2: Amostra utilizada.

	CEO	EMPRESA
1	Alexandre Birman	Arezzo&Co (ARZZ)
2	Carlos Affonso Seigneur D'albuquerque	Valid (VLID)
3	Eduardo Silva Logemann	Slc (SLCE)
4	Eugênio Mattar	Localiza (RENT)
5	Francisco Ivens Dias Branco Jr.	M. Dias Branco (MDIA)
6	Frederico Trajano	Magazine Luiza (MGL)
7	Gilson Finkelsztain	B3 (B3SA)
8	Harry Schmelzer Jr.	Weg (WEGE)
9	Marcílio Pousada	Grupo Raia Drogasil (DROG)
10	Raul Leite	Taesa (TAEE)
11	Rodrigo Bacellar	Odontoprev
12	Ana Paula Assis	Ibm (IBMB)
13	Cristina Palmaka	Sap (SAP)
14	Denise Santos	BP – Beneficiência Portuguesa de SP
15	Monica Herrero	Stefanini Brasil

No tratamento dos dados são utilizadas planilhas eletrônicas e o Software *R*. São feitas a análise descritiva do perfil profissional dos CEOs, com histogramas de frequência, média e desvio padrão das estruturas de governança das empresas e regressão linear simples entre o resultado das empresas e os custos de agenciamento dos CEOs.

As variáveis do perfil são idade *Id*, formação *Fo*, tempo de experiência *Ex* e classificação se agente *Ag* ou principal *Pr* (executivo contratado sem propriedade ou executivo proprietário, respectivamente).

O *VEC* é a razão entre o *ROIC* e o *WACC*. O *ROIC* é calculado considerando a razão entre o Lucro Líquido do período *LL* e o Patrimônio Líquido *PL* no final do período, Equação 1. O modelo conceitual do *WACC* utiliza para a mensuração do custo do capital próprio os modelos do *CAPM* (*Capital Asset Price Model*) ou de Gordon de taxa de crescimento constante. Aqui, utiliza-se o *ROI* e os pagamentos reais de dividendos por ação, *Payout*. Isso por entender-se ser mais adequado, uma vez que não se está fazendo previsões, mas uma análise real de dados passados. O *WACC* é estimado considerando a

soma dos custos de Capital de Terceiros CCT e de Patrimônio CP , Equação 2, obtidos pela multiplicação entre a proporção dos Capitais de Terceiros $\%CT$ e de Patrimônio, a valor de mercado, $\%P$, Equações 3 e 4; pelos custos de capitais respectivos, K_d e K_e . Os valores de $\%CT$ e $\%P$ são estimados pelas Equações 5 e 6. Os custos de capitais são estimados pela razão entre as despesas financeiras DF somadas aos custos de participações em debêntures De , no numerador, e os Capitais de Terceiros VCT , no denominador, e a razão entre os Lucro Líquido LL e o Patrimônio Líquido PL ou ROI , considerado aqui, como uma proxy do próprio custo do capital próprio, Equações 7 e 8, do Quadro 3.

Quadro 3: Variáveis, sinais e Equações para cálculo do VEC.

Variável	Descrição	Sinal	Equação
$ROIC_{i,t}$	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	+	$ROIC_{i,t} = LL_{i,t}/PL_{i,t}$, (1)
$LL_{i,t}$	Lucro Líquido	+	
$PL_{i,t}$	Patrimônio Líquido	-	
$WACC_{i,t}$	Custo Médio Ponderado de Capital	-	$WACC_{i,t} = CCT_{i,t} + CP_{i,t}$, (2)
$CCT_{i,t}$	Custo de Capital de Terceiros Ponderado	-	$CCT_{i,t} = K_{di,t} \cdot \%CT_{i,t}$, (3)
$CP_{i,t}$	Custo de Capital Próprio Ponderado	-	$CP_{i,t} = K_{ei,t} \cdot \%P_{i,t}$, (4)
$\%CT_{i,t}$	Ponderação do Custo de Capital de Terceiros	-	$\%CT_{i,t} = D_{i,t}/(D_{i,t} + E_{i,t})$, (5)
$\%P_{i,t}$	Ponderação do Custo de capital Próprio	-	$\%P_{i,t} = E_{i,t}/(D_{i,t} + E_{i,t})$, (6)
$K_{di,t}$	Custo de Capital de Terceiro	-	$K_{di,t} = (DF_{i,t} + De_{i,t})/CT_{i,t}$, (7)
$\%CT_{i,t}$	Ponderação do Custo de Capital de Terceiros	-	
$DF_{i,t}$	Despesas Financeira	-	
$De_{i,t}$	Debêntures	-	
$K_{ei,t}$	Custo de Capital Próprio	-	$K_{ei,t} = LL_{i,t}/PL_{i,t}$, ou $K_{ei,t} =$ $Dividendos_{i,t}/PL_{i,t}$ (8)

em que as dívidas D e os Capitais de Terceiros CT são iguais, uma vez que no balanço as contas já estão ajustadas a valor de mercado, e E é o valor do patrimônio da empresa a valor de mercado.

Os resultados dos *VEC* obtidos e a seleção dos CEOs levantados são comparados com os publicados pela Forbes/FGV.

