

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE  
RIBEIRÃO PRETO  
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE ORGANIZAÇÕES

ANGELO ANTONIO DAVIS DE OLIVEIRA NUNES E RODRIGUES

**Uma avaliação do pacote de remuneração dos executivos como mecanismo de  
governança corporativa em Sociedades de Economia Mista brasileiras**

Orientadora: Prof<sup>a</sup> Dr<sup>a</sup> Elizabeth Krauter

RIBEIRÃO PRETO  
2018

Prof. Dr. Vahan Agopyan  
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. André Lucirton Costa  
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Jorge Henrique Caldeira de Oliveira  
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Alexandre Pereira Salgado Junior  
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações

ANGELO ANTONIO DAVIS DE OLIVEIRA NUNES E RODRIGUES

**Uma avaliação do pacote de remuneração dos executivos como mecanismo de governança corporativa em Sociedades de Economia Mista brasileiras**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Doutor em Ciências. Versão Corrigida. A original encontra-se disponível na FEARP/USP.

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Elizabeth Krauter

RIBEIRÃO PRETO

2018

AUTORIZO A REPRODUÇÃO E DIVULGAÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTES TRABALHOS, POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

### FICHA CATALOGRÁFICA

Rodrigues, Angelo Antonio Davis de Oliveira Nunes e

Uma avaliação do pacote de remuneração dos executivos como mecanismo de governança corporativa em Sociedades de Economia Mista brasileiras. Ribeirão Preto, 2018.

p.116: il.; 30 cm

Tese de Doutorado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo.

Orientadora: Krauter, Elizabeth

1. Sociedade de Economia Mista. 2. Governança Corporativa. 3. Remuneração de Executivo.

## FICHA DE APROVAÇÃO

Nome: RODRIGUES, Angelo Antonio Davis de Oliveira Nunes e

Título: Uma avaliação do pacote de remuneração dos executivos como mecanismo de governança corporativa em Sociedades de Economia Mista brasileiras

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Doutor em Ciências.

Aprovado em:

### Banca Examinadora

Prof (a). Dr (a). \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof (a). Dr (a). \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof (a). Dr (a). \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof (a). Dr (a). \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof (a). Dr (a). \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Dedico este trabalho à minha mãe (*in memoriam*) e à minha irmã

## Agradecimentos

O agradecimento é um momento difícil porque com poucas palavras e em pequeno espaço devo reconhecer todos os que contribuíram para o meu processo de formação e para a realização desta pesquisa. Por isso destaco, sem medo do erro, que entre todas as dívidas de gratidão que acumulei em minha trajetória, a maior e a única que não conseguirei pagar é a dívida com a minha primeira educadora, professora e orientadora, Prof<sup>a</sup>. Eloina Nunes Rodrigues (*in memoriam*), minha mãe.

Agradeço à minha irmã Silvia, que tanto me ajuda.

Nesta trajetória, eu também tive a sorte de encontrar bons professores e orientadores; assim, aproveito para evidenciar minha gratidão a todos os professores que participaram da minha formação; e agradeço em especial à Prof<sup>a</sup> Dr<sup>a</sup>. Elizabeth Krauter, minha orientadora, pelo bom exemplo, incentivo, pelas sugestões a esta pesquisa e pelo apoio durante o curso, quando houve o falecimento de minha mãe.

Eu reconheço também a importância da sociedade paulista na construção da minha carreira, pois eu tive o privilégio de cursar a graduação, o mestrado e o doutorado na Universidade de São Paulo, privilégio que impactou a qualidade da minha formação, as oportunidades profissionais que eu recebi e a minha forma de entender a vida e o mundo.

Agradeço aos professores Dr. André Lucirton Costa, Dr. Jorge Henrique Caldeira de Oliveira, Dr<sup>a</sup>. Claudia de Souza Passador, Dr. Alexandre Bevilacqua Leonetti, Dr. Evandro Marcos Saidel Ribeiro, Dr<sup>a</sup>. Simone Vasconcelos Ribeiro Galina, Dr<sup>a</sup>. Luísa Margarida Cagica Carvalho e Dr<sup>a</sup>. Maria Teresa Gomes Valente da Costa que, por meio das disciplinas que cursei neste programa, ajudaram-me no desenho desta pesquisa; aos professores Dr. Carlos Alberto Grespan Bonacim e Dr<sup>a</sup>. Fernanda Maciel Peixoto pelas contribuições quando da realização da banca de qualificação; aos funcionários da FEA-RP e à equipe de pós-graduação – em especial a Erika; aos meus amigos Natacha, Pimenta, Joice, Daniela e Lumila pela ajuda nesse período, que não deveria ter sido tão triste; ao Rafael Gatsios, pelas sugestões à Tese e em especial ao meu Divino Espírito Santo, que me protege e ajuda.

Oh! Bendito o que semeia  
Livros à mão cheia  
E manda o povo pensar!  
O livro, caindo n'alma  
É germe – que faz a palma,  
É chuva – que faz o mar!  
Castro Alves

## RESUMO

RODRIGUES, A. A. D. O. N. **Uma avaliação do pacote de remuneração dos executivos como mecanismo de governança corporativa em Sociedades de Economia Mista brasileiras.** 2018. 116 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2018.

O Estado no Brasil exerce a função de empresário e controla diversas empresas que têm capital negociado em bolsa. Seu comportamento é apontado como fraco em relação ao controle dos executivos e omissivo em relação aos minoritários. Essa situação abre a possibilidade de ocorrer o aumento dos benefícios pecuniários dos gestores sem relação com o desempenho. Por isso, o objetivo geral da pesquisa é investigar a relação entre o pacote de remuneração dos executivos nas Sociedades de Economia Mista (SEM) brasileiras e o seu desempenho financeiro ou de mercado. No alcance ao primeiro objetivo específico foi realizada uma revisão da literatura que apontou para essa possível relação em empresas privadas, como também foi sugerida a necessidade de essa relação ser controlada pelo tamanho da empresa, alavancagem, tipo de controle acionário, qualidade da governança corporativa e pelo setor de atuação, mas essa revisão encontrou poucos estudos sobre remuneração em SEM. O segundo objetivo específico foi descrever a política salarial das SEM brasileiras, cuja remuneração média do grupo de executivos por empresa aumentou 179,61%, de R\$ 3.119.601,88 para R\$ 8.722.635,66. A remuneração individual mensal média dos executivos aumentou no período e alcançou R\$ 93.748,03, sendo R\$ 62.554,28 da parte fixa e o restante da parte variável, enquanto o desempenho financeiro e de mercado diminuíram. O terceiro objetivo específico foi estudar o comportamento da remuneração dos executivos enquanto mecanismo de governança corporativa. Esse intento foi observado em uma amostra com 31 SEM brasileiras, com informações de 2009 a 2016, que foram utilizadas em quatro diferentes técnicas de regressão: *Pooled*, dados em painel com efeito fixo, com efeito aleatório e o método dos momentos generalizados. A primeira parte do terceiro objetivo verificou se o pacote de remuneração dos executivos explica o desempenho financeiro, porém nenhum dos modelos testados apresentou resultados robustos. A segunda parte verificou a possibilidade de o pacote de remuneração dos executivos explicar o desempenho de mercado, e com base nestes resultados aponta-se uma relação positiva entre a remuneração variável dos executivos e o desempenho de mercado e uma relação negativa quando comparada ao salário mensal médio dos executivos. No período, 11 empresas da amostra utilizaram a remuneração variável de forma permanente, fato que aliado ao ambiente de decréscimo do desempenho financeiro e de mercado aponta para a necessidade de reformulação do pacote de remuneração dos executivos nas SEM. A contribuição da pesquisa foi apresentar as variáveis capazes de controlar a relação entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro e de mercado das SEM brasileiras, a descrição da política salarial e do pacote de remuneração, bem como a sua desconexão com o desempenho devido à contribuição negativa da remuneração mensal média para o desempenho de mercado, fato que evidencia a falha desse mecanismo de governança corporativa na proteção aos acionistas não controladores.

**Palavras-Chave:** Sociedade de Economia Mista; Governança Corporativa; Remuneração dos Executivos.

## BSTRACT

RODRIGUES, A. A. D. O. N **An evaluation of the executive compensation package as a mechanism of corporate governance in Brazilian Mixed Economy Societies**. 2018. 116 f. Thesis (PhD) - Faculty of Economics, Business and Accounting of Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto, 2018.

The State in Brazil performs the function of entrepreneur and controls several companies that have publicly traded capital. Its behavior is pointed out as weak in relation to the control of the executives and omission in relation to the minority ones. This situation opens the possibility of increasing the pecuniary benefits of managers that are not related to performance. Therefore, the general objective of the research is to investigate the relationship between the executive compensation package in Brazilian Mixed Economy (SEM) and its financial or market performance. In reaching the first specific objective, a literature review was conducted that pointed to this possible relationship in private companies, but also suggests the need for this relationship to be controlled by the size of the company, leverage, type of shareholder control, quality of corporate governance and by the sector but this review found few studies on remuneration in SEM. The second specific objective of the research was to describe the salary policy of Brazilian SEMs, whose average compensation of the group of executives per company increased by 179.61%, from R\$ 3,199,601.88 to R\$ 8,722,635.66. The average monthly individual compensation of executives increased in the period reached R\$ 93,748.03, being R\$ 62,554.28 of the fixed part and the remainder of the variable part, while financial and market performance decreased. The third specific objective was to study the behavior of executive compensation as a mechanism of corporate governance. This attempt was observed in a sample with 31 Brazilian SEMs, with information from 2009 to 2016, which were used in four different regression techniques: Pooled, panel data with fixed effect, with random effect and the generalized moments method. The first part of the third objective verified whether the executive compensation package explains the financial performance, but none of the models tested presented robust results. The second part verified the possibility of the executive compensation package explaining market performance, and based on these results, a positive relationship is found between executive variable compensation and market performance and a negative relation when compared to the monthly salary of executives. In the period, 11 companies in the sample used variable remuneration on a permanent basis, a fact that together with the environment of decreasing financial and market performance points to the need to reformulate the executive compensation package in the SEM. The contribution of the research was to present the variables capable of controlling the relationship between the executive remuneration package and the financial and market performance of the Brazilian SEM, the description of the salary policy and the remuneration package, as well as its disconnection with the performance due to the negative contribution of the average monthly remuneration to market performance, a fact that evidences the failure of this mechanism of corporate governance in the protection of non-controlling shareholders.

**Keywords:** Society of Mixed Economy; Corporate governance; Remuneration of Executives.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 01	Recomendações do IBGC (2015) para as SEM.....	35
Quadro 02	Recomendações da B <sup>3</sup> (2017) para as SEM.....	35
Quadro 03	Detalhamento dos tipos de remuneração.....	43
Quadro 04	Exemplos de indicadores de desempenho corporativo.....	60
Quadro 05	Resultados empíricos sobre a eficiência relativa de empresas estatais e privadas.....	61
Quadro 06	Amostra da Pesquisa.....	68
Quadro 07	Variáveis relacionadas ao desempenho.....	69
Quadro 08	Variáveis relacionadas ao perfil de remuneração.....	70
Quadro 09	Variáveis relacionadas ao perfil da empresa.....	70
Quadro 10	Variável qualidade da governança corporativa.....	71
Quadro 11	Estatística descritiva das variáveis dependentes.....	76
Quadro 12	Estatística descritiva das variáveis independentes de remuneração.....	77
Quadro 13	Estatística descritiva da remuneração total.....	78
Quadro 14	Estatística descritiva da remuneração variável.....	79
Quadro 15	Remuneração mensal média por executivo.....	83
Quadro 16	Matriz de correlação de Pearson.....	84
Quadro 17	Teste de <i>Variance Inflation Factor</i> .....	86
Quadro 18	Resultado dos modelos de regressão para o ROE.....	86
Quadro 19	Resultado da regressão por GMM para o ROE.....	88
Quadro 20	Resultado dos modelos de regressão para o ROA.....	89
Quadro 21	Resultado da regressão por GMM para o ROA.....	91
Quadro 22	Resultado dos modelos de regressão para o índice de P/B.....	92
Quadro 23	Resultado da regressão por GMM para o Índice P/B.....	94
Quadro 24	Resultado dos modelos de regressão para o Valor de Mercado.....	95
Quadro 25	Resultado da regressão por GMM para o Valor de Mercado.....	96

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 01	Número de estatização nos países em desenvolvimento.....	24
Gráfico 02	Empresas estatais constituídas por tipo de visão.....	26
Gráfico 03	Receitas de privatização em todo o mundo.....	28
Gráfico 04	Evolução da remuneração dos executivos na Inglaterra e na Alemanha.....	46
Gráfico 05	Remuneração anual dos diretores estatutários por tipo de controle acionário das empresas brasileiras com capital aberto.....	57
Gráfico 06	Componentes da remuneração total.....	80
Gráfico 07	Relação entre remuneração total e as variáveis dependentes.....	81
Gráfico 08	Relação entre remuneração e o desempenho.....	82
Gráfico 09	Relação entre remuneração e as variáveis de controle.....	83

## LISTA DE FIGURAS

Figura 01	Variedades de capitalismo de Estado: modelos de organização administrativos	22
Figura 02	Delegação de poder em uma SEM.....	30
Figura 03	Fatores para determinação dos incentivos oferecidos aos gestores em empresas privadas.....	40
Figura 04	Conceito de remuneração.....	42
Figura 05	Diferença entre eficiência e eficácia.....	59
Figura 06	O domínio do desempenho da empresa.....	59
Figura 07	Desenho ae Tese ,, ,, ,, .....	66

## LISTA DE ABREVIACOES

B <sup>3</sup>	Bolsa de Mercado e Futuro – Bolsa de Valores de São Paulo: Brasil, Bolsa e Balcão.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DEST	Departamento de Coordenao e Governança das Empresas Estatais
GC	Governança Corporativa
GMM	Método dos Momentos Generalizados
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
OECD	Organizao para Cooperao e Desenvolvimento Econômico
P/B	ndice de Preço de Mercado da Ao sobre o Valor Contábil
RMM	Remunerao Mensal Média
RVM	Remunerao Variável Média
ROA	<i>Return on Asset</i>
ROE	<i>Return on Equity</i>
SEM	Sociedade de Economia Mista
VM	Valor de Mercado

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>Introdução.....</b>	<b>15</b>
1.1	Problema de pesquisa.....	19
1.2	Objetivo da pesquisa.....	19
1.3	Justificativa.....	19
1.4	Estrutura da Tese.....	20
<b>2</b>	<b>Embasamento teórico.....</b>	<b>21</b>
2.1	Visões sobre o Estado empreendedor.....	21
2.2	Sociedade de Economia Mista .....	23
2.3	Teoria da agência na Sociedade de Economia Mista .....	29
2.4	Governança corporativa em Sociedade de Economia Mista .....	31
2.4.1	Experiência internacional em governança corporativa para Sociedades de Economia Mista .....	36
2.5	Pacote de remuneração de executivo.....	38
2.5.1	Estudos internacionais sobre pacote de remuneração de executivo.....	44
2.5.2	Estudos nacionais sobre pacote de remuneração de executivo.....	50
2.5.3	Estudos sobre pacote de remuneração de executivo para empresas públicas e Sociedades de Economia Mista .....	55
2.6	Desempenho Financeiro e de Mercado.....	58
2.6.1	Desempenho comparado entre empresas privadas e controladas pelo Estado...	61
2.7	Definição das hipóteses de pesquisa.....	62
<b>3</b>	<b>Metodologia.....</b>	<b>67</b>
3.1	População, amostra e dados coletados.....	67
3.2	Variáveis e modelo estatístico.....	68
3.3	Método estatístico.....	72

3.3.1	Regressão com dados em painel.....	72
3.3.2	Regressão pelo Método dos Momentos Generalizados.....	73
<b>4</b>	<b>Análise dos resultados.....</b>	<b>75</b>
4.1	Estatística descritiva.....	75
4.2	Análise da correlação.....	84
4.3	Análise da contribuição do pacote de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro.....	85
4.4	Análise da contribuição do pacote de remuneração dos executivos para o desempenho de mercado.....	91
4.5	Discussão e síntese dos resultados.....	97
<b>5</b>	<b>Conclusão.....</b>	<b>100</b>
5.1	Limitações da pesquisa e sugestão de pesquisa futura.....	102
	<b>Referências.....</b>	<b>104</b>

## 1 Introdução

A presença do Estado como acionista controlador sofreu forte revés no período histórico recente, devido aos programas de privatizações em mais de 80 países do mundo; entre eles, Inglaterra, França, Chile, México, Argentina e Brasil. Esse processo envolveu a venda de mais de 8.500 empresas estatais no mundo, mas esse tipo de organização ainda possui um papel importante na economia mundial (ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, OECD, 1999; CHAN; CORRAR; MARTINS, 2003; CHAN; SILVA; MARTINS, 2007, MIRANDA; AMARAL, 2011).

No Brasil, o controle das empresas estatais e das sociedades de economia mista é exercido pelo ministério do planejamento, que controla as 135 empresas, mas nem todas possuem o capital aberto (DEPARTAMENTO DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS, DEST, 2016).

Segundo a DEST (2016), entre as empresas controladas pelo governo federal, 117 são do setor produtivo, em que se destacam a Petrobrás e a Eletrobrás, e 18 são do setor financeiro, destacando-se o Grupo Banco do Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, a Caixa, o Banco da Amazônia, o Banco do Nordeste e a Financiadora de Estudos e Projetos, que no somatório foram responsáveis em 2014 por 45% do ativo total do setor financeiro, 35% do lucro e 48% do crédito.

Os governos estaduais possuem ainda outras 48 empresas, sendo 30 de capital fechado e 18 Sociedade de Economia Mista (SEM) e essas organizações se dividem em 6 na área financeira, 12 que atuam no setor de saneamento, 3 no de transporte, 12 no de energia, 14 no de armazenamento de alimentos e a última no setor de limpeza pública (MUSACCHIO; LAZARINI, 2015).

Na bolsa de valores no Brasil são negociadas ações de empresas controladas pelo Estado, que em conjunto representaram 16,5% do índice Ibovespa e 12,34% do índice de governança corporativa em 2017. A negociação dessas ações aumentou 262,67% e representa quase 25% dos valores negociados no período de 2009 a 2016.

As razões para que o Estado escolhesse a forma de uma SEM para alcançar seus objetivos sociais ou econômicos podem estar relacionadas a ideologias políticas ou a falhas existentes no mercado (MIRANDA; AMARAL, 2011).

A SEM tem em seu cerne uma dualidade entre o seu objetivo financeiro, que é voltado à maximização do resultado, e o político, que se relaciona ao desenvolvimento de setores, o

atendimento a populações carentes, o nível de emprego, o controle da inflação ou outra prioridade do Estado (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 1992).

A formulação das metas dessas empresas sofre influência dos políticos eleitos e dos gestores indicados pelo Estado para gerenciá-las, que podem entender o interesse da sociedade de forma diferenciada, impactando o alcance desses intentos, pois a heterogeneidade do governo interfere nessa relação (AHARONI, 1981). Assim, o governo brasileiro — que pós-1989 é democrático e formado por uma coalizão de partidos políticos — amplia esse conflito.

Nesse sentido, duas dificuldades impactam esse ambiente. A primeira delas é o controle dessas empresas, que fica na responsabilidade de ministérios ou secretarias. Em um governo de coalizão não se garante que os objetivos de diferentes partidos se alinhem em relação à gestão dessas organizações (MIRANDA; AMARAL, 2011).

A segunda dificuldade refere-se à motivação de alguns governos interessados em vantagens eleitorais e que, por isso, utilizam essas empresas para resolver problemas econômicos no curto prazo em detrimento de seus objetivos financeiros (MONSEN; WALTERS, 1977).

A OECD (2005) propõe que o governo faça a gestão dessas empresas balanceando as funções corporativas e de interesse público nas importantes decisões relativas a empresas, assim como deve evitar uma distorção na competição entre as SEM e as empresas privadas.

Segundo Zif (1981), existe a ideia de que, na concepção das empresas com controle acionário do Estado, os seus objetivos estão especificados, e que o governo e os gestores da organização encontrem-se em sintonia. Miranda e Amaral (2011) apontam que o crescimento dessas entidades leva ao caminho oposto, pois ao alcançar os objetivos iniciais, estes não são atualizados. A relação entre o gestor e o governo é afetada pela burocracia do Estado, que interfere na gestão da empresa.

O descompasso entre o governo e a gestão da SEM é afetado pela dificuldade em desenhar um sistema de incentivos e recompensas para os mais diferentes tipos de negócios no qual o Estado está inserido; assim, não é possível delegar autonomia aos gestores (MIRANDA; AMARAL, 2011).

Nesse contexto, o somatório dessas situações e a existência de múltiplos objetivos podem impactar os mecanismos de incentivo e monitoramento dos gestores das SEM, em função da característica do Estado de ser um controlador fraco perante seus agentes (MELLO, 1992).

Assim, o Estado deve equilibrar esses conflitos, pois de um lado é necessário

autonomia para que a gestão possa conseguir um bom desempenho financeiro, e por outro, em contrapartida, espera-se melhor controle sobre seus gestores.

O alinhamento do comportamento dos gestores ao objetivo dos acionistas passa pelos mecanismos de governança, pois o intento desses artefatos de controle é o alinhamento dessa relação, bem como a proteção aos acionistas. Os mecanismos podem ser internos, ou seja, operacionalizados dentro das empresas, ou externos, impostos pelo mercado.

Nesse sentido, o pacote de remuneração dos executivos é um mecanismo interno de governança corporativa que deve relacionar o comportamento do gestor aos interesses dos acionistas, mas os acontecimentos recentes demonstram que esse artefato de controle pode ser uma forma de expropriação de riqueza dos minoritários por parte dos acionistas controladores e dos executivos.

Neste cenário, o período histórico recente é repleto de exemplos de empresas que apresentaram problemas de governança — como a Enron, Tyco International, WorldCom, Quest, Adelphia, Gobal Crossing — que causaram perdas aos acionistas; além disso seus executivos cometeram abusos na fixação de suas remunerações (HODGSON, 2003). Essa situação pode ter chegado às empresas controladas pelo Estado, conforme apontado pelo *The Economist* (2012) em relação à remuneração dos executivos da *China Mobile*.

Esses abusos na definição da remuneração dos executivos estão embasados na elevação dos seus próprios salários para ficarem mais ricos por meio da melhora contábil do desempenho da empresa, em vez de obtenção de retornos reais via investimento de longo prazo (SILVA, 2010).

Os estudos de Zahra, Neubaum e Huse (2000) e Thomsen e Pedersen (2000) mostraram que a identidade dos acionistas controladores pode implicar no objetivo e no desempenho da empresa, por meio da relação com os gestores, nas políticas estratégicas e nos mecanismos de controle sobre a gestão (WU, 2011).

O estudo de Thomsen e Pedersen (2000) explorou os diversos tipos de acionistas controladores em uma empresa, enquanto os de Wu (2011) e Musacchio e Lazarini (2015) observaram o Estado nessa posição.

Para Thomsen e Pedersen (2000), a identidade do acionista controlador pode afetar os objetivos do negócio e a estratégia para sua implantação; assim, decisões como a política salarial poderiam ser afetadas.

A interferência do Estado na gestão das SEM indica possíveis efeitos no desempenho financeiro e no endividamento, sendo essa influência explicada pela existência do duplo objetivo e ou pela utilização das empresas controladas pelo Estado como um mecanismo

político (THOMSEN; PEDERSEN, 2000; BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2008; WU, 2011).

Thomsen e Pedersen (2000) sugerem que o tipo de acionista controlador é relevante em empresas com capital concentrado, como é o caso dominante no mercado acionário brasileiro, em que o governo detém 49,72% das ações ordinárias e 39,01% do capital total das empresas que controla (BREY et al., 2014).

Neste contexto, existe a necessidade de novos estudos acerca desse mecanismo de governança, porque o mercado de capitais no Brasil conta com diversas organizações com ações negociadas em bolsa, cujo controle acionário é do governo; circunstância que permite a presença de acionistas controladores fortes em relação aos minoritários (LOSS; SARLO NETO, 2006; BORGES; SERRÃO, 2005).

Essa conjuntura insere a empresa controlada pelo governo por meio da gestão dos seus executivos no desafio de harmonizar o interesse público e a expectativa de lucro dos minoritários (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNAÇÃO CORPORATIVA, IBGC, 2009).

O comportamento dos executivos pode ser influenciado pelo desejo de maximizar seus próprios interesses por meio do aumento da sua remuneração, sem contrapartida na melhora do desempenho financeiro da empresa; e por influência política, para que direcione a organização na busca de objetivos macroeconômicos diferentes aos estatutários, com consequente perda de eficiência financeira.

Assim, diversos estudos abordaram os fatores capazes de explicar a remuneração dos executivos (Murphy, 1985; Jensen; Murphy, 1990; Pinto; Belka; Krajewski, 1993; Mehran, 1995; Ángel; Fumás, 1997; Conyon, 1997; Conyon; Schwalbach, 2000; Brunello; Graziano; Parigi, 2001; Gunasekaragea; Wilkinson, 2002; Elston; Goldberg, 2003; Bebchuk; Gristein, 2005; Firth; Fung; Rui, 2006; Funchal; Terra, 2006; Kato; Kim; Lee, 2007; Camargos; Helal, 2007; Unite et al., 2008; Oyadomari et al., 2009; Marques, 2012; Ventura, 2013; Beuren; Silva; Mazzioni, 2014; Fernandes; Manzzioni, 2015; Machado; Rogers, 2015; Leite, 2015; Menozzi et al., 2014), e a remuneração e o perfil dos gestores como determinantes do desempenho financeiro ou de mercado (Mehran, 1995; Teixeira et al., 2011; Perobelli; Lopes; Silveira, 2012; Nascimento; Franco; Cherobin, 2012; Amran et al., 2013; Krauter, 2013; Krauter; Sousa, 2013; Carvalhal-da-Silva; Chien, 2013; Alves; Krauter, 2014; Beuren; Silva; Mazzioni, 2014; Fernandes; Manzzioni, 2015; Aguiar; Pimentel, 2017), mas não foi observado como o pacote de remuneração dos executivos se relaciona com o desempenho financeiro ou de mercado em Sociedades de Economia Mista.

## 1.1 Problema de pesquisa

Diante dos apontamentos sobre as SEM questiona-se: **qual a relação entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado nas Sociedades de Economia Mista brasileiras?**

## 1.2 Objetivo da pesquisa

O objetivo geral da pesquisa é investigar a relação entre o pacote de remuneração dos executivos nas SEM brasileiras e o desempenho financeiro ou de mercado. Esse objetivo é detalhado especificamente em: (i) levantar as variáveis apontadas pela literatura como relacionadas ao pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado; (ii) descrever a política salarial das SEM do Brasil e (iii) estudar o comportamento da remuneração dos executivos enquanto mecanismo de governança corporativa nas SEM brasileiras. Ao responder o problema de pesquisa e alcançar os seus objetivos, **defende-se a TESE de que o pacote de remuneração de executivos nas SEM brasileiras não contribui positivamente para o alinhamento entre os executivos e os acionistas minoritários.**

## 1.3 Justificativa

A literatura sobre a governança corporativa aponta para uma relação dos seus mecanismos com o desempenho (OSWALD; JAHERA JUNIOR, 1991; SHLEIFER; VISHNY, 1997; GEDAJLOVIC; SHAPIRO, 1998). A expansão das pesquisas aponta para uma possível influência da identidade do controlador (Zahra; Neubaum; Huse, 2000; Thosen; Pedersen, 2000), se as empresas estiverem listadas em mercados cuja posse das ações seja concentrada (Gedajlovic; Shapiro, 1998) como o caso brasileiro (SILVA, 2004; BREY et al., 2014).

Nesses mercados a presença do governo no controle de uma empresa pede especial atenção, pois existe a possibilidade de a entidade ser utilizada para a obtenção de um objetivo não econômico (THOSEN; PEDERSEN, 2000). Nesse contexto, o pacote de remuneração dos executivos pode favorecer a construção de resultados sustentáveis no longo prazo, alinhando o comportamento dos gestores aos objetivos dos acionistas, melhorando resultados e atraindo mais interessados ao negócio.

A proteção aos acionistas minoritários é importante, pois ao impedir a sua

expropriação, incentivar-se-á o mercado acionário do país, fato que pode incentivar a liquidez deste, permitindo a utilização desses recursos em projetos de retorno de longo prazo (CARVALHO, 2000). O estudo do pacote de remuneração dos executivos como mecanismo de governança não apresenta resultados convergentes na literatura internacional e nacional, fato que apresenta uma oportunidade de pesquisa, mas o que corrobora a escolha desse tema para a pesquisa é a quase inexistência de estudo sobre a eficiência dos mecanismos de governança em SEM e a importância desse tipo de organização no país, dado que existe uma influência da identidade do controlador nas estratégias organizacionais e no desempenho (THOSEN; PEDERSEN, 2000).

Nesse sentido, o ineditismo da pesquisa recai sobre a inexistência de estudos sobre a eficiência dos mecanismos de governança corporativa em SEM brasileiras, em especial o pacote de remuneração dos executivos, que possui o objetivo de alinhar o comportamento dos executivos com o dos acionistas. Por isso, avaliar o pacote de remuneração dos executivos para SEM no Brasil contribui para a literatura internacional por apresentar evidências da eficiência da governança em um importante mercado emergente, que apresenta diferença aos mercados desenvolvidos.

Assim, a contribuição desse estudo é levantar as características do pacote de remuneração dos executivos nas empresas brasileiras com controle acionário do Estado e sua possível relação com o desempenho financeiro ou de mercado, ampliando o conhecimento existente e fornecendo subsídio para o aperfeiçoamento desse mecanismo de governança.

#### **1.4 Estrutura da Tese**

O primeiro capítulo é a introdução e expõe o contexto do capitalismo de Estado no Brasil e sua relação com a governança e o pacote de remuneração dos executivos. O Capítulo 2 apresenta o embasamento teórico. O Capítulo 3 apresenta a metodologia utilizada na pesquisa. O Capítulo 4 apresenta os resultados, e o Capítulo 5 a conclusão. Nesse sentido, o processo de investigação foi elaborado com o escopo de alcançar os objetivos e a resposta ao problema de pesquisa. A primeira etapa foi à busca do referencial teórico em periódicos de administração e finanças. A segunda é relativa aos aspectos metodológicos: verificação da população, definição da amostra, definição das variáveis e escolha do instrumento de pesquisa. Na sequência são realizados os procedimentos estatísticos e a conclusão do estudo.

## **2 Embasamento teórico**

A fundamentação teórica utilizada nesta pesquisa tem o objetivo de apresentar as visões sobre o capitalismo de Estado, a Sociedade de Economia Mista, a teoria da agência, a governança recomendada às empresas com controle do Estado, o sistema de remuneração dos executivos e as formas de mensuração de desempenho.

### **2.1 Visões sobre o Estado empreendedor**

O capitalismo de Estado é caracterizado pelo envolvimento direto dele na economia, que pode se dar por meio de participação acionária ou de crédito subsidiado às entidades privadas. Essa participação estatal na economia é importante pois representa até 20% do valor das ações negociadas em bolsa de valores. Em grandes mercados as empresas controladas pelo governo responderam em junho de 2011 por 30% a 40% do mercado, como no Brasil, na Rússia e na China (THE ECONOMIST, 2012; MUSACCHIO; LAZARINI, 2015).

Segundo Musacchio e Lazarini (2015), a importância dessas empresas controladas pelo Estado pode ser verificada por meio das ofertas públicas iniciais de ações no mundo, já que nove das quinze maiores aberturas de capital, de 2005 a 2012, foram desse tipo de empresa. A presença delas é relevante em mercados emergentes, mesmo depois dos processos de privatização, porque, na Rússia, na Índia, na Polônia, no Brasil e na África do Sul existem mais de duzentas empresas controladas pelo governo (CHRISTIANSEN, 2011).

Diante desse contexto, a academia apresenta diferentes visões teóricas para explicar o motivo que leva o Estado a empreender na forma de criação de uma empresa estatal, e qual a posição dele em relação à sua atuação. As teorias sobre o Estado Empreendedor envolvem a necessidade de ajuste das falhas de mercado, o objetivo social, a condição política e o contexto institucional. A posição do Estado passa pela disposição de único proprietário, acionista majoritário, minoritário e financiador das campeãs nacionais.

Um dos motivos apontados para que o Estado crie empresas é a falha de mercado. Assim, essas organizações fazem parte de uma visão de política industrial em que o governo tende a ocupar os espaços deixados pela iniciativa privada (MUSACCHIO; LAZARINI, 2015).

Segundo os autores, a segunda visão teórica é a social, em que as organizações criadas pelo Estado mantêm duplo objetivo: um é voltado à sociedade e o outro é econômico. O problema do duplo objetivo é a impossibilidade de maximização do lucro aos acionistas, fato

que pode deixar a empresa sem nenhum objetivo (JENSEN, 2002; SILVEIRA; YOSHINAGA; BORBA; 2005).

A terceira via teórica é a que explica a existência das SEM, e que envolve as condições políticas. Assim, o surgimento dessas empresas estaria ligado a falhas governamentais. Por último, a quarta via: o contexto institucional, pois o capitalismo de Estado envolve acontecimentos históricos de domínio nacional (MUSACCHIO; LAZARINI, 2015).

Essas quatro visões teóricas apresentam explicações para que o Estado empreenda por meio da criação de empresas. Entretanto, o tamanho da posição do Estado nessas empresas é evidenciado por Musacchio e Lazarini (2015) em quatro posições: (i) o Leviatã Empreendedor, (ii) Leviatã acionista majoritário, (iii) Leviatã acionista minoritário e (iv) empresa privatizada.

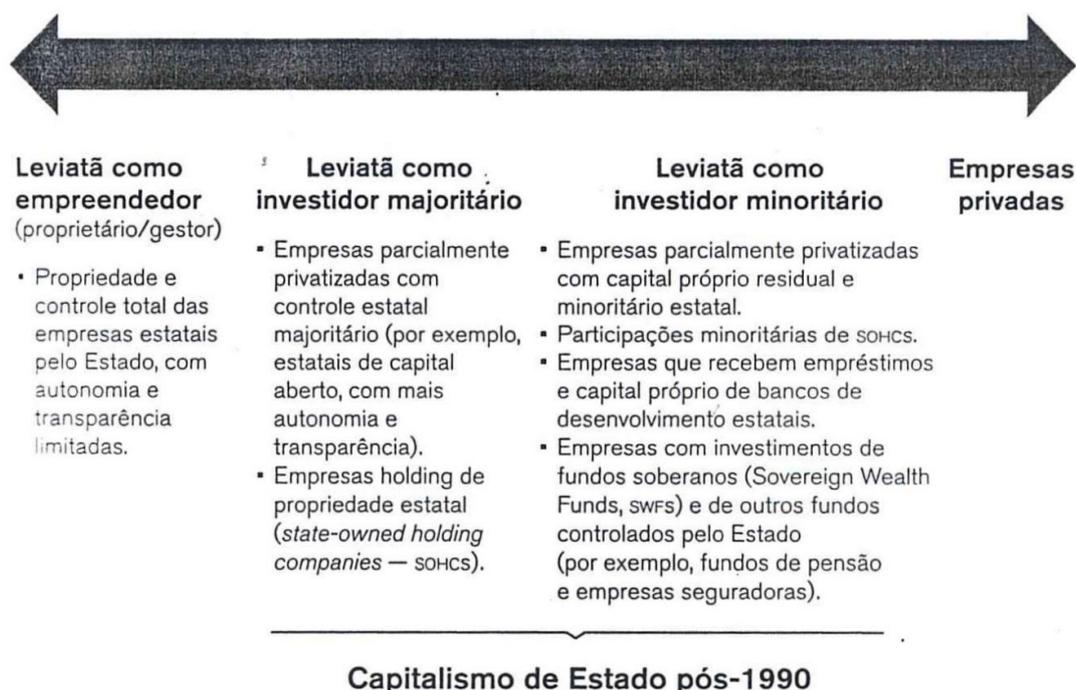


Figura 01 – Variedades de capitalismo de Estado: modelos de organização administrativos  
Fonte: Musacchio e Lazarini (2015, p. 18)

A organização com controle total do governo é caracterizada pela pouca autonomia e pela transparência limitada. A empresa cujo governo é acionista majoritário é SEM, e goza de mais autonomia e de transparência, em função das necessidades de obtenção de recurso via mercado. As entidades cujo governo é acionista minoritário são aquelas que em geral contam com capital do governo via banco de desenvolvimento. As privatizadas estão fora do alcance do governo.