Como forma de verificação da robustez dos resultado obtidos, outras duas variações de confirmação foram utilizadas. Na primeira, três restrições foram acrescentadas para a medição do valor adicionado: Lucro Líquido positivo, Patrimônio Líquido positivo e Índice de Tobin Q maior que 1, ou valor de mercado maior que o valor patrimonial. Na segunda, o custo do capital próprio foi recalculado considerando-se a razão entre os dividendos pagos no período pelo valor de mercado da ação no final do exercício. Não fora considerada a taxa de crescimento constante de Gordon por entender que não se trata de previsão, mas sim de análise de dados passados, cujo valor real do custo do capital próprio no período é o que se deseja identificar.

Os dados também são tratados em painel (*pooling*, efeitos fixos e aleatórios), re-gredindo como variável dependente o *VEC* e como variável independente a remuneração dos executivos *Rem*, Equação 9, oriundos do último Formulário de Referência da CVM de 2019, de 11 empresas premiadas num total de 44 observações empresas-ano (4 empresas premiadas não foram encontrados os formulários de referência, nem em suas páginas de relações com investidores):

$$VEC_{i,t} = \beta Rem_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (9)$$

Como validação dos resultados é analisada a correlação entre a amostra dos 15 CEOs da Forbes/FGV e as despesas Administrativas *DAdm*, oriundos do Economática, e rodada uma nova regressão em painel, tendo como variável independente *DAdm* para todas as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo B3, considerando o período de 2010 até 2018, quando o padrão das demonstrações financeiras passou a ser o *International Financial Reporting Standards* IFRS e também porque é o período utilizado como confirmação dos resultados pela Forbes, totalizando 417 ativos e 4076 observações empresas-ano.

A regressão linear tem como variável dependente o *VEC* e como variável independente uma *proxy* dos custos de agenciamento, que são as despesas administrativas (*DAdm*), conforme Equação (10):

$$VEC_{i,t} = \beta DAdm_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (10)$$

em que *i* é a empresa e *t* é o período de tempo, que vai do início da gestão do executivo até 2018, β o parâmetro da regressão e ε é o erro.

Os testes realizados são os testes *t* e *F* da regressão, a análise dos coeficientes de correlação ρ e de determinação R^2 e os testes de Heterocedasticidade de Breush-Pagan e de ajustamento dos modelos de efeitos fixos e aleatório de Hausman.

Ainda para comprovar a robustez dos resultados, é feita a análise de sensibilidade aos efeitos: tamanho da empresa, setor, efeitos fixos temporais da Remuneração defasada

em n períodos 1 e 2, efeitos temporais defasado em n períodos 1 e 2 e a alavancagem total, dada pela multiplicação entre a alavancagem operacional e a financeira, conforme a Equação (11):

$$VEC_{i,t} = \beta_1 Rem_{i,t} + \beta_2 AT_{i,t} + \beta_3 Setor_i + \beta_4 Rem_{i,t-1} + \beta_5 Rem_{i,t-2} + \beta_4 VEC_{i,t-1} + \beta_5 VEC_{i,t-2} + \beta_6 AIO_{i,t} \cdot ALF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (11)$$

E com o objetivo de verificar a relação de dependência da Remuneração ao VEC, as variáveis dependentes e independentes foram invertidas e repetidos os cálculos, conforme a Equação (12):

$$Rem_{i,t} = \beta_1 VEC_{i,t} + \beta_2 AT_{i,t} + \beta_3 Setor_i + \beta_4 VEC_{i,t-1} + \beta_5 VEC_{i,t-2} + \beta_4 Rem_{i,t-1} + \beta_5 Rem_{i,t-2} + \beta_6 AIO_{i,t} \cdot ALF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (12)$$

O mesmo procedimento é feito para a amostra de validação, conforme as Equações (13) e (14):

$$VEC_{i,t} = \beta_1 DAdm_{i,t} + \beta_2 AT_{i,t} + \beta_3 Setor_i + \beta_4 DAdm_{i,t-1} + \beta_5 DAdm_{i,t-2} + \beta_4 VEC_{i,t-1} + \beta_5 VEC_{i,t-2} + \beta_6 AIO_{i,t} \cdot ALF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (13)$$

$$DAdm_{i,t} = \beta_1 VEC_{i,t} + \beta_2 AT_{i,t} + \beta_3 Setor_i + \beta_4 VEC_{i,t-1} + \beta_5 VEC_{i,t-2} + \beta_4 DAdm_{i,t-1} + \beta_5 DAdm_{i,t-2} + \beta_6 AIO_{i,t} \cdot ALF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (14)$$

4. RESULTADOS

A seguir é apresentado a análise descritiva, a replicação da pesquisa Forbes e a análise da relação entre o *VEC* e a remuneração da administração.