## 2.2 Sociedade de Economia Mista

A história do pensamento econômico apresenta algumas teorias que explicam o papel do Estado na economia. Entre elas destacam-se o liberalismo e o *welfare state*.

O liberalismo propõe que o Estado não deve interferir no mercado, que é regulado por uma força invisível. O *welfare state* indica que o Estado deve fornecer os meios necessários para garantir a sobrevivência da população, enquanto o liberalismo argumenta que o Estado deve intervir para regulamentar a fim de se evitarem problemas à sociedade (BONFIM, 2011).

Diante de diferentes teorias que se propõem a explicar a função do Estado, cabe a ele garantir o bem-estar coletivo. Para isso, é necessário utilizar diferentes tipos de instrumentos. Nesse sentido, o Estado passa a empreender; às vezes sozinho, às vezes em conjunto com investidores, em áreas cujas necessidades da sociedade não são atendidas.

Para Ferreira (1956) e Santos (1959), empresas com participação do Estado em seu capital esteve presente na expansão colonial portuguesa, francesa, holandesa e inglesa. A participação do Estado nessas organizações envolvia a concessão de privilégios, como a possibilidade de a empresa exercer a função de um ente administrativo nas terras conquistadas, e como a obrigação de dividir os lucros e os riscos do negócio com os sócios, entre eles o governo (VALVERDE, 1945).

A associação do capital público e do privado também foi utilizada na Alemanha, quando o *Reich* recuperou bancos e a companhia do aço da falência. A Inglaterra criou em 1908 a *Port of London Authority* e estatizou a *British Broadcasting Corporation*. Na Bélgica, as Sociedades de Economia Mista são utilizadas desde 1884 para a exploração das estradas de ferro. Na França, desde 1919 elas são usadas para a energia hidráulica e na Itália para o refino do petróleo (BONFIM, 2011).

A motivação do Estado ao criar ou estatizar empresas é particular ao país, mas recebe influência da fase histórica. A primeira fase de interferência na economia compreende o período anterior à Segunda Guerra Mundial, em que alguns governos europeus desejaram auxiliar a reestruturação de empresas problemáticas.

Nesse sentido, o governo italiano criou o Instituto de Reconstrução Industrial, que em um primeiro momento, socorreu dois dos maiores bancos do país à época. Porém, em função dessa política de apoio à indústria, chegou a ser proprietário de 20% de todas as empresas italianas em 1937 (COLLI, 2013).

A segunda fase de forte intervenção estatizante na economia durou até 1980 na Europa, na Ásia, na América Latina e na África. O incentivo para esse protagonismo do

Estado foi à depressão econômica, resultado da Segunda Guerra Mundial, na qual os governos europeus assumiram o controle e a gestão de entidades responsáveis pelos serviços públicos e de indústrias. A *The Nacional Coal Board* chegou a controlar 800 minas e ter 720 mil empregados (MUSACCHIO; LAZARINI, 2015).

Para os mesmos autores, os governos de países em desenvolvimento utilizaram as empresas estatais para a industrialização por substituição de importações, aliança com empresas estrangeiras e transferência de tecnologia. Nesse período, destacou-se também a nacionalização de transnacionais na Europa e na Índia.

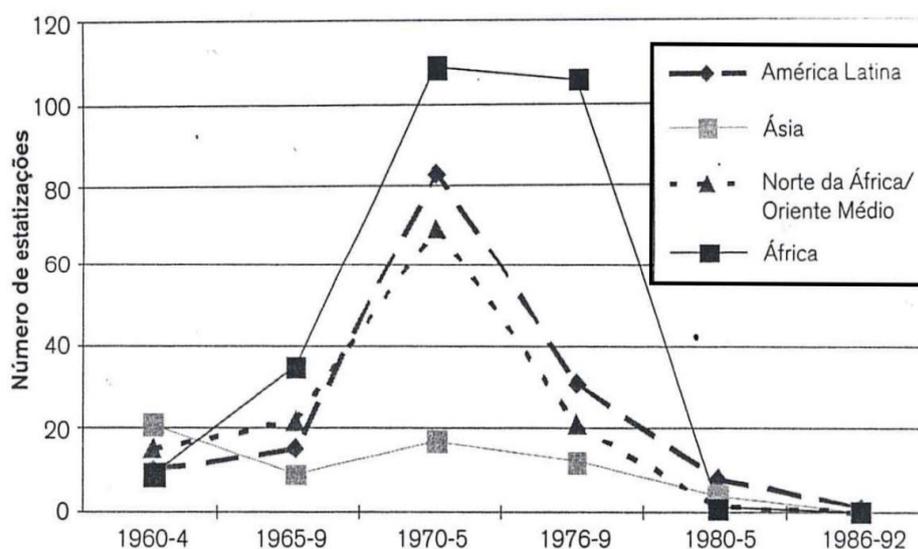


Gráfico 01 – Número de estatização nos países em desenvolvimento

Fonte: Musacchio e Lazarini (2015, p. 45)

O Gráfico 01 apresenta a quantidade de empresas expropriadas entre 1960 a 1992 por áreas geográficas. Destacam-se as estatizações na África e na América Latina no período entre 1970 e 1975.

A terceira fase do Estado empresário é fruto dos choques do petróleo nos anos 1970 e da falta de liquidez na década de 1980, que levaram os governos ao processo de privatização das empresas ineficientes, já que elas dificultaram a estabilização da economia (MUSACCHIO; LAZARINI, 2015).

A privatização de diversas empresas estatais, no início, implicou a transferência integral das propriedades à iniciativa privada, que passou a gerir o controle das empresas. Por último, passou a envolver concessões, arrendamentos e venda de pequenos blocos acionários. Apesar desse processo, os países da OECD ainda mantêm uma importante porção de empresas sob seu controle (BORTOLOTTI; FACCIO, 2009).

A constituição de empresas pelo Estado relaciona-se a seu sistema político e a seu desenvolvimento socioeconômico. Os países que a constituíram podem ser separados em três grupos. Para Pinto Junior (2009), o primeiro grupo é formado pelo antigo bloco socialista, em que esse tipo de instituição é uma escolha política, que funcionava como uma unidade básica de produção e seguia o planejamento governamental, mas não permitia liberdade à livre iniciativa privada.

Para o mesmo autor, o segundo grupo é formado por países em desenvolvimento, para os quais esse tipo de organização procurava ocupar o espaço deixado pela iniciativa privada. Além disso, seus investimentos estavam centrados na indústria de base e na infraestrutura.

O último grupo refere-se às nações desenvolvidas, nas quais os setores estatizados foram uma escolha política motivada por uma razão estratégica: recuperar empresas deficitárias que ocupavam a posição de monopólio (PINTO JUNIOR, 2009).

O Brasil pertence ao grupo de países em desenvolvimento que utilizaram empresas estatais. A utilização desse tipo de instituição se diferencia do modelo europeu porque, para Pinto Junior (2009), o objetivo não foi recuperar setores deficientes, mas ocupar a lacuna deixada pelo capital privado em diversos setores da economia.

No Brasil, a primeira sociedade de economia mista foi o Banco do Brasil, fundado em 12 de outubro de 1808 pelo Príncipe Regente Dom João, como uma sociedade por ações cuja Coroa era um dos acionistas.

A Constituição Brasileira de 1934 apoiou o surgimento de diversas empresas controladas pelo Estado, pois reservava o exercício de algumas atividades econômicas, que, com apoio na depressão mundial dos anos 1930, levou o governo a colocar o Estado na posição de empresário (BONFIM, 2011).

O capitalismo de Estado no Brasil é dividido em duas fases. A primeira se deu até 1930, e o objetivo do governo era evitar o fracasso de alguns empreendimentos privados em setores específicos. O caso do Lloyd Brasileiro e o de ferrovias são característicos dessa época, pois, para auxiliar a empresa de navegação, o governo uniu quatro linhas de navegação, proibiu a competição externa e restringiu o número de entidades que poderiam operar no transporte marítimo de mercadorias (MUSACCHIO; LAZARINI, 2015). Em relação às ferrovias, o caminho foi semelhante, pois o Estado distribuiu concessões na década de 1850 e garantiu dividendos mínimos de 5%, mas a falta de eficiência na operação levou o país a retomar essa malha viária, e o governo chegou à posição de controlar quase 100% de todas as linhas do país em 1953 (MUSACCHIO; LAZARINI, 2015).

A segunda fase, segundo os mesmos autores, apresentou seu auge na década de 1970,

no governo Ernesto Geisel, quando houve o aumento na quantidade de empresas estatais, criadas com nítidos objetivos de política industrial e social, como armazenamento e distribuição de alimentos.

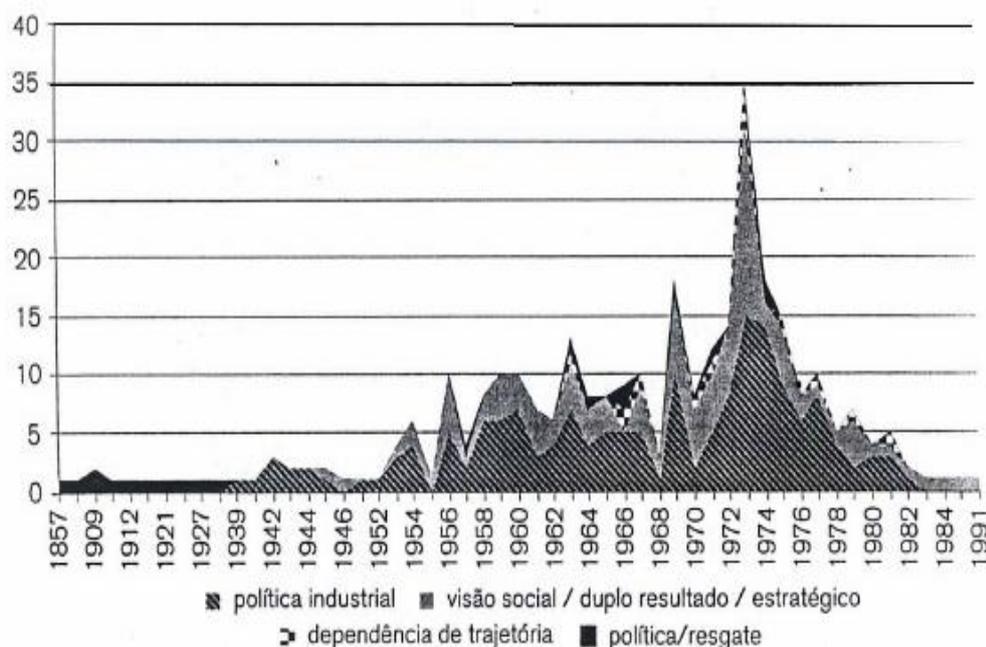


Gráfico 02 – Empresas estatais constituídas por tipo de visão  
Fonte: Musacchio e Lazarini (2015, p. 111)

O Gráfico 02 mostra a quantidade de empresas estatais criadas no país entre 1857 e 1991, por tipo de visão. Assim, no período entre 1968 e 1974, ocorreu o auge na criação de organizações do Estado.

Segundo Pinto Junior (2009), ao se colocar na função de empresário o Estado pretendia capitanear a industrialização em setores estratégicos, concentrando capital para construção de uma base produtiva, cuja missão era fornecer insumos subsidiados a organizações privadas.

A constituição de empresas por parte do Estado é permitida pela Constituição Federal por meio do artigo 173, que aponta como pressupostos a necessidade de interesse coletivo ou a questão de segurança nacional.

As empresas estatais no país são pessoas jurídicas de direito privado que prestam serviços ou executam atividade econômica. Essas empresas podem ser Empresas Públicas ou Sociedade de Economia Mista, quando, em sua estrutura de propriedade, mantêm participação acionária minoritária privada.

A SEM deve ser constituída por lei, possuir personalidade jurídica atendida pelo

direito privado e objetivar um interesse público dentro de critérios financeiros. Em geral, encontra-se em setores importantes da economia e pode impactar a produtividade e a competitividade da indústria, bem como o desenvolvimento econômico e social do país (BONFIM, 2011; IBGC, 2015).

Os motivos que levaram à criação de empresas estatais no Brasil estão relacionados, em um primeiro momento, à instalação de um setor industrial no país, à segurança militar, a problemas regulatórios nos setores de ferrovia, à comunicação e à energia elétrica; e, em um segundo momento, os motivos relacionam-se à verticalização dos negócios, à diversificação das empresas existentes e à estatização das organizações falidas e em dívida com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (PINTO JUNIOR, 2009).

Assim, como exemplo de atuação empresarial, o governo federal criou o Instituto de Resseguro do Brasil em 1939, a Companhia Siderúrgica Nacional em 1941, a Companhia Vale do Rio Doce em 1942, a Companhia Hidrelétrica do São Francisco em 1945, a Fábrica Nacional de Motores em 1946, o Banco do Nordeste do Brasil em 1952, a Petrobrás em 1953 e a Eletrobrás em 1962, entre outras (BONFIM, 2011).

A crise do Estado nas décadas de 1980 e de 1990 levou os governos a reformas na esfera pública, que compreendeu a delegação de poder a outras instituições, na busca pela melhora dos serviços públicos, por meio de utilização de artefatos da iniciativa privada (BEVIR, 2010).

A adoção desses artefatos relaciona-se com o direcionamento do poder do Estado a três diferentes direções: (i) participação em organizações transnacionais; (ii) descentralização para unidades do mesmo sistema político; e (iii) transferência de responsabilidade de realização para instituições externas (PIERRE; PETERS, 2000). A transferência das atividades em que o Estado estava envolvido para instituições externas envolvia convênios, parcerias com entidade sem fins lucrativos, terceirizações e privatizações (DIAS; CAIRO, 2014).

O movimento de privatização ocorreu na década de 1970 na Inglaterra devido ao indispensável equilíbrio das contas públicas, que precisava de recursos para alentar a economia. Nos dez anos de governo Margaret Thatcher, as empresas públicas diminuíram em 50% a participação no Produto Interno Bruto (PINTO JUNIOR, 2009).

Para esse autor, o tratado de *Maastrich* forçou os países europeus a implantarem programas de privatização, visando à arrecadação. Essa tendência de privatização surgiu ao longo de 1980, embora sem a participação italiana, que só ocorreu em 1992. O Gráfico 03 apresenta a receita por privatização no mundo:

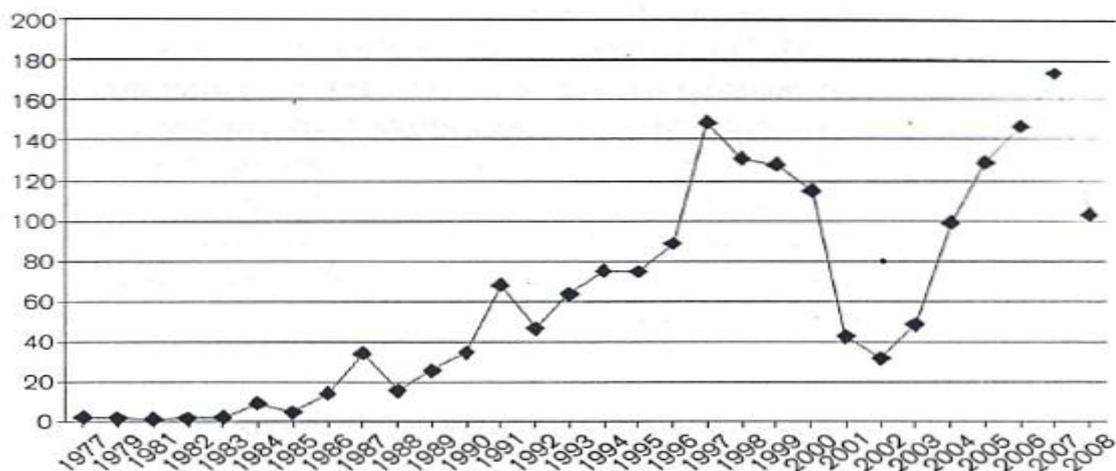


Gráfico 03 – Receitas de privatização em todo o mundo  
 Fonte: Musacchio e Lazarini (2015, p. 61)

No Brasil, as empresas estatais foram apontadas em 1976 como as causadoras dos desequilíbrios macroeconômicos do país, com reflexo na balança de pagamentos e na taxa de inflação (PINTO JUNIOR, 2009).

Nesse cenário econômico, no governo José Sarney (1985-1990), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social utilizou-se da estratégia da privatização do sistema Siderbrás para reciclar sua carteira de ações (PINTO JUNIOR, 2009).

O Programa Nacional de Desestatização foi responsabilidade do governo Fernando Collor (1990-1992), que em sua política econômica utilizou-se da privatização de empresas com controle do Estado — como a Usiminas, a Copesul, a Petroflex e a Fosfértil — pela alegação de desvio da função do Estado e da ineficiência econômica dessas organizações (LOURENÇO NETO, 2002; PINTO JUNIOR, 2009; MACHADO et al., 2009).

Alguns fatores subsidiam essa argumentação: (i) o conflito entre o objetivo político e o financeiro; (ii) o objetivo político dos gestores ou do seu grupo político, e (iii) o apoio financeiro do Estado a essas empresas (PINHEIRO, 1996).

Em relação ao primeiro fator, o conflito ocorre em função da existência de objetivos sociais nas empresas de economia mista, que pode levar a um menor desempenho dessas organizações, devido aos custos de execução dessas políticas sociais (BIONDI, 1999).

Quanto ao segundo fator, a existência do objetivo político relaciona-se à forma como o gestor dessas empresas é escolhido, às vezes indicado por grupos políticos que apoiam o governo e que podem impor seu projeto em vez de priorizar o lucro (MACHADO et al., 2009).

Essa visão da população, contrária ao lucro, é apontada pela pesquisa da revista *Exame*

(2008), que demonstra que para 93% da população, a missão das empresas é gerar emprego. A privatização interfere nesse objetivo político, pois, entre 1990 e 1999, mais de 500 mil empregos foram cortados nas empresas vendidas pelo governo (POCHMANN, 2001).

O somatório desses fatores levava o Estado a financiar a continuidade dessas empresas, que colaboravam para a piora das contas públicas. Por isso, a venda dessas organizações contribuiu para a melhora das contas governamentais. A venda do controle acionário de empresas consideradas eficientes levou o Estado a exigir um ágio compensatório (GIAMBIAGI; ALEM, 1999).