4.1 Análise Descritiva

As análises descritivas dos dados corporativos mostraram problemas de *disclosure* e *compliance* nas informações. Como pode-se citar dados de remuneração divulgados no Formulário de Referência divergentes, entre uma divulgação e outra, para um mesmo período, na empresa Localiza. Também, informações divergentes entre as divulgadas pela Forbes e os Formulários de Referência: na Arezzo o CEO não divulga sua formação explicitamente (no Formulário de referência aparece graduado pela FUMEC/BH e na Forbes apenas designer); na Empresa Magazine Luiza (local de formação do dirigente, uma na Universidade de Stanford e outra na de Berkley, respectivamente), e nas empresa Dias Branco e SLC agrícola, em que as pessoas premiadas ocupam o cargo de Diretor Presidente invés de Diretor Executivo (CEO). Na Dias Branco o Diretor Presidente nem mesmo é citado na composição e experiência da Estrutura de Administração. Além de encontrarmos informações também divergentes e desatualizadas entre o site da empresa, o Formulário de

Referência e os dados da Forbes. Com sinais de informação imperfeita e assimetria informacional, que corroboram com trabalhos como os de Stiglitz e Weiss (1981), Milgrom e Robert (1987), Hermelin e Weisbach (2012) e Billet e Garfinkel (2017).

Para análise da remuneração é utilizada a remuneração total, incluindo a remuneração dos executivos e do conselho de diretoria, quando seria necessário fazer a separação entre os mesmos. No entanto, como comentado, alguns dos executivos premiados pela Forbes fazem parte da diretoria, sem serem mencionados como membros do conselho de administração, no ano de 2019, pelo Formulário de Referência, como os casos dos representantes premiados da Dias Branco, B3, Weg e Odontoprev.

Os dados de remuneração dos CEOs premiados pela Forbes, representantes das empresas IBM, SAP, BP e Stefanini Brasil não foram localizados nas fontes disponíveis elencadas na forma de coleta de dados, sendo apresentado dados informativos divulgados apenas pela própria Forbes, entidade premiadora.

O Quadro 4 apresenta o perfil dos CEOs premiados pela Forbes em 2019. A Moda estatística é desempenhar somente a função de Diretor Presidente e assumir o cargo em 2013. Possuem formação superior: 7 Engenheiros, 3 Administradores, 1 Economista, 1 Contador, 1 Cientista da Computação, 1 Matemático e 1 com Ensino Médio completo. A Moda também é pós-graduação, no exterior, ligado a gestão, sendo 5 deles classificados de acordo com a Teoria da Agência, em Principais, com Mediana na 2º Geração; e 10 deles são Agentes profissionais contratados. Possuem, em média, 29 anos de experiência e 54 anos de idade, desconsiderando os dados NA (Não Apresentados pelas empresas).

Analizamos a remuneração da estrutura administrativas das corporações, de 2016 a 2019. Esse período é o apresentado devido ser o disponível no Formulário de referência, que apresenta dados de 4 anos consecutivos. A remuneração total, o número de diretores, a remuneração dos conselhos de Administração e o número de conselheiros A empresa com maior remuneração por diretor é a B3SA, com R\$ 21.666.239,00 de custo anual médio por diretor. A empresa com maior número de diretores é a Weg, com 14 diretores. A empresa que melhor remunera os conselheiros é a Odontoprev, R\$ 939.279,90 por conselheiro e a que possui mais conselheiros é a Taesa, com 22 conselheiros.

Quadro 4: Perfil dos CEOs premiados pela Forbes, no Brasil, em 2019.

n.	Firma	Nome	Cargo em 2019	Pos.	Exp.	Nascim.	Id.	Formação	Local	Tipo	Ger.
1	ARZZ	Alexandre Café Birman	Diretor Presidente	2013	20	01/08/1976	44	Técnico Médio, Graduado FUMEC e participante do Owners and President Management Program	Itália, BH-FUMEC e Harvard	Principal	2º
2	VLID	Carlos Afonso Seigneur D'albuquerque	Diretor Presidente	2015	25	20/01/1968	52	Economista e MBA em Finanças IBMEC e Especialização Gestão Harvard	PUCRJ, IBMEC e Harvard	Agente	
3	SLCE	Eduardo Silva Logemann	Conselheiro da Adm.	1987	59	28/07/1950	67	Engenheiro Mecânico	PUCRS	Principal	3º
4	RENT	Eugênio Mattar	Diretor Presidente e Conselheiro da Adm.	2013	47	08/01/1953	66	Engenheiro Civil		Principal	1º
5	MDIA	Francisco Ivens Dias Branco Jr.	Diretor Presidente e Conselheiro	2006	44	08/09/1964	55	Ensino médio e 2 anos incompletos de Administração		Principal	3º
6	MGLU	Frederico Trajano	Diretor Presidente	2016	9	25/03/1976	43	Administrador e Especialista	FGV e Stanford, trabalhou no Deutsche Bank	Principal	2º
7	B3SA	Gilson Finkelstain	Diretor Presidente	2017	25	22/12/1972	48	Engenheiro Civil - Forbes, de Produção no Formulário	PUCRJ	Agente	
8	WEGE	Harry Schmelzer Jr.	Diretor Presidente/ Superint.	2008	37	12/07/1958	62	Engenheiro Eletricista e Pós em Adm.	Joinville, Esag, Dom Cabral aulas na Kellogg School of Management, da Northwestern University, nos Estados Unidos, na francesa Insead e na suíça IMD International.	Agente	
9	DROG	Maurício D'Amico Pousada	Não está mais no cargo	2013	27	02/08/1953	67	Administração	FAAP	Agente	
10	TAEF	Raul Lycurgo Leite	Não está mais na empresa	2017	20	21/04/1974	45	Direito e Mestre	Washington College of Law	Agente	
11	ODPV	Rodrigo Bacellar	Diretor Presidente/ Sup.	2016	25	02/07/1975	45	Engenheiro Civil e MBA Marketing e Finanças	UFRJ e MBA Inglaterra	Agente	
12	IBM	Ana Paula Assis	COO	2017	25	-	-	Ciência da Computação e MBA em Administração	UFG e Fundação Dom Cabral	Agente	
13	SAP	Cristina Palmaka	CEO	2013	35	-	-	Ciências Contábeis e MBA e extensão	UT University	Agente	
14	BP	Denise Santos	CEO	2013	-	-	-	Engenharia Elétrica e pós em Administração e MBA	University of Toronto e professora FGV	Agente	
15	Stef. Brasil	Monica Herrero	CEO	2013	32	-	54	Matemática e pós em Administração	PUC SP e FGV	Agente	
ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS: MODA E MÉDIAS				2013	29		54	ENGENHEIRO	PÓS EM GESTÃO NO EXTERIOR	AGENTE	