### **2.3 Teoria da agência na Sociedade de Economia Mista**

O termo Estado surge pela primeira vez na obra *O Príncipe*, de Maquiavel, como uma concepção histórica, resultado da evolução por meio da qual a humanidade se desenvolveu de forma primitiva até a sua configuração moderna (SALVETTI NETO, 1977; BOBBIO, BOVERO, 1986; SLOMSKI, 2011).

Nessa configuração, o Estado pode ser explicado pela teoria dos contratos, que, no início, eram estipulados de forma não escrita até o desenvolvimento de uma constituição para o suporte da sociedade (SALVETTI NETO, 1977; BOBBIO, BOVERO, 1986; SLOMSKI, 2011).

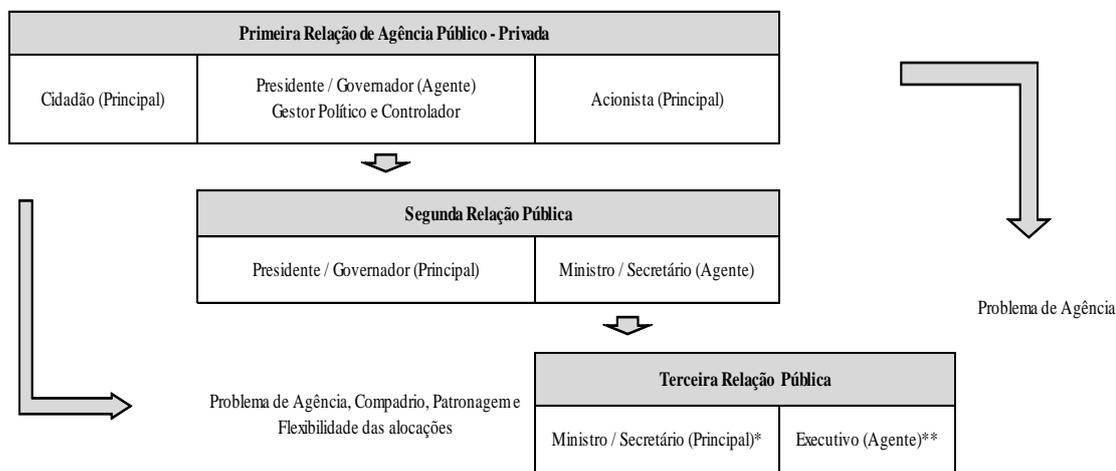
Nesse contrato, o Estado fica obrigado a prestar alguns serviços à sua população. A execução dessa obrigação se dá por meio de seu corpo administrativo, que pode ser direto (Executivo, Legislativo e Judiciário) ou indireto (Autarquias, Fundações, Empresas Públicas e SEM).

O oferecimento de serviços passa pela observação do custo de obtenção deles no mercado ou pela produção própria. Assim, observada a proposta de Coase (1937), ao se internalizar a produção desses serviços, o mercado de transações é eliminado, e, no seu lugar, funciona uma complexa estrutura cujo gestor é quem direciona os fatores de produção.

Essa produção acontece [...] [com custos] para o Estado, pois o governo contrata pessoas, compra matéria-prima, constrói prédios públicos para a produção desses bens e serviços, enfatizando um conjunto de contratos entre fatores de produção (SLOMSKI, 2011, p. 30).

Ao oferecer esses serviços por meio de uma SEM, o Estado estará envolvido em duas delegações de poder no primeiro nível. A primeira envolve a delegação do cidadão para o

presidente ou para o governador (no caso estadual), que passa a representá-lo politicamente e passa a executar seu plano de governo. A segunda delega a posição de acionista minoritário ao presidente, que representa o Estado no papel de controlador da empresa de capital aberto.



\* Uma SEM pode estar subordinada a mais de um ministério ou secretaria;

\*\* O Executivo da SEM podem ser escolhido pelo Presidente/Governador ou Ministro/Secretário, mas vai ser subordinado a hierarquia administrativa

Figura 02 – Delegação de poder em uma SEM  
Fonte: elaborada pelo autor com base em Slomski (2011, p. 33)

Para Siffert Filho (1996), a delegação de poder do cidadão para o presidente ou para o governador envolve três condições necessárias: (i) o gestor público pode dispor de vários tipos de comportamento, (ii) as ações do gestor atingem as duas partes e (iii) há assimetria informacional entre o agente e o principal.

A delegação de poder de caráter público envolve uma cadeia de diversos estágios; e em todas essas faixas existe uma relação de agência. Esse concatenado de relações abriga a oportunidade do surgimento da assimetria informacional, porque em todas essas situações o agente público detém mais informação do que o principal. O resultado dessa circunstância é a incerteza do cidadão em relação à busca pelo governo de seus objetivos sociais (SLOMSKI, 2011).

A segunda parte do primeiro nível da relação de agência envolve também aspectos privados e financeiros, em um modelo de interação social entre os acionistas minoritários das SEM e o governo, que representa o Estado. Ross (1973) aponta que essa relação é influenciada pelo risco moral, pela percepção ao risco, pelo fluxo de informação entre os envolvidos e pela intermediação financeira.

Nessa união contratual pode ocorrer o comportamento oportunista por parte do agente (Estado), que maximiza seu bem-estar e seus objetivos em relação ao principal (minoritários).

O contexto para essa situação está embasado na assimetria informacional, que dificulta aferir a qualidade da ação do agente e a percepção do risco (SAITO; SILVEIRA, 2008).

Para Jensen e Meckling (1976), essa relação apresenta custos com: (i) elaboração do contrato entre as partes, (ii) monitoramento do agente pelo principal, (iii) concessões de garantias por parte do agente e (iv) custos residuais. Nesse contexto, o somatório desses custos aliado a uma ação oportunista do agente pode impactar o resultado apresentado pelas entidades (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976).

No caso das SEM, os custos residuais podem representar os gastos com a obtenção do duplo objetivo, com o compadrio, a patronagem e a flexibilidade das alocações por parte do governo.

O duplo objetivo presente em uma SEM refere-se ao objetivo social, que levou a sua criação e ao econômico, que se relaciona ao fato dessa empresa contar com capital privado. O efeito compadrio ocorre quando empresas ou pessoas se aproveitam de relações políticas para obterem favores do Estado. Esse tipo de influência pode ser disfarçada como se fosse uma política industrial; portanto, os custos dessa política seriam arcados pelo Estado, o que prejudica o alcance do objetivo econômico da SEM (MUSACCHIO; LAZARINI, 2015).

Para os mesmos autores, a patronagem consiste no beneficiamento político por meio da nomeação de membros da coalizão que sustenta o governo para compor a administração da SEM. Essa situação pode envolver os cargos de funcionários, de executivos e de conselheiros. O seu efeito pode ser o afastamento do objetivo econômico para maximização dos dividendos políticos.

O último efeito é a flexibilidade das alocações. Em geral, os governos afastam as SEM de um ambiente de competição por meio do fornecimento de crédito subsidiado, de barreiras de entrada e de políticas de preferência. Esses mecanismos podem impedir essas empresas de alcançarem a eficiência operacional e financeira (MUSACCHIO; LAZARINI, 2015).

## **2.4 Governança corporativa em Sociedades de Economia Mista**

Segundo Almeida et al. (2008), as empresas públicas são os meios pelos quais o Estado executa o seu viés empreendedor, porém quando essas empresas contam com capital privado elas devem atender ao desejo de retorno financeiro dos seus acionistas minoritários.

La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999) estudaram a estrutura de propriedade identificando o controlador final entre cinco tipos, em uma amostra de mais de quinhentas empresas em 27 diferentes países ricos, analisando-as em relação à descrição de Berle e

Means (1930). A concentração acionária encontrada na amostra é elevada em organizações com capital aberto cuja propriedade é familiar ou estatal, pois o processo de privatização pode não ter sido concluído em alguns desses países, como na Áustria, Cingapura, Israel e Itália, pois mais de 40% das grandes entidades com capital aberto possuem controle estatal, fato que pode estar ligado à origem da legislação comercial e à fraca proteção aos acionistas minoritários (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

O controle das empresas com capital aberto e negociado na bolsa no Brasil está se alterando com o aparecimento do compartilhamento do controle, que ainda está em poder de investidores institucionais e que possuem elevado percentual acionário, como nas empresas controladas pelo Estado (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002).

A autonomia dessas entidades é uma condição para adoção das práticas de governança corporativa, dada a dificuldade que as empresas com controle do Estado apresentam para adotar técnicas utilizadas nas firmas privadas (BOYNE, 2002; BOOT; GOPALAN; THAKOR, 2006).

Uma das técnicas apontadas para melhorar a SEM é a governança corporativa, mas a adoção dessas práticas pode ser simplificada para as organizações controladas pelo Estado.

Campanario et al. (2014) apontam que os fatores que podem impactar o efetivo funcionamento da governança corporativa em empresas com controle do Estado são a compreensão da realidade pública, a representação dos *stakeholders*, a adaptação à legislação específica, o foco na melhora e na implantação das práticas no início dos mandatos governamentais.

A ocupação da posição de gestor de empresas de capital misto por indicação política traz a sua motivação pessoal na obtenção de retorno político por meio da utilização do recurso da empresa para satisfação de seu eleitorado. Essa prática é nociva à instituição, aos contribuintes e aos acionistas. A instituição é prejudicada pela falta de preocupação com a saúde financeira e operacional. Os contribuintes são prejudicados por não terem o seu objetivo social alcançado, e também os acionistas, pois seus recursos são utilizados em dissociação ao objetivo de maximização do resultado financeiro (MELLO JUNIOR, 2008; NESTOR; MAHBOODI, 2008).

O alcance dos objetivos sociais pela presença do Estado como acionista em vez de regulador foi considerado em diversos países uma forma mais fácil de obtenção de resultados almejados pelo governo (NESTOR; MAHBOODI, 2008).

Segundo os mesmos autores, essas organizações não mais cumpriam objetivos econômicos, pois eram utilizadas para criar empregos e atribuírem prestígio a políticos.

A utilização política das empresas com capital misto apresenta estas características: utilização de fracos incentivos para a eficiência, prestação de conta deficitária, direitos trabalhistas generosos e estabilidade no emprego. O somatório desses apontamentos pode influenciar o desempenho das empresas controladas pelo governo (MELLO JUNIOR, 2008; NESTOR; MAHBOODI, 2008).

No Brasil, a privatização incentivou a adoção de práticas de governança corporativa no país, tanto nas empresas que foram vendidas, como nas empresas estatais residuais (MELLO JUNIOR, 2008).

Os organismos multilaterais, como a OECD, passaram a incentivar a adoção dos mecanismos e das práticas de governança corporativa nas SEM, para melhorar a gestão dessas organizações, reforçando a obrigação com o retorno aos acionistas minoritários (PINTO JUNIOR, 2009).

A razão para implantar uma política direcionada à adesão das SEM às práticas de governança corporativa está relacionada à posição representativa dessas instituições na economia mundial, ao papel do Estado como acionista, às especificidades desse tipo de entidade, ao possível impacto na produtividade e no desempenho, e à necessidade de se criar um ambiente de competição favorável entre as empresas públicas e as privadas (OECD, 2005).

Segundo a OECD (2005), os problemas que a adoção dos mecanismos e as práticas de governança devem enfrentar são relacionados à influência política na gestão, à inoperância do Conselho de Administração e à falta de transparência.

Outra dificuldade existente neste contexto é o papel do Estado tanto na posição de controlador como na de regulador. Assim, propõe Pinto Junior (2009) que o Estado como acionista majoritário oriente-se pela lógica de acionista privado, resguardando o desempenho econômico-financeiro da SEM. Nesse sentido, destaca-se a qualidade da gestão de seus executivos como item condicionante da eficiência dessas empresas.

A SEM apresenta dois problemas que impactam a sua gestão. O primeiro relaciona-se à sua excessiva benevolência a funcionários; e o segundo associa-se à falta de controle, que gerou a criação da Secretaria de Controle das Empresas Estatais em 1979 (PINTO JUNIOR, 2009).

O Estado é apontado como um controlador fraco devido à sua desorganização administrativa, à falta de clareza dos objetivos públicos que devem ser executados por essas empresas, e à necessidade de formação de um governo de coalizão, que pode implicar na busca de objetivos políticos pelas empresas estatais.

O somatório desses fatores dificulta o controle dos gestores das SEM, situação que pode afetar o resultado financeiro das SEM de quatro diferentes formas: (i) a relação de agência, (ii) o compadrio, (iii) a patronagem e a (iv) flexibilidade das alocações.

Nesse contexto, pode compensar ao governo a adoção de práticas de governança corporativa às SEM, pois seria uma forma de atrair investidores minoritários e de melhorar os conselhos fiscais e de administração; assim, haveria melhor controle sobre essas entidades e sobre seus respectivos gestores.

A adoção dos mecanismos e das práticas de governança corporativa para SEM no Brasil compreende três razões. A primeira consiste no fato de que esse tipo de empresa tem participação importante no Ibovespa, evidência da procura por suas ações por investidores minoritários. A segunda refere-se à participação dessas entidades em setores estratégicos, que podem influenciar toda a cadeia produtiva. A terceira razão é o exemplo que o governo pode oferecer ao mercado (SILVEIRA, 2010).

Nesse Contexto, a OECD (2005) publicou um guia com princípios para esse tipo específico de entidade, que pretende ser um *benchmark* internacional para os governos de diferentes países.

Assim, foi proposto pela instituição que deve haver separação entre o papel do Estado como acionista e como regulador. Ademais, deve haver reforço na execução da posição de proprietário ativo, separação das decisões políticas dos negócios diários da empresa, melhora da transparência e dos controles internos, supervisão de auditoria independente e fortalecimento do Conselho de Administração.

Essas políticas são relevantes no contexto nacional, pois a história evidencia problemas de gestão nas SEM, como no caso do Banco do Nordeste do Brasil, cujo diretor indicado por meio político em 2006 resolveu deduzir a dívida de uma empresa de 65 milhões para 6,6 milhões. Outro caso famoso foi a troca dos executivos de comando do Banco do Brasil em 2009 devido à divergência com o governo em relação à baixa na taxa de juros (SILVEIRA, 2010).

Nesse sentido, o IBGC (2015), por meio de um caderno de boas práticas de governança para sociedade de economia mista, propôs sete políticas relacionadas a três princípios de governança: (i) Tratamentos aos Acionistas, (ii) *Compliance* e (iii) Transparência. Também propôs vinte e sete recomendações para dois mecanismos internos de governança: Conselho de Administração e Conselho Fiscal. Esse conjunto de recomendações está contido no quadro 01, que relaciona as propostas aos mecanismos e princípios de governança.

<b>Conselho de Administração</b>		<b>Tratamento aos Acionistas e Transação entre Partes Relacionadas</b>
1.01 Papel e Atribuição	1.15 Regimento Interno	3.01 Tratamento aos Acionistas
1.02 Número de Membros	1.16 Secretaria de Governança	3.02 Tratamento entre Partes Relacionadas
1.03 Requisito Mínimo	1.17 Avaliação	3.03 Conflito de Interesses
1.04 Representante de Empregados	1.18 Relacionamentos	
1.05 Educação Continuada	1.19 Responsabilidade Legal dos Conselheiros	
1.06 Prática de Nomeação		<b>Controles Internos e Conformidade (Compliance)</b>
1.07 Novos Conselheiros	<b>Conselho Fiscal</b>	4.01 Conformidade e Integridade
1.08 Remuneração	2.01 Papel e Atribuição	4.02 Código de Conduta
1.09 Independência	2.02 Composição	4.03 Gerenciamento de Riscos e Controles
1.10 Presidente do Conselho	2.03 Práticas de Nomeação	
1.11 Disponibilidade de Tempo	2.04 Remuneração	<b>Transparência e Divulgação de Informações</b>
1.12 Comitês	2.05 Agenda de Trabalho e Regimento Interno	5.01 Transparência e Divulgação de
1.13 Comitê de Auditoria	2.06 Conselho Fiscal e seus Relacionamentos	Informações
1.14 Calendário e Agenda	2.07 Parecer	
	2.08 Responsabilidade Legal dos Conselheiros	

Quadro 01 – Recomendações do IBGC (2015) para as SEM  
 Fonte: elaborado pelo autor com base em IBGC (2015)

Esse conjunto de recomendação não aborda todos os princípios e os mecanismos de governança. Isso pode representar uma dificuldade no enfrentamento para os quatro conjuntos de influência que impactam o desempenho da empresa: relação de agência, o compadrio, a patronagem e a flexibilidade das alocações.

Assim, devido à importância dessas empresas, a Bolsa de Mercado e Futuro – Bolsa de Valores de São Paulo (B<sup>3</sup>) propôs em 2015, revisando em 2017, um programa de melhora da governança corporativa para as empresas listadas. Esse programa envolveu quatro linhas de ações, que foram divididas em vinte e cinco recomendações.

<b>Transparência</b>	2.08 Política de Transações com Partes Relacionadas 2.09 Aprimoramento das Atribuições do Conselho Fiscal/ Auditoria
1.01 Divulgação de Políticas e Regimento Interno no Website 1.02 Previsão no estatuto de divulgação das atas 1.03 Aprimoramento ao Conteúdo do Formulário de Referência 1.04 Divulgação de Candidatura de membro do CA a cargo eletivo 1.05 Carta Anual de Governança Corporativa 1.06 Política de Divulgação de Informações 1.07 Relatório Integrado ou de Sustentabilidade	<b>Composição da Administração</b>
	3.01 Requisitos Mínimos 3.02 Aderência aos Requisitos Mínimos 3.03 Avaliação dos Administradores 3.04 Vedação à Acumulação de Cargos 3.05 Mandato dos Conselheiros 3.06 Números de Membros dos Conselho de Administração 3.07 30% de Conselheiros Independentes 3.08 Treinamentos
<b>Controles Internos</b>	<b>Compromisso do Controlador</b>
2.01 Segregação de funções e alçadas de decisão 2.02 Código de Conduta ou Integridade 2.03 Treinamentos sobre Código de Conduta 2.04 Instalação de Área de <i>Compliance</i> e Riscos 2.05 Atribuições da Área de <i>Compliance</i> e Riscos 2.06 Auditoria Interna e Comitê de Auditoria Estatutário 2.07 Política de Administração de Riscos	4.01 Compromisso com o Controlador Público

Quadro 02 – Recomendações da B<sup>3</sup> (2017) para as SEM  
 Fonte: B<sup>3</sup> (2017)

A adoção dessas práticas é voluntária, e as empresas que adotarem todas as práticas recomendadas serão certificadas na primeira categoria; enquanto as que tiveram ao menos a adesão dos itens indicados e uma pontuação de acordo com o programa ficarão na segunda categoria (B<sup>3</sup>, 2017).