A Tabela 1 expõe a análise descritiva. A média de anual é de R\$ 11.115.153,18 de remuneração per capta aos diretores e de R\$ 985.534,94 per capta aos conselheiros. As Medianas são R\$ 6.331.722,32 e R\$ 585.462,14, respectivamente aos diretores e conselheiros. Os desvios padrão são de R\$ 12.594.698,30 e de R\$ 1.078.620,55. As menores remunerações são de R\$ 497.667,71 e R\$ 40.611,77, para diretores e conselheiros, respectivamente a SLC, em 2016 e Valid, em 2018.

Tabela 1: Análise Descritiva da Remuneração da Administração das empresas com CEOs premiados pela Forbes em 2019. Remuneração Total da Administração per capta por diretor e remuneração total do Conselho de Administração per capta por conselheiro.

Análise Descritiva		
	Diretoria	Conselho
Média	11158153,18	985534,1938
Erro padrão	1898722,21	162608,1662
Mediana	6331722,317	585462,1429
Modo	#N/D	#N/D
Desvio padrão	12594698,3	1078620,551
Variância da amostra	1,58626E+14	1,16342E+12
Curtose	5,812524965	9,147587527
Assimetria	2,274069663	2,781627842
Intervalo	61748222,89	5525313,23
Mínimo	497667,7133	40611,77
Máximo	62245890,61	5565925
Soma	490958739,8	43363504,53
Contagem	44	44

4.2 Replicação da metodologia Forbes

Considerando o resultado operacional médio, de 2010 a 2018, e somente de 2018, encontrados para o *VEC*, procedimento Forbes, na amostra dos premiados pela revista e na amostra de validação (todas as empresas listadas na B3), a classificação *C* dos CEOs seria alterada, conforme Tabela 2 a seguir, cujas novas empresas elencadas, restringimos apresentar abreviação.

Tabela 2: Classificação dos CEOS encontrada considerando como custo do capital próprio o próprio ROI.

Amostra Forbes (<i>VEC</i> dos 15 premiados em 2019)						Amostra de Validação (<i>VEC</i> empresas listadas)			
Original Forbes		Obtido com Média de 2010 a 2018		Obtido com dados Somente do ano de 2018		Obtido com Média de 2010 a 2018		Obtido com dados Somente do ano de 2018	
<i>C</i>	CEO da Empresa	CEO da Empresa	<i>VEC</i>	CEO da Empresa	<i>VEC</i>	CEO da Empresa	<i>VEC</i>	CEO da Empresa	<i>VEC</i>
1°	Arezzo (ARZZ)	AREZZ	1,35	RENT	1,38	CORR	61,43	CORR	581,61
2°	Valid (VLID)	RENT	1,33	TAE	1,30	BDLL	26,04	BDLL	247,90
3°	SLC (SLCE)	TAE	1,30	MGLU	1,14	PPAR	24,58	LTLA	178,25
4°	Localiza (RENT)	B3SA	1,11	SLCE	1,11	MAPT	17,93	INNT	53,23
5°	M. D.Br. (MDIA)	MDIA	1,07	B3SA	1,10	CALI	14,75	MAPT	40,23
6°	M. Luiza (MGL)	ODPV	1,05	ODPV	1,08	DMMO	12,25	DMMO	37,63
7°	B3 (B3SA)	VLID	1,03	MDIA	1,05	HAPV	11,90	MTRE	36,98
8°	Weg (WEGE)	WEGE	1,00	AREZZ	1,01	MMAQ	7,77	LTEL	22,82
9°	Drogasil (DROG)	MGLU	0,61	WEGE	1,00	MIUF	6,84	MMAQ	14,47
10°	Taesá (TAE)	SLCE	0,59	VLID	0,98	LTEL	6,65	PPAR	13,01

Pela amostra de validação, nenhuma das empresas com CEO premiados originalmente, seriam premiados, sendo o primeiro da lista divulgado a VALID na 27° colocação, entre todas as empresas listadas na Bovespa, contrariando Violante, Galina, Dantas, Bernardo, Teixeira, Duarte e Ney (2019).

4.2.1 Testes de Robustez

Considerando outras três restrições além da análise do *VEC*, tal como resultado positivo em 2018, valor de mercado maior que o valor patrimonial e patrimônio líquido positivo, com todas estas restrições as empresas com melhor desempenho são expostas na Tabela 3.

Tabela 3: Classificação das 10 primeiras empresas com maior *VEC*, restritas a Lucro em 2018, Patrimônio Líquido positivo em 2018 e Valor de mercado maior que o valor do Ativo Patrimonial em 2018.

Amostra de Validação (<i>VEC</i> empresas listadas)			
Obtido com Média de 2010 a 2018		Obtido com dados Somente do ano de 2018	
CEO da Empresa	<i>VEC</i>	CEO da Empresa	<i>VEC</i>
BRIV	14,42	PDTC	1,52
BSLI	8,73	BRDT	1,44
CRIV	7,89	RENT	1,38
BRSR	7,76	BAUH	1,37
BALM	7,76	PARD	1,18
JBDU	6,48	LREN	1,15
BSLI	5,18	RADL	1,14
BAZA	3,06	BBSE	1,12
AGRO	2,59	VULC	1,11
BRAP	2,36	ATOM	1,10

A Tabela 4 apresenta os resultados do VEC utilizando como mensuração do custo do capital próprio a razão entre os dividendos e o preço de mercado da ação, o qual chamaremos de VEC_2 .

Nessa situação, o valor do VEC_2 se alterou, apresentando empresas premiadas com valor menor que 1, ou seja, com perda de valor e não agregação de valor, novamente se distinguindo do resultado divulgado pela Forbes, com exceção do primeiro colocado, considerando a média do VEC de 2010 a 2018.

Tabela 4: Classificação dos CEOs, encontrada considerando como custo do capital próprio a razão entre os dividendos e o preço da ação ou Payout.

Amostra Forbes (VEC dos 15 premiados em 2019)					Amostra de Validação (VEC empresas listadas)				
Original Forbes		Obtido com Média de 2010 a 2018		Obtido com dados Somente do ano de 2018		Obtido com Média de 2010 a 2018		Obtido com dados Somente do ano de 2018	
C	CEO da Empresa	CEO da Empresa	VEC_2	CEO da Empresa	VEC_2	CEO da Empresa	VEC_2	CEO da Empresa	VEC_2
1°	Arezzo (ARZZ)	AREZZ	13,06	ODPV	21,85	USIM	47157,29	TCNO	123192,6
2°	Valid (VLID)	ODPV	7,87	ARZZ	10,14	TCNO	13845,67	PDTC	536,85
3°	SLC (SLCE)	MDIA	5,22	RENT	9,03	MERC	10037,15	BTTL	396,78
4°	Localiza (RENT)	RENT	4,55	MDIA	6,77	BMIN	2287,96	APER	206,66
5°	M. D.Br. (MDIA)	TAEF	4,25	WEGE	5,12	BAZA	664,42	AHEB	189,73
6°	M. Luiza (MGL)	WEGE	3,18	B3SA	2,58	PDTC	463,38	VVAR	170,82
7°	B3 (B3SA)	VLID	2,56	MGLU	2,56	BMIN	404,97	ETER	134,87
8°	Weg (WEGE)	B3SA	1,49	TAEF	1,95	SANB	208,33	DMMO	107,80
9°	Drogasil (DROG)	MGLU	1,27	VLID	1,54	APER	204,05	RNEW	100,71
10	Taesa (TAEF)	SLCE	0,59	SLCE	1,27	SANB	118,77	BBRK	80,29

Considerando as outras três restrições além da análise do VEC_2 , tal como resultado positivo em 2018, valor de mercado maior que o valor patrimonial e patrimônio líquido positivo, com todas estas restrições as empresas com melhor desempenho são expostas na Tabela 5.

Como observa-se, os dados obtidos pelo cálculo do VEC , com as 8 formas distintas, não reproduziram a classificação divulgada pela Forbes. As simulações apontaram para outras empresas, merecendo destaque a Padtec (PDTC) e a Tecnosolo (TCNO) que, entre as centenas operantes no mercado, apareceram em várias das 8 simulações de validação entre as primeiras com melhor VEC , independentemente da variação metodológica utilizada.

Isso reflete a necessidade de maior transparência por parte da Forbes, em detalhar a metodologia utilizada para determinar o VEC , uma vez que qualquer pequena alteração, reproduz resultados muito distintos, para possibilitar a perfeita replicação da pesquisa e resultado anunciado. Essa falta de transparência, pode gerar uma imagem de viés político e não técnico, na premiação dos executivos. Em verdade, a sistemática de premiação necessita de maior *disclosure*, seguindo as mesmas demandas do mercado.

Tabela 5: Classificação das 10 primeiras empresas com maior VEC_2 , restritas a Lucro em 2018, Patrimônio Líquido positivo em 2018 e Valor de mercado maior que o valor do Ativo Patrimonial em 2018.