#### **2.4.1 Experiência internacional em governança corporativa para Sociedades de Economia Mista**

A política de privatização das empresas estatais está ligada às propostas econômicas do Consenso de Washington (SAM, 2013). A operacionalização dessa proposta ao redor do mundo envolveu a privatização total, na qual o Estado vende toda a participação acionária que possui da empresa, e a privatização parcial, na qual é vendida parte das ações, mas o Estado se mantém na posição de controlador.

Para Bennett, Esterin e Maw (2005), entender a opção do governo de realizar uma privatização parcial é difícil, porque um dos motivos para realizar este processo é cortar o vínculo financeiro entre a empresa e o Estado. Esse fato não ocorre quando se forma uma SEM.

A privatização parcial foi uma opção econômica operacionalizada por diversos países no mundo, como em nações em desenvolvimento, por exemplo China e Brasil, e também em países desenvolvidos; como apontado por Boardman, Eckel e Vining (1986), Boubakri, Cosset e Guedhami (2004) e Koppell (2007) — nos Estados Unidos, na Inglaterra, no Japão, na França, no Canadá e na Itália.

Para Sam (2013), em contraponto ao observado nos países de tradição anglo-saxônica, o problema das SEM na Ásia envolve os acionistas controladores, o governo e os minoritários. Isso aproxima as empresas de capital misto desses países à situação brasileira.

As SEM são uma forma popular presente nos mais diversos países na busca para oferecer produtos e serviços à população; assim, essa experiência internacional aponta pontos de aproximação e de distanciamento nesse processo de aderência à governança corporativa.

A experiência da Indonésia com a governança corporativa é relacionada à crise asiática, que começou na Tailândia e espalhou-se para as Filipinas, Malásia e Coreia do Sul. Para o enfrentamento dessa crise, o Fundo Monetário Internacional exigiu a implantação das práticas de governança nas empresas, pois essa era uma das vulnerabilidades econômicas destes países (KAMAL, 2010).

Segundo o mesmo autor, a Indonésia criou o seu primeiro código de governança

corporativa em 2000; posteriormente, ele foi revisado em 2006, e serviu de base para todas as empresas, inclusive as SEM.

Para Kamal (2010), esse código falha por estar apoiado em modelos gerais e por não enfrentar problemas específicos desse tipo de organização, como a existência de diversos objetivos, a interferência política na empresa e a nomeação de diretores e conselheiros não profissionais.

Outra experiência de governança corporativa aplicada a SEM ocorreu em Singapura, onde o governo caminhou no sentido de separar os interesses políticos e econômicos do Estado das empresas controladas, já que esses são lados antagônicos, pois se espera que o Estado ocupe a posição de regulador do mercado, e não a de controlador societário, o que possibilita o aparecimento de conflito de interesse para com os acionistas minoritários (SAM, 2010).

Segundo o mesmo autor, para que essa política de gestão fosse aplicada, as empresas com controle do Estado foram organizadas em uma *holding*, que deveria preconizar os interesses comerciais, servir de ponte para as empresas com controle privado, aplicar os mecanismos internos e externos de governança e promover a eficiência.

A adoção dos valores da governança corporativa na Sérvia — uma antiga república socialista — envolveu o seu contexto histórico e o ambiente de negócios existente após a guerra da Bósnia, que era marcado pela forte presença do Estado, pela informalidade, pelo clientelismo, pela corrupção e pela presença da máfia. Esse contexto levou à falta de ética nesse ambiente financeiro, à exploração do trabalho e ao abandono das autoridades reguladoras (UPCHURCH; MARINKOVIC, 2011).

Segundo esses autores, o processo de reconstrução do país contou com apoio de organizações internacionais, como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional, que condicionaram esse auxílio a uma agenda de liberação, a privatizações de empresas públicas e à adoção das práticas de governança.

Esse processo resultou em greves locais, pois as 17 maiores empresas do país eram geridas por coalizões políticas de nível nacional. Esses grupos formavam o conselho de administração das organizações e sua diretoria, enquanto que outras quinhentas empresas eram geridas por representantes locais. Assim, esse processo de abertura econômica, privatização e adoção das práticas de governança em empresas estatais enfrentaram a dificuldade dos acordos políticos locais e o interesse dos funcionários dessas firmas (UPCHURCH; MARINKOVIC, 2011).

A crise financeira de 2008 levou o governo de diversos países europeus a socorrerem

suas empresas, acarretando um aumento do investimento do Estado em bolsa. O Estado passou a interferir na governança corporativa dessas empresas, devido aos objetivos não financeiros dele (BORISOVA et al., 2012).

Os autores observaram — em uma amostra com 373 organizações de 14 países (Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Inglaterra, Irlanda, Itália, Portugal e Suécia), com dados do período entre 2003 e 2008 — o impacto da presença do Estado na qualidade da governança corporativa.

Os resultados apontam que a presença do Estado entre os acionistas relaciona-se ao detrimento da governança corporativa, porque, nessas empresas, ocorreu uma queda do número de comitês de governança, o aumento do poder do CEO (*chief executive officer*) e o uso de ações com direitos societários especiais para direcionar a gestão da instituição (BORISOVA et al., 2012).

As SEM chinesas são supervisionadas por uma comissão administrativa, que pode ser local ou central, que mantém a interferência política na gestão dessas organizações. Essa influência remonta à abertura ocorrida pós-1970, que culminou com a privatização parcial de pequenas e médias empresas estatais, e ao aumento da responsabilidade dos gestores dessas entidades, que resultou no aumento da produtividade dessas empresas (SAM, 2013).

Segundo o mesmo autor, uma segunda reforma impactou essas entidades: a reforma econômica proposta pelo Partido Comunista Chinês em 1992. Ela continha um aperfeiçoamento estratégico para as empresas estatais, que após resistências, envolveu criação de monopólios, privatização de pequenas empresas e cortes de funcionários.

## **2.5 Pacote de remuneração de executivo**

O Estado brasileiro utiliza-se de gestores para a administração das suas empresas. Essa delegação de poder de decisão comporta um conflito de interesse, pois, ao transferir essa responsabilidade ao gestor, o ente público continua sendo o beneficiário do resultado obtido pelo esforço do executivo (BREALEY; MYERS, 1992; ANTUNES et al., 2008).

Esse conflito de interesse está embasado no descasamento entre quem realiza o esforço para a obtenção do resultado, no caso o gestor, e quem será o beneficiário desse empenho, o Estado (ANTUNES et al., 2008).

Assim, se o retorno do empenho do gestor for menor do que sua remuneração, esse poderá deixar de perseguir o objetivo do Estado e passar a maximizar sua utilidade pessoal (MARRIS, 1963; LOPES; MARTINS, 2005). Nesse ponto existe uma dificuldade peculiar,

pois o Estado possui uma população representada pelo governo, fato que torna complexo estabelecer sua utilidade (ANTUNES et al., 2008).

No caso do Governo Federal do Brasil, o estabelecimento dessa diretriz a ser alcançada pelos gestores pode envolver até três ministérios: o da Fazenda, por meio da Secretaria do Tesouro Nacional (Decretos 1.091/1994 e 2.673/1998); o do Planejamento, por meio do Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (Decreto nº 3.735/2001), e um terceiro Ministério, relacionado à área de atuação da empresa. Nesse cenário complexo, a União criou a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União, para melhorar a definição do objetivo das suas empresas (Decreto nº 6.021/2007).

Assim, para esse tipo de entidade, o desejo dos gestores pela maximização de suas utilidades pessoais poderá ser maior do que em uma entidade privada, pois uma indicação política teria os levado a essa posição (ANTUNES et al., 2008).

A passagem do poder de tomar decisão do principal (Estado) ao agente (gestor) é caracterizada como uma relação de agência, pois o Estado escolhe um gestor para conduzir a entidade, e ambos acordam o pagamento por esse serviço (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976).

O alinhamento do interesse dos envolvidos com a empresa no conflito entre o principal e o agente abrange os mecanismos de governança, pois estes existem para que as decisões tomadas pela gestão sejam de interesse dos envolvidos com o negócio, e evitem a expropriação do principal.

Esses mecanismos de controle são as formas por meio das quais se procura mitigar os conflitos, diminuindo as possibilidades de desvios, para assim alinhar os interesses dissonantes na organização, e possibilitar seu desenvolvimento.

As estruturas internas pretendem ajustar o comportamento oportunista a políticas baseadas na entidade, enquanto que as externas são derivadas da necessidade da sociedade ou do mercado de controlar as práticas gerenciais que podem prejudicar a empresa toda (SILVEIRA, 2002).

Entre os mecanismos classificados como interno está o Pacote de Remuneração dos Executivos, que é baseado no modelo de interação, cujo principal delega a um agente o direito de tomar decisão em troca de uma remuneração, que funciona como uma forma de incentivo para que esse maximize a riqueza do principal (ROSS, 1973).

O estímulo financeiro deve estar vinculado aos resultados, com metas e objetivos claros, como a geração de valor econômico para a organização (IBGC, 2009).

Assim, ao desenhar o pacote de recompensas dos executivos, deve-se levar em consideração a necessidade de fazer os gestores se motivarem pela busca dos objetivos dos acionistas, pelo respeito ao planejamento estabelecido pelo conselho de administração e pela eficiência na tomada de decisão (BLOCHER et al., 2007).

Para Larrate (2013), no planejamento do pacote de remuneração deve-se observar a imunidade a choques exógenos, que pode ser obtida evitando-se relacionar a remuneração a aspectos incontrolláveis, cuidando da aversão a risco pelos gestores, flexibilizando a composição salarial (já que as estratégias da empresa mudam ao longo do tempo), respeitando questões éticas, e criando um ambiente que dificulte o gerenciamento do resultado.

A utilização da forma de pagamento dos executivos atrelada ao desempenho da empresa cresceu nos Estados Unidos da América, e a maior parte das organizações utiliza como forma de incentivo as ações ordinárias e as opções (CORE; GUAY; LARCKER, 2001).

Essa forma de remuneração deve estar atrelada às estratégias organizacionais, que por sua vez são operacionalizadas por meio do sistema de controle gerencial, que monitora as atividades da empresa, o comportamento e as decisões tomadas pelos executivos (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2002).

O sistema de controle gerencial envolve os incentivos pecuniários, devido aos impactos desses sobre o desempenho dos executivos e sobre o alcance dos objetivos da empresa. Esse estímulo é maior do que o salário (OYADOMARI et al., 2009).

Os incentivos gerenciais ofertados aos executivos podem ser determinados por características relacionadas a critérios de determinação, governança corporativa e fatores contingenciais (BARKEMA; GOMEZ-MEJIA, 1998).

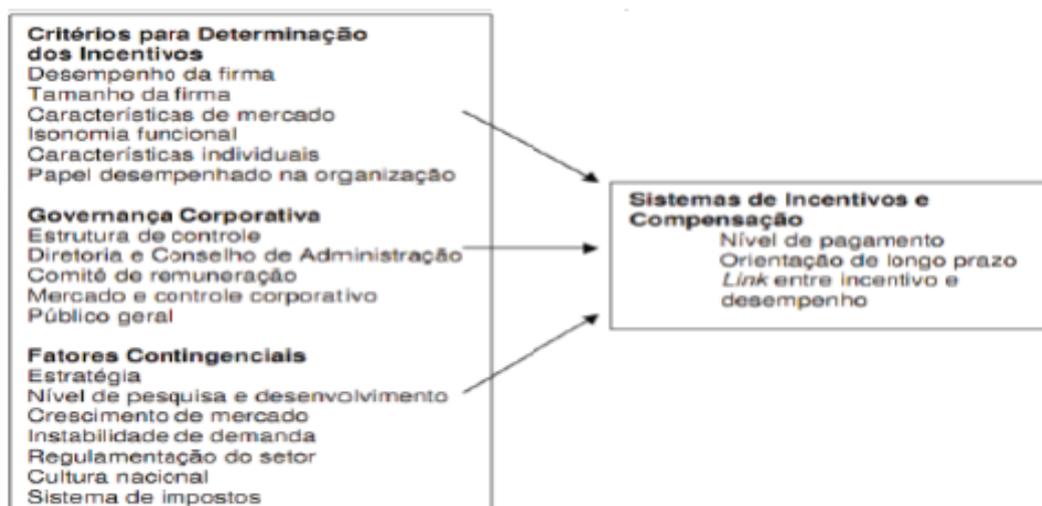


Figura 03 – Fatores para determinação dos incentivos oferecidos aos gestores em empresas privadas  
Fonte: adaptada por Costa, Teixeira e Galdi (2013) com base em Barkema e Gomez-Mejia (1998)

Os benefícios oferecidos pelas empresas aos colaboradores contemplam assistência médica, transporte, alimentação, cursos e seguro de vida, entre outros; porém, em geral, para os executivos, outros incentivos financeiros são utilizados para se alinhar o esforço da alta gestão aos objetivos dos acionistas (BRISOLLA JUNIOR, 2004).

As políticas de remuneração aos executivos compreendem três dimensões: (i) o nível, que se relaciona ao custo total do pacote de remuneração, (ii) a forma, que envolve o pagamento ao executivo e o seu desempenho e (iii) sua composição, que é a definição dos itens componentes desse leque de benefícios (BAKER; JENSEN; MURPHY, 1998).

Para Byrd, Parrino e Pritsch (1998), o pacote de remuneração dos executivos pode afetar decisões importantes do negócio, como a escolha dos investimentos, as fontes de financiamento, a distribuição dos resultados e a aceitação ao risco.

A gratificação aos executivos está inserida na área de finanças, em função de sua possível ligação com o resultado; mas também com a área de recursos humanos (CAMARGOS; SILVA, 2007).

A área de recursos humanos mantém três importantes funções: atração, desenvolvimento e manutenção dos colaboradores na organização. A função de manutenção relaciona-se à remuneração, que em sua vertente estratégica, utiliza-se da remuneração variável para recompensar a contribuição dos executivos (DAFT, 1999).

O objetivo desse tipo de recompensa é alinhar a contribuição dos executivos ao desempenho do negócio, motivando o gestor pela divisão dos resultados, e assim promover a busca do objetivo esperado (WOOD JUNIOR; PICARELLI FILHO, 2004).

Os incentivos ofertados aos executivos podem enfrentar problemas, como o estabelecimento de medidas contábeis, a motivação e a incongruência de metas entre o gestor e a empresa (FESSLER, 2003).

Assim, a formação do pacote de recompensa de executivos deve ser uma combinação de diferentes formas de remuneração, e estipulada de forma estratégica, devido à concentração de poder e à diferença para os demais colaboradores da entidade (WOOD JUNIOR; PICARELLI FILHO, 2004; OLIVA; ALBUQUERQUE, 2007).

Para Krauter (2009), o conceito de remuneração dos executivos pode ser dividido em diversas formas, financeiras e não financeiras, representadas na figura 04.

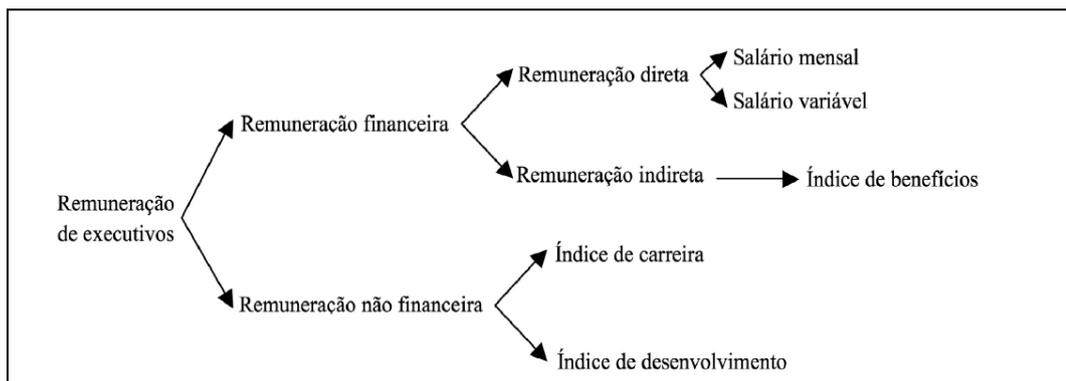


Figura 04 – Conceito de remuneração  
Fonte: Krauter (2009, p. 44)

A remuneração financeira pode ser decomposta em uma parcela fixa e outra variável. A fixa refere-se ao salário, à contribuição social, às gratificações e ao *skill based pay*. A variável, ao desempenho, e pode ser combinada de variadas formas, como: *gain sharing*, *profit sharing*, *stock options* e *pay for performance* (BRISOLLA JUNIOR, 1994).

O *gain sharing* é um incentivo ligado à redução de custos e de ganhos de produtividade. O *profit sharing* é o direito a uma parcela do lucro. As *stock options* são o direito à aquisição de ações por valores subsidiados. O *pay for performance* é o recebimento de prêmios e de bônus por metas pessoais, e o *skill based pay* é o pagamento diferenciado por algum conhecimento especial contido ou adquirido, mas que dificilmente é aplicado a gestores (BRISOLLA JUNIOR, 1994).

A remuneração variável dos gestores deve ser dividida em curto prazo, em que a recompensa pode ser constituída por um bônus, e em longo prazo, que pode ser baseada no pagamento atrelado a ações ou a opções (LARRATE, 2013).

Segundo o mesmo autor, o pagamento da remuneração de curto prazo pode se dar pela forma de bônus corrente, em que o valor é saldado ao final do período combinado; ou por bônus diferido, em que o pagamento é feito de forma fracionada.

A recompensa de longo prazo baseada em ações pode envolver ações virtuais, em que o gestor recebe o valor equivalente a uma quantidade de ações pré-determinadas. Ações por desempenho (em que o executivo se torna acionista após a empresa alcançar uma meta estipulada), por direito sobre a valorização de uma quantidade de ações, por um auxílio para compra de ações da empresa ou por direito sobre opções de ações (LARRATE, 2013).

A remuneração não financeira está relacionada ao desenvolvimento da carreira do gestor: “as ações das organizações englobam mecanismos de planejamento e acompanhamento de carreira, de recolocação em caso de demissão, de recrutamento interno e de

preparação para a aposentadoria” (KRAUTER, 2013, p. 261).

Remuneração Fixa	Remuneração Variável de Curto Prazo
<p><b>Direta:</b> Salário Base; Contribuições Sociais; Gratificações Anuais; Décimo Terceiro Salário; Férias.</p> <p><b>Indireta:</b> Assistência Médica; Aluguéis; Auxílio Alimentação; Veículo; Etc.</p> <p><b>Skill Based Pay:</b> remuneração aos indivíduos com base nas habilidades ou conhecimentos que possuem (podem ser também de longo prazo).</p>	<p><b>Gain Sharing:</b> remunera em função da redução dos custos ou da produtividade;</p> <p><b>Profit Sharing:</b> são os lucros distribuídos em um determinado período;</p> <p><b>Pay-for-Performance:</b> vincula-se ao alcance de metas/resultados individuais, traduzindo-se em bônus ou gratificações em dinheiro.</p>
	Remuneração Variável de Longo Prazo
	<p><b>Stock Options:</b> são incentivos para a aquisição de ações com preço subsidiado;</p> <p><b>Benefício de Remuneração em Ações:</b> proporciona pagamento futuro vinculado ao valor de mercado das ações;</p> <p><b>Benefícios Pós-Emprego:</b> obrigação pós extinção do contrato de trabalho, como plano de aposentadoria complementar, seguro, etc.</p>

Quadro 03 – Detalhamento dos tipos de remuneração

Fonte: adaptado com base em Beuren, Silva e Mazzioni (2014), Oliva e Albuquerque (2007) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2000)

Esse sistema de incentivo deve conter limites para o gestor, impedindo que ele esteja no processo decisório, na sua fiscalização e na deliberação da sua remuneração (IBGC, 2009).

A remuneração variável é uma parte do pacote de remuneração das empresas. O seu intuito é reconhecer a contribuição dos executivos para o desempenho da organização, evidenciando um possível vínculo entre o objetivo da empresa e o esforço do executivo (BRISOLLA JUNIOR, 2004).

A recompensa variável pode ser aplicada por meio de uma bonificação anual, distribuição de ações, opções, participação nos resultados e a distribuição de lucros (MILKOVICH; BOUDREAU, 2000; WOOD JUNIOR; PICARELLI FILHO, 2004).

O pagamento aos executivos é feito por meio de ações da empresa, de opções ou de dinheiro, porque os valores estão relacionados ao preço de mercado das ações da entidade. Essa prática pode levar os gestores a manipularem a realidade na busca por esse prêmio.

Um problema com a remuneração variável é que o pacote de remuneração dos executivos é considerado excessivo. Talvez a remuneração variável não esteja relacionada com o desempenho das empresas (CONYON; GREGG; MACHIN, 1995; FUNCHAL; TERRA, 2006).

### 2.5.1 Estudos internacionais sobre pacote de remuneração de executivo

O tema remuneração de executivo e desempenho empresarial atrai atenção em diversos países e nos Estados Unidos da América as publicações *Fortune* e *The Wall Street Journal* já publicaram reportagens sobre o assunto destacando a correlação entre esses dois constructos (MURPHY, 1985).

Nesse sentido, a pesquisa de Murphy (1985) possuiu o objetivo de verificar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho e o retorno de mercado em uma amostra que compreendeu 461 executivos de 72 empresas americanas com dados do período entre 1964 e 1981. O método estatístico foi uma regressão com dados em painel em que a variável dependente foi a remuneração total recebida pelos gestores e as variáveis independentes foram as vendas, o retorno de mercado, o retorno relativo e três *dummies* de posição para identificar a função que o executivo ocupa na organização. Os resultados apontaram que a remuneração dos executivos pode ser explicada pelo desempenho da empresa, retorno de mercado e a posição que o mesmo ocupa na empresa.

Jensen e Murphy (1990) estudaram a influência da remuneração fixa, variável e total no desempenho das empresas americanas em uma amostra que envolveu 1688 executivos, de 1049 empresas cujos dados pertencem ao período de 1974 a 1986. Nesse estudo foi utilizado o método estatístico da regressão por Mínimos Quadrados Ordinários, sendo as variáveis independentes o Valor de Mercado (VM), o lucro líquido e as vendas. O resultado apontou um declínio na relação entre o desempenho da empresa e a remuneração dos executivos no período de 1930 até 1984, sendo que um aumento de \$1000 no resultado para os acionistas gera um aumento de \$3,25 no pacote de remuneração dos executivos, que possuem em média 0,25% das ações ordinárias das empresas que participam da gestão, e a maior parte da remuneração é recebida na forma de bônus.

Mehran (1995) estudou a relação entre o sistema de remuneração dos executivos e o desempenho das empresas americanas, utilizando uma amostra de 153 indústrias, com dados de 1979 e de 1980. O método estatístico utilizado foi uma regressão pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários, em que o percentual de remuneração baseada em ação, o Retorno sobre o Ativo (ROA) e o Q de Tobin foram as variáveis independentes. O percentual de ações e de opções detidos pelo presidente, diretores, executivos, acionistas minoritários e o percentual de diretores externos foram utilizados com variáveis dependentes e o crescimento das vendas, o endividamento, o risco e o tamanho da empresa foram utilizados com variáveis de controle. Assim, o resultado apontou uma relação positiva entre o percentual de

remuneração baseada em ações e o crescimento das vendas.

O trabalho de Ángel e Fumás (1997) teve o objetivo de procurar evidências empíricas na Espanha para apoiar uma teoria sobre a remuneração dos gestores. Para isso, o trabalho utilizou uma amostra com dados de 1990 a 1992, de 9.395 gestores de diversas empresas espanholas. O estudo utilizou como variáveis a remuneração, o tamanho, a rentabilidade, o volume de vendas e a experiência dos gestores. O resultado encontrado revelou uma associação positiva entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos.

A pesquisa de Conyon (1997) examinou o impacto da governança corporativa na remuneração dos executivos em uma amostra que envolveu 213 grandes empresas inglesas, com dados do período entre 1988 e 1993. Para essa análise, o método estatístico utilizado foi uma regressão, em que a variável dependente foi a remuneração total dos executivos e as variáveis independentes foram as vendas, o retorno ao acionista e a governança corporativa. Os resultados assinalaram que a remuneração dos executivos está positivamente correlacionada ao retorno aos acionistas e às vendas.

Murphy (1999) realizou uma revisão bibliográfica sobre a remuneração dos executivos extensiva às práticas salariais testadas empiricamente, sobre as quais formulou a proposição de que o tamanho da empresa, entidades em setores regulamentados e empresas não americanas possuem a relação entre o pacote de remuneração menos sensível ao desempenho.

Alcouffe e Alcouffe (2000) estudaram o pacote de remuneração dos executivos franceses por meio de uma revisão bibliográfica e os resultados apontam que uma variedade de instrumentos compõe esse pacote de remuneração, que desde 1970 passou a contar com opções de ações. Essa transformação pode estar relacionada ao aumento da participação estrangeira no capital das empresas francesas de capital aberto e indica que o crescimento da remuneração dos executivos está na parte variável.

O trabalho de Conyon e Schwalbach (2000) concentrou-se em determinar o pagamento dos executivos na Inglaterra e na Alemanha. A amostra inglesa envolveu 102 empresas com dados no período de 1969 até 1995, e a alemã detém 48 empresas com dados de 1968 a 1994. O modelo estatístico utilizado foi a regressão com dados em painel com efeito fixo, em que a remuneração total dos executivos foi a variável dependente; e as vendas e o retorno para os acionistas, as independentes. Os resultados apontaram para uma associação significativa e positiva entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas na Inglaterra e na Alemanha. Outro ponto importante encontrado foi o aumento da remuneração do executivo na Inglaterra, como evidenciado no gráfico 4.

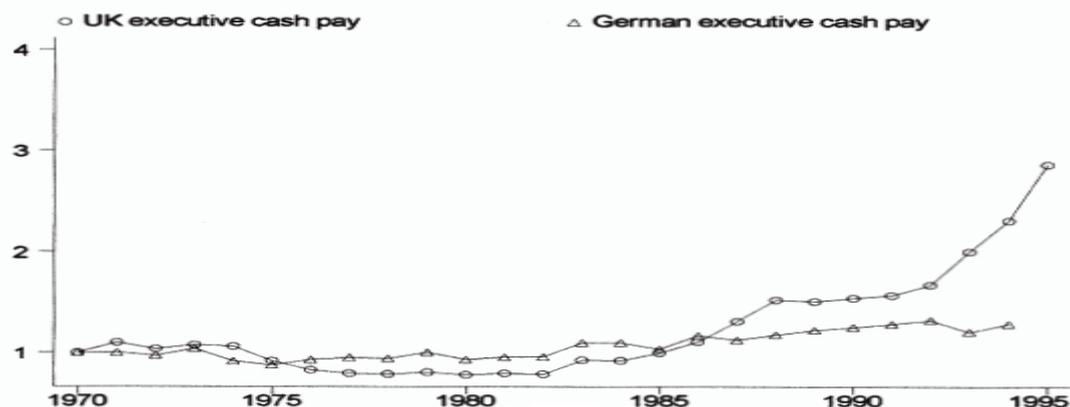


Gráfico 04 – Evolução da remuneração dos executivos na Inglaterra e na Alemanha  
 Fonte: Conyon e Schwalbach (2000, p. 514)

O gráfico 04 evidencia o aumento da remuneração dos executivos na Inglaterra e na Alemanha. A observação foi iniciada com dados de 1970, e apontam que até 1995 a remuneração dos executivos britânicos cresceu 7,5% ao ano, e a dos alemães 1,36%. Esse aumento pode ser explicado pela expansão da utilização da remuneração variável (CONYON; SCHWALBACH, 2000).

A pesquisa de Brunello, Graziano e Parigi (2001) investigou os determinantes da remuneração dos executivos na Itália em uma amostra composta por dados de 107 empresas italianas no período de 1993 a 1996. O modelo estatístico utilizado foi a regressão, e as variáveis independentes utilizadas foram a presença de remuneração variável, o lucro líquido, a idade do gestor, o nível de educação, a responsabilidade orçamentária, a presença em comitê, o nível hierárquico ocupado, o tamanho da empresa, as vendas, o tipo de controlador, e se a empresa é uma multinacional. Os resultados apontam uma associação entre os itens estudados e a remuneração.

Becht, Bolton e Röell (2002) realizaram uma revisão bibliográfica acerca da governança corporativa e destacaram a remuneração dos executivos como um mecanismo capaz de alcançar ao objetivo dos acionistas desde que melhor estruturado, pois a remuneração em excesso pode ser entendida como um sinal fraco de governança e há de se destacar que qualquer forma de manipulação do resultado e dos preços das ações pode interferir no pacote de remuneração dos executivos.

Gunasekaragea e Wilkinson (2002) examinaram a influência do desempenho das empresas neozelandesas na determinação da remuneração dos seus gestores. Esse estudo envolveu uma amostra com 36 empresas com informações financeiras do período de 1998 a 2000, utilizadas em uma regressão com dados em painel, em que a remuneração total foi a variável dependente, o retorno de mercado a independente, e o tamanho, o risco, a

alavancagem e a concentração acionária são variáveis de controle. Os resultados apontaram que o desempenho não determina a remuneração dos gestores das empresas estudadas, mas o seu tamanho exerce uma influência positiva enquanto a concentração acionária uma negativa.

Elston e Goldberg (2003) examinaram os elementos que afetam a remuneração dos executivos das empresas alemãs em uma amostra composta por 91 empresas com dados do período de 1961 a 1986. O método estatístico foi uma regressão com dados em painel com efeitos fixos, em que a remuneração total foi a variável dependente e o retorno sobre o patrimônio líquido, as vendas, a concentração acionária e a influência bancária foram as variáveis independentes. Os resultados encontrados apontaram para a influência positiva das vendas na remuneração dos executivos, mas negativa da concentração acionária detida pelos controladores e da influência bancária, que pode servir como um monitoramento a remuneração.

A pesquisa de Bebchuk e Gristein (2005) estudou o crescimento da remuneração dos executivos de 1500 empresas americanas por meio de 14154 observações no período de 1993 a 2003. Para o pacote de remuneração dos executivos foi considerado o salário fixo, os bônus, os incentivos de longo prazo, as ações e opções. O valor total obtido pelos executivos da amostra alcançou U\$ 350 bilhões no período, o que implicou em um aumento de 166% da remuneração de 2003 em relação a 1993.

Para verificar se essa remuneração pode ser explicada pelas vendas, ROA e pelo setor foi realizada uma regressão com dados em painel com efeito fixo, em que o resultado apontou para não explicação da maior parte da variação do pacote de remuneração. O aumento da remuneração dos executivos ocorreu na parte variável, que representava 37% do total em 1993 e alcançou 55% em 2003, porém esse aumento não implicou na diminuição da remuneração fixa em termos reais (BEBCHUK; GRISTEIN, 2005).

Funchal e Terra (2006) estudaram se o desempenho do negócio, as características de governança corporativa e os aspectos da empresa são capazes de determinar a remuneração dos gestores de empresas na Argentina, no Brasil, no Chile e no México. A amostra da pesquisa foi composta a partir de 67 empresas que possuíam ação negociada na Bolsa de Bolsa de Nova York nos Estados Unidos no período de 1998 a 2002. O método estatístico utilizado foi a regressão *cross-section*, cujo resultado evidencia que o desempenho, o valor da empresa e a qualidade da Governança Corporativa não influenciam a remuneração dos gestores nessas entidades; enquanto o tamanho da organização exerce influência positiva.

Kato, Kim e Lee (2007) estudaram a remuneração dos executivos na Coreia do Sul, considerando a empresa pertencer a grupo financeiro ou não. Para alcançar esse objetivo a

amostra foi composta por 246 empresas de capital aberto e negociado na bolsa da Coreia do Sul, com dados financeiros das organizações para o período de 1998 a 2001. Nesse sentido, o método estatístico utilizado foi uma regressão por Mínimos Quadrados Ordinários, em que a remuneração dos executivos foi a variável dependente e o retorno de mercado, o ROA e o crescimento das vendas foram as variáveis independentes. O estudo apontou que a compensação financeira dos executivos das empresas estudadas está relacionada ao desempenho do mercado de ações coreano, sendo que um aumento de 10% no retorno de mercado dessas ações gera um acréscimo de 3% na remuneração dos executivos, porém essa relação entre desempenho e remuneração de executivo pode ser observada nas empresas que não pertencem a um grupo financeiro.

A pesquisa de Unite et al. (2008) estudou a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas nas Filipinas, considerando a particularidade da organização estar presente em um grupo empresarial ou não. A amostra levou em consideração 125 empresas filipinas do período de 2001 a 2002 e 148 do período de 2002 a 2003. O modelo estatístico foi uma regressão com dados em painel, em que a variável dependente foi a remuneração total dos executivos e as variáveis independentes foram o VM, o retorno das ações, o crescimento das vendas, o ROA, o tamanho da organização, a quantidade de executivo, a presença em um grupo financeiro e a presença de prejuízo. Os resultados apontaram que uma variação positiva de 1000 pesos filipinos no valor do negócio leva a um aumento de 1,67 na remuneração dos executivos, porém houve um poder de explicação na regressão abaixo de 0,2, fato que pode indicar que a presença da empresa em um grupo pode dificultar a explicação da remuneração dos executivos por meio de variáveis contábeis e de mercado.

O objetivo da pesquisa de Marques (2012) foi estudar os determinantes da remuneração dos executivos em Portugal e para alcançar esse intento foi utilizada uma amostra com 42 empresas de capital aberto e negociado na bolsa do país, com informações do período de 2006 a 2009. O método estatístico foi uma regressão por Mínimos Quadráticos Ordinários, em que a variável dependente é a remuneração total dos executivos e as variáveis independentes são o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), o retorno do mercado, a variância do ROE, a variância do retorno de mercado, a classificação da empresa em relação à variância do ROE e do retorno de mercado e como variáveis de controle uma para o ano da crise do *subprime*, tamanho e a presença em setor regulamentado pelo governo. O levantamento da variável remuneração apontou que a remuneração média dos executivos da amostra é de 601.185 euros ano, sendo que quase 57% é fixa, que as empresas maiores

apresentam maiores pacotes de remuneração e que o poder de explicação é de 70%.

Costa, Teixeira e Galdi (2013) estudaram a associação entre a existência dos sistemas de incentivos gerenciais aos executivos e o desempenho econômico nas empresas de seis países da América Latina com ações negociadas na bolsa de Nova York. A amostra foi composta por 57 empresas, sendo 9 da Argentina, 22 do Brasil, 8 do Chile, 1 da Colômbia, 16 do México e 1 do Peru, com informações do período de 2002 a 2010. Para observação desse objetivo foi utilizada uma regressão Probit, em que a variável dependente foi a presença do sistema de incentivo variável e as independentes foram a remuneração total, o setor, o tipo de controlador, o tamanho, o ROE, o retorno da ação e as vendas. O resultado apresenta que a presença de remuneração variável aos executivos não está associado ao desempenho das empresas.

O trabalho de Machado e Beuren (2015) investigou a política de remuneração dos executivos em relação ao seu total e à sua proposição nas empresas industriais do Brasil, dos Estados Unidos e da Inglaterra em uma amostra constituída por 400 entidades, sendo 30 nacionais, 323 americanas e 47 inglesas, com dados do período de 2007 a 2010. Os resultados encontrados apontaram para uma diferença da remuneração praticada nas entidades americanas, porque sua remuneração é quase três vezes superior a dos outros dois países, devido a maior parte ser baseada em ações.

Kim, Lee e Shin (2017) investigaram se a modificação na legislação sobre divulgação da remuneração de executivos na Coreia do Sul afetou a compensação dos executivos. A amostra contou com 768 observações de 256 executivos de 204 empresas do período de 2013 a 2015. O método estatístico utilizado foi a regressão por Mínimos Quadrados Ordinários, em que a remuneração total é a variável dependente e o ROA, o retorno do mercado, tamanho, o VM e a idade dos executivos são as variáveis independentes e a presença do fundador do negócio como executivo, a presença do gestor por todo o período e uma classificação do setor como variáveis de controle. Os resultados apontam para uma ineficiência da lei em relação a maior divulgação da remuneração dos executivos, pois essa maior divulgação não impediu o aumento na compensação.