Amostra de Validação (VEC empresas listadas)			
Obtido com Média de 2010 a 2018		Obtido com dados Somente do ano de 2018	
CEO da Empresa	VEC_2	CEO da Empresa	VEC_2
TCNO	13845,67	TCNO	123192,6
PDTC	463,38	PDTC	536,85
SANB	208,33	BTTL	396,78
APER	20405	APER	206,66
VULC	74,73	AHEB	189,73
PCAR	64,56	VVAR	170,80
FRIO	61,25	ETER	100,11
LIPR	60,96	DMMO	56,74
VVAR	50,88	RENEW	48,71
BTTL	48,82	WIZS	45,84

4.3 Análise de Relação entre o VEC e a remuneração da administração

A seguir, no Gráfico 2 é apresentada a relação entre o VEC e a remuneração dos executivos dos premiados pela Forbes. Das 11 empresas analisadas, a MGLU, a RENT, a SLC, a Valid e a Weg apresentam uma relação linear crescente. A remuneração da gestão da empresa campeão, a Arezzo, mostrou-se bastante inelástica.

Calculando-se a regressão dos dados em painel com dados empilhados, de efeitos fixos e aleatório obtivemos um valor de p não significativo na regressão do VEC em função da remuneração, Tabela 6. Reproduzindo as mesmas regressões utilizando o logaritmo do VEC e da Remuneração Total, as regressões passam a ter um valor p estatístico significativo ao nível de 10%, com leve melhor ajuste dos resultados no modelo de efeitos aleatórios. O coeficiente de Determinação R^2 de 7,1% mostra que há um baixo nível de explicação do VEC a partir da remuneração dos executivos.

O teste de Breush-Pagan aplicado ao modelo de empilhamento mostra não haver existência de heterocedasticidade, aceitando a hipótese nula, com valor de p de 17,33% nos resultados. No entanto, no Modelo com logaritmo há a existência de heterocedasticidade, com valor de p de 7,07%. E o teste de Hausman mostrou que o modelo de efeitos fixos mostra-se inconsistente relativamente ao modelo de efeitos aleatórios, ao aceitar a hipótese nula com valor de p de 37,69% e 51,77%, apontando que os modelos de efeitos aleatórios melhor se ajustam aos dados.

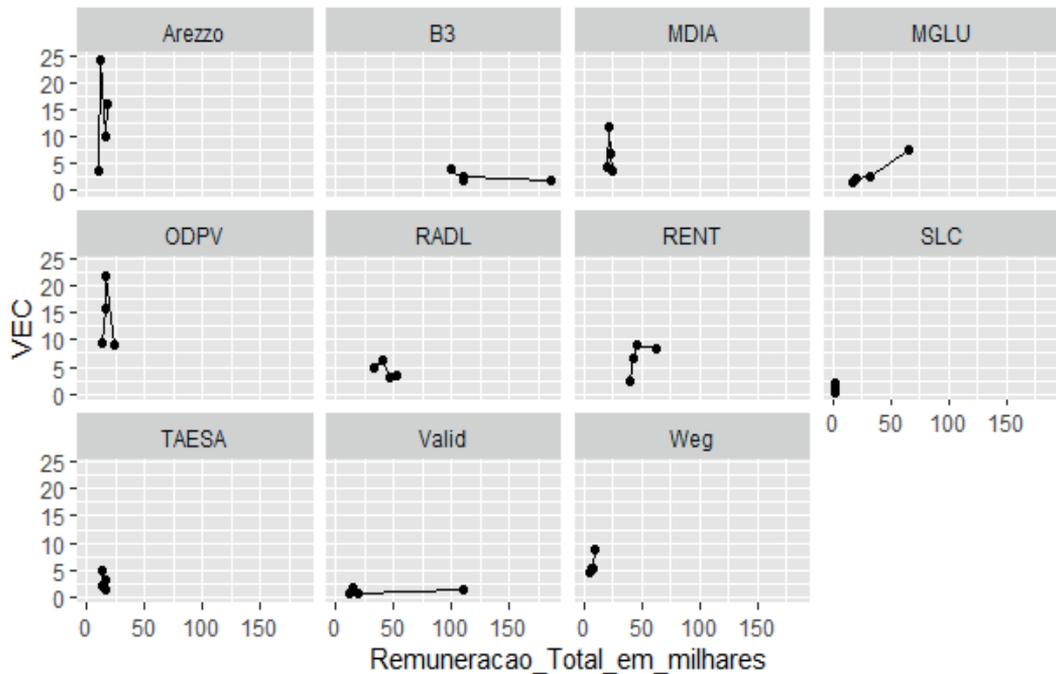


Gráfico 2: Relação entre o VEC e a Remuneração nos anos de 2016 a 2019 dos premiados pela Forbes.

Tabela 6: Dados em Painel relacionando o VEC com a Remuneração Total. (1) e (4) Modelo de Empilhamento, (2) e (5) Modelo de Efeitos Fixos e (3) e (6) Modelo de Efeitos Aleatórios.