Essa revisão bibliográfica contou com pesquisas realizadas com empresas americanas (Murphy, 1985; Jensen; Murphy, 1990; Mehran, 1995; Murphy, 1999; Bebchuk; Gristein, 2005; Machado; Beuren, 2015), da América Latina (Funchal; Terra, 2006; Costa; Teixeira; Galdi, 2013; Machado; Beuren, 2015) da Espanha (Ángel; Fumás, 1997), da Inglaterra (Conyon, 1997; Conyon; Schwalbach, 2000; Machado; Beuren, 2015), da França (Alcouffe; Alcouffe, 2000), da Alemanha (Conyon; Schwalbach, 2000; Elston; Goldberg, 2003), da Itália

(Brunello; Graziano; Parigi, 2001), de Portugal (Marques, 2012), da Nova Zelândia (Gunasekaragea; Wilkinson, 2002), da Coreia do Sul (Kato; Kim; Lee, 2007; Kim; Lee; Shin, 2017) e das Filipinas (Unite et al., 2008) e nesses estudos foram utilizados os constructos desempenho financeiro, desempenho de mercado, perfil dos gestores, perfil da remuneração, perfil da empresa e características de governança corporativa para explicar o pacote de remuneração dos executivos.

O constructo desempenho financeiro apresentou a variável vendas (Bebchuk; Gristein, 2005; Kato; Kim; Lee, 2007; Costa; Teixeira; Galdi, 2013; Kim; Lee; Shin, 2017), a lucro líquido (Jensen; Murphy, 1990; Brunello; Graziano; Parigi, 2001), a retorno sobre o patrimônio líquido (Conyon; Schwalbach, 2000; Marques, 2012) e a retorno sobre o ativo (Bebchuk ; Gristein, 2005; Kato; Kim; Lee, 2007; Kim; Lee; Shin, 2017), enquanto o constructo desempenho de mercado contou com a variável retorno de mercado (Conyon, 1997; Kato; Kim; Lee, 2007) e o constructo perfil da empresa contou com a variável tamanho (Ángel; Fumás, 1997; Gunasekaragea; Wilkinson, 2002; Funchal; Terra, 2006; Costa; Teixeira; Galdi, 2013; Kim; Lee; Shin, 2017).

Os primeiros textos sobre o assunto demonstraram nos Estados Unidos a relação entre o desempenho das empresas e a remuneração dos seus executivos (Murphy, 1985; Jensen; Murphy, 1990; Mehran, 1995; Bebchuk; Gristein, 2005). O segundo grupo de pesquisas sobre o assunto abordou países europeus (Ángel; Fumás, 1997; Conyon, 1997; Conyon; Schwalbach, 2000; Alcouffe; Alcouffe, 2000, Conyon; Schwalbach, 2000; Brunello; Graziano; Parigi, 2001; Elston; Goldberg; 2003; Marques , 2012; Machado; Beuren, 2015) e evidenciou o crescimento da remuneração variável sem a diminuição da remuneração fixa.

O terceiro grupo de trabalhos científicos sobre o tema envolveu as pesquisas com informações das empresas estrangeiras com ações nas bolsas americanas (Funchal; Terra, 2006; Costa; Teixeira; Galdi, 2013; Machado; Beuren, 2015) e por ultimo as pesquisas na Ásia e Oceania (Gunasekaragea; Wilkinson, 2002; Kato; Kim; Lee, 2007; Unite et al., 2008; Kim; Lee; Shin, 2017), que destacaram que a crise do *subprime* americano levou a uma maior evidenciação das informações financeiras das empresas e isso envolveu as informações sobre o pacote de remuneração, porém essa maior abertura não impediu o crescimento da remuneração dos executivos (KIM; LEE, SHIN, 2017).

### **2.5.2 Estudos nacionais sobre pacote de remuneração de executivo**

A implantação da remuneração variada, por meio de um plano de ações no Brasil,

relaciona-se às empresas transnacionais, que, na década de 1970, passaram a ofertar esse benefício a seus executivos (NUNES; MARQUES, 2005).

Camargos e Helal (2007) estudaram se as características de governança corporativa, de desempenho financeiro e de mercado são capazes de explicar a remuneração dos executivos em uma amostra com 29 empresas brasileiras, com dados de 2005 e com ações negociadas na bolsa de Nova York. O método estatístico utilizado foi a análise dos componentes principais, visando selecionar e agrupar as variáveis independentes, complementada com uma regressão *cross-section*, em que a remuneração dos executivos foi a variável dependente e que as variáveis independentes foram as características do conselho de administração, de direção, lucro por ação, o ROA, o ROE, dividendos por ação, retorno acionário e o índice valor de mercado pelo valor contábil (P/B). O desfecho do método utilizado aponta para uma influência da idade, da experiência na posição, do lucro por ação e do retorno do ativo na remuneração executiva.

Oyadomari et al. (2009) estudaram por meio de questionário as práticas de remuneração variável adotadas por 21 empresas brasileiras e a sua relação com a congruência de metas dessas organizações. Os resultados apontaram que as medidas utilizadas para assegurar o cumprimento dos objetivos inicialmente constituídos foram o lucro líquido, o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização e as vendas. A remuneração variável utilizada para relacionar o comportamento do gestor ao objetivo estratégico foi a participação no resultado e a remuneração por mérito.

Toledo Filho, Silva e Santos (2009) estudaram programas de remuneração variável com foco em planos de opções de ações; utilizaram a técnica de análise de conteúdo ao observar o relatório de administração do ano de 2007 de noventa e nove empresas listadas no Novo Mercado da B<sup>3</sup>. Os resultados indicaram que vinte e oito empresas adotaram remuneração por planos de opções; entre elas, 71,4% oferecem o benefício a todos os colaboradores, mas apenas duas focam apenas nos executivos.

Teixeira et al. (2011) estudaram a relação entre o risco da empresa e os incentivos gerenciais oferecidos aos executivos por meio de uma amostra não estatística de 140 empresas do estado do Espírito Santo. Nos dados coletados, foi utilizada uma regressão logística em que o lucro ou prejuízo líquido representou o risco do negócio como uma variável dependente, sendo a presença de incentivo a gestores, o tamanho da empresa e o setor em que atua as variáveis independentes. Os resultados demonstraram que não existe relação entre o risco da empresa e a presença de incentivos a gestores.

Nascimento, Franco e Cherobin (2012) estudaram a relação entre a remuneração

variável dos executivos e os índices de desempenho financeiro das empresas. O estudo foi realizado em uma amostra com 49 empresas do setor elétrico, em que a remuneração variável foi verificada por meio do teste estatístico de correlação de Spearman em relação aos indicadores de desempenho financeiro, da margem líquida, do ROA, do ROE e do lucro líquido por ação. O resultado foi a ausência de significância estatística entre as variáveis estudadas.

Perobelli, Lopes e Silveira (2012) estudaram o impacto do pagamento de executivos por meio de plano de opções de compra de ação. Essa pesquisa foi realizada a partir de uma amostra de 89 empresas, com dados de 2002 a 2009, utilizando a análise dados em painel. A variável dependente utilizada foi a geração de valor e a independente relaciona-se a presença de remuneração variável. Nessa pesquisa foram utilizadas como variáveis de controle a governança corporativa, a oportunidade de investimento, a estrutura de financiamento, a distribuição de resultados, o crescimento da receita e a liquidez da ação. Os resultados revelaram que a remuneração por meio de planos de ações gera riqueza aos acionistas.

A pesquisa de Krauter (2013) possuiu o objetivo de investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro nas empresas brasileiras. A amostra foi constituída de 83 empresas com dados de 2008 a 2009 e os métodos estatísticos empregados foram a correlação de Spearman e a regressão Linear Múltipla. As variáveis dependentes testadas foram o crescimento das vendas, o ROE e o ROA e as independentes foram a remuneração, o índice de benefícios, o índice de carreira e o índice de desenvolvimento e as variáveis de controle foram o tamanho e o setor. Os resultados encontrados por meio da correlação de Spearman indica a relação entre a remuneração e o desempenho financeiro. O modelo de regressão aponta para relação entre a remuneração não financeira e o desempenho financeiro.

Krauter e Souza (2013) pesquisaram a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho em 44 empresas brasileiras industriais, com dados de 2006 e 2007. O método estatístico utilizado foi a regressão linear múltipla, em que a variável dependente foi o crescimento de vendas e o ROE e as variáveis independentes foram a Remuneração Mensal Média (RMM), a Remuneração Variável Média (RVM), o índice de benefícios, o índice de desenvolvimento e o índice de carreira, sendo que o tamanho das organizações foi a variável de controle. Os resultados evidenciaram falta de relação entre as variáveis estudadas.

A pesquisa de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) investigou se a remuneração dos executivos afeta o valor e o desempenho das empresas brasileiras listadas na bolsa. O trabalho utilizou três diferentes métodos estatísticos: a regressão linear múltipla, o painel com efeito

fixo e o método dos momentos generalizado em uma amostra de 420 companhias, com dados no período de 2002 a 2009. Os resultados não comprovaram a existência de uma relação significativa entre o valor e a remuneração, e nem que as empresas que melhor remuneram possuem melhor desempenho financeiro.

O trabalho de Ventura (2013) teve o objetivo de evidenciar as características das empresas em relação ao desempenho e a remuneração dos seus executivos. A instrumentalização da pesquisa ocorreu por meio da utilização da técnica de dados em painel balanceado, que foi utilizada em uma amostra de 112 empresas, totalizando 336 observações, com dados de 2009 a 2011. Nessa regressão com dados em painel a remuneração total dos executivos foi a variável dependente e a presença de remuneração baseada em ações, pagamento de bônus, o ROA, o ROE, o lucro por ação, o preço da ação no mercado, o tamanho e a quantidade de membros da diretoria executiva foram as variáveis independentes. Os resultados apontaram que as medidas de desempenho financeiro e do mercado contribuem como determinantes para a explicação da remuneração executiva.

A pesquisa de Beuren, Silva e Mazzioni (2014) objetivou analisar a correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro, o de mercado e o tamanho das empresas. Para isso foi utilizada uma abordagem descritiva com apoio de métodos estatísticos, como a correlação Canônica, o teste de diferença de média de Mann-Whitney e a correlação Spearman, em uma amostra de 219 empresas, com dados do período entre 2009 e 2011. Nesse sentido, a remuneração total dos executivos foi comparada ao retorno por ativo, ao lucro por ação e ao dividendo por ação, que perfazem os indicadores que mensuram o constructo desempenho financeiro e ao retorno acionário, ao índice de valor de mercado e ao Q de Tobin, que totalizam os indicadores que mensuram o constructo desempenho no mercado e ao tamanho da empresa. Assim, os resultados apontam que existe uma relação negativa entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos, mas existe uma associação entre essa remuneração e o desempenho no mercado.

Alves e Krauter (2014) investigaram a relação entre desempenho e remuneração executiva em uma amostra de três empresas do setor químico brasileiro, com dados de 2007 a 2010. A pesquisa utilizou uma abordagem paramétrica por meio de regressão linear simples e múltipla, e não paramétrica por meio do teste Mann-Whitney, em que a variável dependente foi o fator que representa os indicadores de crescimento da receita, liquidez geral, margem líquida e o ROE, e as variáveis independentes foram a RMM, a RVM, a contribuição do desempenho, o Índice de Benefícios, o Índice de Carreira e o Índice de Desenvolvimento. Os resultados encontrados apontam que não há relação entre as variáveis estudadas.

O estudo de Beuren e Silva (2015) verificou a evolução da evidenciação da parte variável da remuneração dos executivos nas maiores empresas brasileiras de capital aberto dos setores presente da bolsa de valores do país. O trabalho é descritivo e com abordagem qualitativa, em que a evidenciação da remuneração variável é verificada por meio da observação dos relatórios de administração, notas explicativas, informações anuais e formulários de referencias do período de 2008 a 2012. O resultado encontrado aponta para o aumento das informações sobre remuneração após 2008.

Fernandes e Mazzioni (2015) investigaram a correlação entre o desempenho das empresas e a remuneração dos seus executivos. A amostra foi composta por 41 empresas brasileiras do setor financeiro, com informações financeiras de 2009 a 2011 e o método estatístico empregado foi a correlação canônica. A remuneração dos executivos foi estudada em relação ao ROA, ao ROE, ao lucro por ação e ao dividendo por ação, que representam o constructo desempenho financeiro e em relação ao retorno da ação, ao índice de valor de mercado e ao Q de Tobin, que representam o constructo desempenho de mercado e ao tipo de acionista controlador. O resultado encontrado não permite afirmar que existe correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas do setor financeiro.

Machado e Rogers (2015) pesquisaram a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas brasileiras. A amostra da pesquisa contou com 143 empresas não financeiras, cujas ações são negociadas nos níveis diferenciados de governança da bolsa no país, com dados de 2010 a 2013. O método estatístico utilizado foi uma regressão com dados em painel, em que foram testados os métodos dos efeitos fixos e também o dos efeitos aleatórios. A variável dependente foi a remuneração, e as independentes foram o ROA, o ROE, o lucro por ação, a alavancagem, o tamanho e a governança corporativa. Os resultados apontaram que o retorno do ativo, o tamanho e a governança corporativa são positivamente relacionados à remuneração dos executivos.

Aguiar e Pimentel (2017) estudaram a contribuição da remuneração dos executivos para a explicação do desempenho financeiro e de mercado das empresas brasileiras, verificando a relação em base defasada ou contemporânea, bem como a remuneração em curto ou longo prazo. Para alcançar o objetivo do estudo foi utilizada uma amostra de 333 empresas de capital aberto com informações de 2011 a 2015, em que foi utilizado o método estatístico de regressão dos Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis. Nesse sentido, a variável dependente foi um ranking baseado no ROE, ou um índice de desempenho relativo entre o valor de mercado da ação em relação ao contábil ou o retorno das ações. As variáveis dependentes foram baseadas na RVM, na remuneração variável de curto e longo prazo e as

variáveis de controle foram o tamanho, o lucro líquido, a governança corporativa e o setor. Os resultados apontam que as empresas que melhor remuneraram seus executivos são as que possuem melhor resultados financeiros e de mercado, tanto no curto como no longo prazo.

Essa revisão bibliográfica contou com as pesquisas nacionais que estabeleceram a remuneração dos executivos como variável dependente (Camargos; Helal, 2007; Oyadomari et al., 2009; Ventura, 2013; Beuren; Silva; Mazzioni, 2014; Fernandes; Manzzioni, 2015; Machado; Rogers, 2015) e com o desempenho financeiro ou de mercado na mesma situação (Teixeira et al., 2011; Perobelli; Lopes; Silveira, 2012; Nascimento; Franco; Cherobin, 2012; Krauter, 2013; Krauter; Sousa, 2013; Carvalhal-da-Silva; Chien, 2013; Beuren; Silva; Mazzioni, 2014; Alves; Krauter, 2014; Fernandes; Manzzioni, 2015; Aguiar; Pimentel, 2017). Nesses estudos foram utilizados os constructos desempenho financeiro, perfil dos gestores, perfil da remuneração, perfil da empresa e características de governança corporativa para explicar a relação estudada.

O constructo desempenho financeiro apresentou a variável lucro líquido (Camargos; Helal, 2007; Aguiar; Pimentel, 2017), o retorno do patrimônio líquido (Ventura, 2013; Machado, Rogers, 2015), o retorno do ativo (Camargos; Helal, 2007; Ventura, 2013) com resultados com significância estatística, enquanto que o constructo perfil da remuneração contou com a observação da remuneração variável (Perobelli; Lopes; Silveira, 2012; Krauter, 2013; Krauter; Sousa, 2013; Ventura, 2013; Alves; Krauter, 2014; Aguiar; Pimentel, 2017), remuneração média (Krauter, 2013; Alves; Krauter, 2014; Aguiar; Pimentel, 2017), o constructo perfil da empresa contou com a variável tamanho (Krauter, 2013; Krauter; Alves, 2013; Carvalhal-da-Silva; Chien, 2013; Ventura, 2013; Alves; Krauter, 2014; Machado; Rogers, 2015) e o constructo governança corporativa (Perobelli; Lopes; Silveira, 2012; Carvalhal-da-Silva; Chien, 2013; Machado; Rogers, 2015; Aguiar; Pimentel, 2017).

Esse conjunto de pesquisas não apresenta convergência nos seus métodos, variáveis e resultados, situação que favorece a oportunidade para pesquisas que procurem sintetizar constructos e indicadores utilizados em função de uma teoria que explique essa situação problema.

### **2.5.3 Estudos sobre pacote de remuneração de executivo para empresas públicas e Sociedades de Economia Mista**

As pesquisas sobre remuneração de executivos em empresas privadas estão em crescimento no mundo e no Brasil. Porém, os trabalhos que se propõem a estudar e a entender

as recompensas em Empresas Públicas e em SEM apresentam outra realidade. Assim, seguem-se os respectivos trabalhos acerca desse objeto de pesquisa.

O trabalho de Macedo (1985) estudou a remuneração em empresas estatais e privadas, respeitando o setor e a função desempenhada pelos colaboradores, com informações de 20 empresas, sendo dez de cada tipo e informações do ano 1981, para assim concluir que os salários das empresas públicas são superiores aos das privadas, mesmo quando isoladas as características dos trabalhadores das empresas.

Pinto, Belka e Krajewski (1993) estudaram 75 SEM na Polônia, observando os efeitos das reformas econômicas nessas organizações, inclusive sobre a política de remuneração e apontaram que a remuneração dos executivos não sofreu alteração.

Belluzzo, Anuatti-Netto e Pazelli (2005) estudaram o diferencial público-privado em relação aos salários no país, em uma amostra com 110.433 observações, 17.028 funcionários do setor público e 93.405 do privado, e concluíram que o setor público remunera melhor na maior parte das vezes, mas as empresas públicas oferecem recompensa inferior aos gestores.