	<i>Dependent variable:</i>					
	VEC			log(VEC)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
RemTotal	-0.00000	0.000	-0.000			
	(0.00000)	(0.00000)	(0.00000)			
log(RemTotal)				0.247*	0.474*	0.343*
				(0.140)	(0.279)	(0.191)
Constant	6.488***		5.861***	-2.855		-4.467
	(1.095)		(1.614)	(2.351)		(3.223)
Observations	44	44	44	44	44	44
R ²	0.028	0.005	0.001	0.069	0.083	0.071
Adjusted R ²	0.005	-0.338	-0.023	0.047	-0.232	0.049
F Statistic	1.215 (df = 1; 42)	0.146 (df = 1; 32)	0.043	3.126* (df = 1; 42)	2.896* (df = 1; 32)	3.217*

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01
 (1) e (4) – Modelo de Empilhamento; (2) e (5) – Modelo de Efeitos Fixos e (3) e (6) – Modelo de Efeitos Aleatórios

4.2. Validação dos resultados

Como outra medida de dar consistência a hipótese de relação significativa aos resultados, entre o VEC e a remuneração dos executivos, visando envolver todas as empresas listadas na Bovespa, utilizamos uma proxy da remuneração dos executivos, as despesas administrativas, por acessibilidade aos dados. Verificamos que há uma boa correlação entre a remuneração dos executivos das empresas premiadas pela Forbes e suas despesas administrativas, 74,97%, o que sustenta a possibilidade de sua adoção.

Entre os 3 modelos de dados em painel, para o conjunto de dados despesas administrativas o modelo que melhor se ajusta, com nível de significância de 5%, portanto, melhor que a regressão anterior, é o modelo de regressão com efeitos fixos (5), Tabela 7, mostrando que a hipótese de relação entre o $\log VEC$ e a proxy da remuneração $\log(\text{despesas administrativas})$ é significativa. Porém, como o R^2 é de 0,00 a variável Despesas Administrativas não pode ser usada para explicar o VEC das empresas.

Tabela 7: Dados em Painel relacionando o VEC com a Remuneração Total. (1) e (4) Modelo de Empilhamento, (2) e (5) Modelo de Efeitos Fixos e (3) e (6) Modelo de Efeitos Aleatórios. Considerando a relação entre o VEC e as Despesas Administrativas em logaritmo.

	Dependent variable:					
	VEC			log(VEC)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
DespAdm						
og(DespAdm)				-0.006 (0.015)	-0.113** (0.055)	-0.038 (0.026)
Constant				0.953*** (0.280)		1.588*** (0.479)
Observations				3,920	3,920	3,920
χ^2				0.00004	0.001	0.006
Adjusted R ²				-0.0002	-0.148	0.006
F Statistic				0.156 (df = 1; 3918)	4.117** (df = 1; 3410)	2.196

Note:

*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

1) e (4) – Modelo de Empilhamento; (2) e (5) – Modelo de Efeitos Fixos e (3) e (6) – Modelo de Efeitos Aleatórios

Os testes de regressão, em que o teste de Breusch-Pagan acusou problemas de heterocedasticidade na regressão com dados empilhados (*pooling*), com um valor p de 0,00%. Já o teste de Hausman aponta que a hipótese nula é rejeitada com o valor p de 13,01%, indicando que o modelo de efeitos aleatórios é o mais apropriado.

No caso da regressão com efeitos aleatórias, nem mesmo existe significância na relação entre as Despesas Administrativas e o *VEC* das empresas.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONTRIBUIÇÕES

O objetivo deste trabalho de analisar o perfil de agenciamento dos CEOs de maior sucesso no mercado Brasileiro segundo a classificação FORBES foi atingido, mostrando que a replicação da pesquisa desta instituição é bastante sensível a qualquer mudança de critério, não sendo possível obter os mesmos resultados sem uma maior transparência e divulgação, por parte da organização, com relação ao método utilizado, fornecendo seleção adversa, conforme Akerlof (1970).

Procedemos 8 testes para verificação dos resultados obtidos, a partir dos dados disponibilizados, ocorrendo que os premiados seriam bastante distintos aos divulgados pela Forbes.

Entre os premiados pela revista, a maioria são classificados como agentes, conforme a teoria disponível, são na maioria do sexo masculino com formação em Engenharia, pós-graduação no exterior, na área de gestão, possuindo idade média de 54 anos e 29 anos de experiência profissional. A maioria permaneceu no cargo após a premiação, no entanto, o resultado Forbes não assegurou a manutenção no cargo para todos, ocorrendo *turnover* de alguns premiados.

A relação entre os gastos de gestão e o desempenho da organização apresenta relação significativa, a 10%, corroborando com os trabalhos de Bussin e Blair (2015), Tarkovska (2017), Kirsten e Du Toit (2018), Kanapathippillai, Gul, Mihret, e Muttakin (2019), Šindelář e Budinský (2019) e Violante, Galina, Dantas, Bernardo, Teixeira, Duarte e Ney (2019). Porém, muito reduzida explicação, conforme tratamento dos dados em painel, não se confirmando que a remuneração dos executivos seja uma boa variável para explicar o desempenho das empresas no parâmetro *VEC*. Isso foi confirmado com a adoção das Despesas Administrativas como proxy da remuneração dos executivos, que possui 74,97% de correlação com a remuneração, para todas as empresas cadastradas na Bovespa, fornecendo indícios de que a estrutura de gestão, em termos de despesas, não afeta o resultado *VEC* da empresa, confirmando os resultados obtidos por Funchal e Terra (2006) e fragilizando a hipótese inicial do trabalho.

Como crítica ao trabalho, destaca-se o pequeno tamanho da amostra da Forbes, composta de apenas 15 empresas com 8 períodos de análise, o que se tentou reduzir o problema com o uso da proxy despesas administrativas, por acessibilidade dos dados.

Acredita-se fornecer uma contribuição de valor para o conhecimento do mercado brasileiro, colocando em pauta, inclusive, a discussão sobre reconhecidas premiações, que acabam influenciando a movimentação do mercado.

De sugestão para trabalhos futuros, indica-se o monitoramento da premiação Forbes, para a replicação do trabalho realizado, em outros cortes temporais, com o intuito de confirmar os resultados obtidos e, também, testar hipóteses da existência de outra situação, o risco moral, conforme trabalhos como os de Marshal (1976).

REFERÊNCIAS

- ABULA, A. Correlation Research of Executive Remuneration and Company Performance in China's Listed Companies. **Lecture Notes in Management Science**. London: 2019, vol. 27, p. 7-11.
- AKERLOF, G. (1970) The market of lemons, qualitative uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**. 84, 488-500.
- BILLET, M. T., GARFINKEL, J. A., & YU, M. (2017). The effect of asymmetric information on product market outcomes. **Journal of Financial Economics**, 123(2), 357-376.
- BROEKE, M.; PARAROIDAMIS, N. Engaging in or escaping co-creation? An analytical model. **International Journal of Production Economics**, 2021, n. 231.
- BUSSIN, M., BLAIR, C. Financial indicators of company performance in different industries that affect CEO remuneration in South Africa. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, 2015. 18(4), pp. 534-550
- Funchal, J. A.; Terra, P. R. S.** Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Governança Corporativa: um Estudo Empírico em Empresas Latino-Americanas. **30º ENANPAD**, Salvador, 2006.
- HERMALIN, B. E., & WEISBACH, M. S. (2012). Information disclosure and corporate governance. **The journal of finance**, 67(1), 195-233.
- 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.
- Kanapathipillai, S., Gul, F., Mihret, D., Muttakin, M.B. Compensation committees, CEO pay and firm performance. **Pacific Basin Finance Journal**, 2019. N. 57.
- KIRSTEN, E., DU TOIT, E. The relationship between remuneration and financial performance for companies listed on the Johannesburg stock exchange. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, 2018. 21(1),a2004
- MALVESSI, O. Estudo da experiência de empresas privadas de Capital aberto no Brasil, no período 1993 a 1998. **Tese de Doutorado**. Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas – FGV, 2001.
- MALVESSI, O. Criação de Valor. Petrobrás e o necessário ajuste na estratégia e cultura. **Revista RI – Relações com Investidores**, 2020, n. 243.
- MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- MARSHAL, J. Moral Hazard. **American Economic Review**, 66(5), 880-890.
- MILGROM, P., & ROBERTS, J. (1987). Informational asymmetries, strategic behavior, and industrial organization. **The American Economic Review**, 77(2), 184-193.
- NASCIMENTO, E. M.; NETO, J. E. B.; CUNHA, J. V. A.; DIAS, W. O. Teoria da agência e remuneração de executivos: influência do uso de *stock options* no desempenho

das empresas brasileiras. **Revista - Observatorio Iberoamericano - RIGC** - Vol. XI, nº 21, Enero-Junio 2013.

OLIVA, E. C.; ALBUQUERQUE, L. G. Filosofia e modelo dos programas de remuneração das empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. 2, p. 79-96, abril/junho 2006.

POSTHUMA, S. Monetary reserve requirements and the problem of equilibrium. **De Economist**, Volume 114, Issue 11-12, November 1966, Pages 723-748.

ŠINDELÁŘ, J., BUDINSKÝ, P. Does commission remuneration affect the investor's outcome? Experience from Central Europe. **Journal of Financial Regulation and Compliance**. 2019. 27(4), pp. 494-508

STEWART, G. B. ill. **The quest for value: a guide for senior managers**. New York: Harper Business, 1991.

STIGLITZ, J. E., & WEISS, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. **The American economic review**, 71(3), 393-410.

TARKOVSKA, V.V. CEO pay slice and firm value: evidence from UK panel data. **Review of Behavioral Finance**. 2017. 9(1), pp. 43-62

THEISS, V.; BEUREN, I. M. O acionista controlador e a remuneração dos executivos nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, 2014. Mar-Abr.

VIOLANTE, C.; GALINA, D.; DANTAS, I.; BERNARDO J. V.; TEIXEIRA, L. B.; DUARTE, R.; NEY, T. Os melhores CEOs do Brasil em 2019. **FORBES**, 2019. Disponível em: <https://forbes.com.br/listas/2019/09/os-melhores-ceos-do-brasil-em-2019/#foto15>. Acesso em: 29/11/2020.

Submetido em: 8-5-2022

Aceito em: 5-12-2022