A pesquisa de Firth, Fung e Rui (2006) observou a remuneração dos executivos de 549 SEM chinesas com ações negociadas na bolsa de valor do mesmo país, com dados de 1998 a 2000. O método estatístico utilizado foi uma regressão, em que a remuneração foi a variável dependente e que o tamanho, o desempenho, o tipo de governo no controle (central ou local), o tipo de acionista no bloco de controle (privado ou estrangeiro), o tipo de setor e área geográfica foram as variáveis independentes; assim, foi apontado que nessas empresas, a remuneração não está atrelada ao desempenho.

Amran et al. (2013) verificaram se o nível educacional, a qualificação profissional, a idade, o sexo e a etnia dos gestores das SEM são capazes de influenciar o desempenho organizacional. A amostra contou com 80 empresas controladas pelo governo Malaio com dados de 2005 a 2009. O método estatístico utilizado foi à regressão com dados em painel, em que a variável dependente foi o retorno dos ativos, representando o desempenho, o nível educacional do gestor, a qualificação profissional, a idade, o sexo e a etnia foram as variáveis independentes, e o endividamento, a idade da empresa e o tamanho foram utilizados como forma de controle. Os resultados apontam que na posição de presidente do conselho de administração, a idade do gestor, a etnia, a idade da empresa e o seu tamanho são positivamente influentes no desempenho das SEM, mas quando observado os diretores presidentes, a qualificação profissional, a idade e a etnia estão negativamente relacionado ao desempenho.

Menozzi et al. (2014) pesquisaram os fatores determinantes das remuneração dos

executivo das empresas estatais italianas em uma amostra que contou com 106 empresas públicas com informações de 1994 a 2004 por meio de um regressão com dados em painel. A variável dependente foi a remuneração e as variáveis independentes foram o tamanho do conselho de administração, o tamanho da empresa, a governança corporativa, o setor, a composição do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas. Os resultados encontrados apontam que o tamanho da empresa influencia negativamente o pagamento dos executivos enquanto que o tamanho do conselho de administração afeta em sentido contrário.

No Brasil, o IBGC (2015) realizou um levantamento sobre a remuneração de executivos que ocupam posição na diretoria estatutária das empresas com capital negociado na bolsa no país, por tipo de acionista controlador.

Nesse sentido, as empresas brasileiras de capital aberto que melhor remuneraram os seus diretores estatutários são as que mantêm controle disperso, seguidas pelas que detêm controle compartilhado, pelas estrangeiras, pelas familiares e, por fim, pelas SEM (IBGC, 2015).

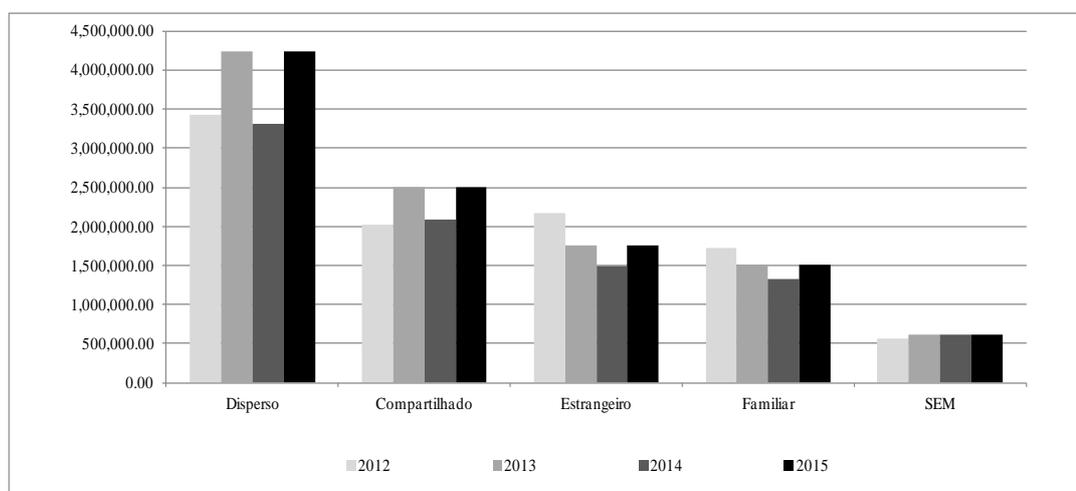


Gráfico 05 – Remuneração anual dos diretores estatutários por tipo de controle acionário das empresas brasileiras com capital aberto

Fonte: elaborado pelo autor com base em IBGC (2015)

O gráfico 05 aponta o pagamento realizado pelas empresas entre os anos de 2012 e 2015, destacando que entre as empresas de capital disperso e compartilhado houve no período um aumento da remuneração superior a 23%, enquanto que nas organizações controladas pelo Estado houve um aumento de 8% e nas estrangeiras e familiares não ocorreu aumento.

A pesquisa de Leite (2015) investigou a remuneração de executivos em SEM e em empresas privadas; para isso, utilizou uma amostra de 105 empresas de capital negociado na B<sup>3</sup>: 19 com controle do Estado e 85 privadas. O modelo estatístico utilizado foi o do

pareamento com escore de propensão, e o resultado encontrado aponta que a remuneração variável atinge na média 13% das recompensas totais nas empresas controladas pelo governo, e 60% nas privadas.

Tinoco, Rossi e Portugal (2015) estudaram as formas de remuneração das SEM e das empresas privadas do setor elétrico no país, por meio de uma amostra intencional de oito empresas, em que foi analisado o conteúdo do formulário de referência dessas entidades. Os autores evidenciaram que a remuneração média dos executivos das firmas privadas é 46% superior ao das estatais.

Essa revisão bibliográfica contou com estudos que abordaram a remuneração para estudar (i) se existe um diferencial entre as organizações públicas e as privadas (Macedo, 1985; Belluzzo, Anuatti-Netto e Pazelli (2005), (ii) os que estudaram os determinantes da remuneração das empresas públicas (Menozzi et al.; 2014) e (iii) os que estudam o perfil de remuneração nas Sociedade de Economia Mista (Pinto, Belka e Krajewski, 1993; Firth, Fung; Rui, 2006; Amran et al., 2013; IBGC, 2015; Leite, 2015; Tinoco, Rossi e Portugal, 2015) evidenciando a possibilidade de estudos relacionados ao entendimento da remuneração dos executivos como determinante do desempenho das entidades públicas.

Nestas pesquisas foram abordados o constructo desempenho financeiro (Firth; Fung; Rui, 2006; Menozzi et al., 2014; Leite, 2015), o perfil dos gestores (Macedo, 1985; Belluzzo; Anuatti-Netto; Pazelli, 2005; Amran et al., 2013), o perfil da Empresa (Firth; Fung; Rui, 2006; Menozzi et al., 2014; Leite, 2015) e características da governança corporativa (Menozzi et al., 2014). Esse conjunto de constructo foi operacionalizado por meio de quinze diferentes variáveis e uma única variável apresentou significância estatística em mais de um trabalho, o tamanho (FIRTH; FUNG; RUI, 2006; MENOZZI et al., 2014).

## **2.6 Desempenho Financeiro e de Mercado**

O desempenho é um conceito relacionado ao processo de avaliação, pois permite, por meio de um padrão estabelecido de mensuração, verificar a eficiência da gestão (SANTOS, 2005). A mensuração do desempenho é um procedimento que visa à eficiência e à eficácia; portanto, os indicadores de *performance* são os instrumentos que devem aferir o resultados dos processos organizacionais (CORRÊA; CORRÊA, 2006).

A avaliação de desempenho fornece informações sobre o impacto dos processos no comportamento financeiro da organização, pois evidencia pontos que podem ser melhorados (ARAÚJO, 2001).

Para Nuintin (2007), avaliar o desempenho é mensurar o processo de produção, quantificando as entradas e as saídas, assim ressaltando a eficiência e a eficácia dos procedimentos. Segundo o mesmo autor, desenvolver essa prática permite aos gestores acompanhar o alcance dos objetivos estabelecidos, auxiliando a implantação de medidas corretivas.

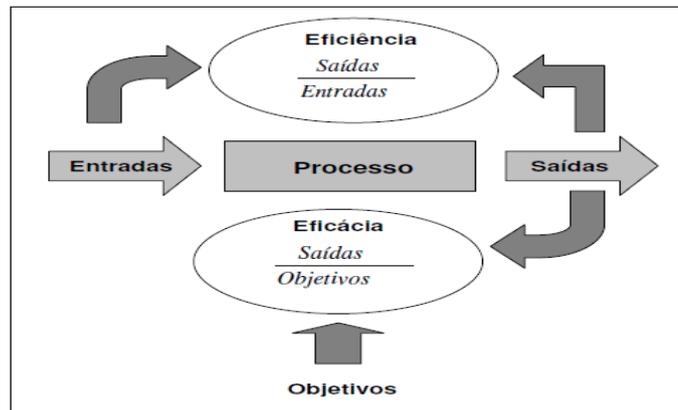


Figura 05 – Diferença entre eficiência e eficácia  
Fonte: elaborada por Girioli (2010) com base em Corrêa e Corrêa (2006)

Um dos desafios desse processo de avaliação é estabelecer o indicador de desempenho, pois uma revisão da literatura poderá apresentar uma grande quantidade de índices utilizados para verificar a situação patrimonial, sua evolução e o desempenho (MIRANDA; SILVA, 2002).

Nesse sentido é preciso delimitar o conceito de desempenho que envolve uma parte financeira, uma parte operacional e uma parte relacionada à efetividade da organização (VENKATRAMAN; RAMANUJAM, 1986).

A parte da mensuração de desempenho relacionada ao domínio financeiro envolve indicadores como o Retorno do Investimento, o ROE, o Retorno sobre Vendas e o lucro por ação (VENKATRAMAN; RAMANUJAM, 1986).

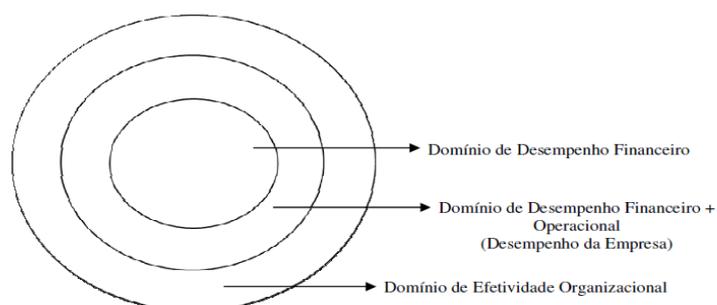


Figura 06 – O domínio do desempenho da empresa  
Fonte: Venkatraman e Ramanujam (1986, p. 803)

Segundo Venkatraman e Ramanujam (1986) o domínio do desempenho organizacional envolve indicadores de participação do mercado, de qualidade dos produtos, de eficiência tecnológica, entre outras. O domínio da efetividade organizacional envolve os dois anteriores

Para Richard et al. (2009), a definição de desempenho organizacional é complexa, pois envolve diferentes áreas do resultado da empresa. O desempenho organizacional envolve a parte financeira, o tamanho do mercado dos produtos da entidade e o retorno do acionista.

A literatura apresenta três medidas de desempenho, que estão separadas conforme a sua forma de elaboração: a primeira são os indicadores contábeis, a segunda corresponde às medidas oriundas do mercado financeiro, e a terceira envolve os índices que utilizam medidas contábeis e de mercado no mesmo cálculo (RICHARD et al., 2009).

Indicadores	Exemplos
Contábeis	Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização, Lucro antes dos juros e impostos, Lucro operacional antes do imposto de renda, Retorno sobre o ativo (ROA), Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e Retorno sobre o capital investido.
Mercado Financeiro	Coeficiente beta da ação, Alfa de Jensen. Valor de mercado da empresa e Retorno total para os acionistas.
Contábeis / Mercado	Retorno do investimento em termos de caixa, Valor presente do fluxo de caixa futuro, Valor econômico adicionado, Valor adicionado em caixa, Valor adicionado para os acionistas e Q de Tobin.

Quadro 04 – Exemplos de indicadores de desempenho corporativo  
Fonte: Adaptado com base em Caixe (2012) e Richard et al. (2009)

Em relação aos indicadores apresentados no quadro 04, (i) os contábeis, (ii) os de mercado financeiro e (iii) os que envolvem os dois anteriores, a utilização de indicadores contábeis apresentam benefícios como a facilidade de acesso às demonstrações financeiras das empresas com capital negociado em bolsa, a uniformidade na preparação, a evidenciação das demonstrações contábeis e o fato de serem mais utilizados em estudos empíricos (CARTON; HOFER, 2006).

Girioli (2010) analisou 101 artigos publicados entre 1989 e 2008 de congressos e periódicos brasileiros para verificar os principais indicadores financeiros utilizados nas pesquisas científicas e descobriu que 237 diferentes foram utilizados, sendo o ROE e o ROA os dois principais.

### 2.6.1 Desempenho comparado entre empresas privadas e controladas pelo Estado

Nesse sentido, diversos estudos foram realizados para verificar a suposta diferença entre o tipo de controlador e seu impacto na eficiência na gestão de diversas empresas estatais e privatizadas em diferentes tipos de setor. No quando 05 destacam-se os estudos relacionados ao setor elétrico, ao de saneamento e ao financeiro devido ao fato de as empresas estudadas atuarem prioritariamente nestas áreas.

Setor	Empresa estatal mais Eficiente	Resultados ambíguos	Empresa privada mais Eficiente
Elétrico	Meyer (1975), Neuberger (1977) e Pescatrice e Trapani (1980)	Mann (1970), Junker (1975), Spann (1977), Fare et al. (1985) e Atkinson e Halvorsen (1986)	Shepherd (1966), Moore (1970), Peltzman (1971), Tilton (1973), De Alessi (1974, 1977)
Saneamento	Mann e Mikesell (1971), Bruggink (1982)	Feigenbaum e Teeple (1983)	Hausman (1976), Morgan (1977), Crain e Zardkoohi (1987, 1980)
Financeiro		Lewin (1982)	Davies (1981)

Quadro 05 – Resultados empíricos sobre a eficiência relativa de empresas estatais e privadas

Fonte: adaptado com base em Pinheiro (1996) e Boardman e Vining (1989)

O Quadro 05 é uma adaptação à observação de Boardman e Vining (1989), que demonstraram a superioridade do desempenho financeiro das empresas privadas em relação às controladas pelo Estado.

Meggison, Nash e Randenborch (1994) estudaram a lucratividade de 61 empresas de 18 países e concluíram que as entidades privatizadas são mais eficientes do que as empresas controladas pelo governo.

Chan, Corrar e Martins (2003) estudaram as privatizações brasileiras no período entre 1995 e 2002 e apontaram que a venda dessas empresas impactou na diminuição da quantidade de funcionários, no aumento da lucratividade, na mudança no perfil de endividamento e no aumento da eficiência operacional. Entretanto, resultado similar ocorreu nas empresas que continuaram estatais, exceto em relação ao aumento de lucratividade.

Mok e Chau (2003) observaram dados financeiros de empresas listadas na bolsa de Hong Kong e afirmam que as SEM são mais eficientes do que as empresas totalmente privatizadas.

O processo de privatização ocorrido no mundo não eliminou a participação do Estado

na posição de acionista ou de controlador de empresas, e essa situação permitiu diversos estudos que buscavam observar uma possível diferença superior no desempenho financeiro das organizações privatizadas, mas apesar da maioria dos trabalhos apontarem nessa direção, ainda existem estudos que não apontam diferença significativa e mesmo alguns que apontam superioridade por parte das empresas controladas pelo governo.

## **2.7 Definição das hipóteses de pesquisa**

A revisão da literatura apresenta o pacote de remuneração do executivo explicando o desempenho financeiro e o de mercado (Murphy, 1985; Jensen; Murphy, 1990; Pinto; Belka; Krajewski, 1993; Mehran, 1995; Ángel; Fumás, 1997; Conyon, 1997; Conyon; Schwlbach, 2000; Brunello; Graziano; Parigi, 2001; Gunasekaragea; Wilkinson, 2002; Elston; Goldberg, 2003; Bebchuk; Gristein, 2005; Firth; Fung; Rui, 2006; Funchal; Terra, 2006; Kato; Kim; Lee, 2007; Camargos; Helal, 2007; Unite et al., 2008; Oyadomari et al., 2009; Marques, 2012; Ventura, 2013; Costa; Teixeira; Galdi, 2013; Menozzi et al., 2014; Beuren; Silva; Mazzioni, 2014; Fernandes; Manzzioni, 2015; Machado; Rogers, 2015; Leite, 2015; Kim; Lee; Shin, 2017) ou sendo explicado por eles (MEHRAN, 1995; TEIXEIRA et al., 2011; PEROBELLI; LOPES; SILVEIRA, 2012; NASCIMENTO; FRANCO; CHEROBIN, 2012; AMRAN et al., 2013; KRAUTER, 2013; KRAUTER; SOUSA, 2013; CARVALHAL-DA-SILVA; CHIEN, 2013; BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014; ALVES; KRAUTER, 2014; FERNANDES; MANZZIONI; 2015; AGUIAR; PIMENTEL, 2017).

Esse conjunto de pesquisas observou empresas americanas (Murphy, 1985; Jensen; Murphy, 1990; Mehran, 1995; Murphy, 1999; Bebchuk; Gristein, 2005; Machado; Beuren, 2015), europeias (Ángel; Fumás, 1997; Conyon, 1997; Conyon; Schwalbach, 2000; Alcouffe; Alcouffe, 2000; Conyon; Schwalbach, 2000; Brunello; Graziano; Parigi, 2001; Elston; Goldberg, 2003; Marques, 2012; Machado; Beuren, 2015), latino-americanas com ações negociadas na bolsa americana (Funchal; Terra, 2006; Costa; Teixeira; Galdi, 2013; Machado; Beuren, 2015), da Ásia e Oceania (Gunasekaragea; Wilkinson, 2002; Kato; Kim; Lee, 2007; Unite et al., 2008; Kim; Lee; Shin, 2017) e brasileiras (Teixeira et al., 2011; Perobelli; Lopes; Silveira, 2012; Nascimento; Franco; Cherobin, 2012; Krauter, 2013; Krauter; Sousa, 2013; Carvalhal-da-Silva; Chien, 2013; Beuren; Silva; Mazzioni, 2014; Alves; Krauter, 2014; Fernandes; Manzzioni, 2015; Aguiar; Pimentel, 2017). No sentido de permitir comparação dos resultados desta tese com as pesquisas que observaram a situação das empresas brasileiras foi utilizado o pacote de remuneração de executivo como capaz de explicar o desempenho

financeiro e ou de mercado em Sociedades de Economia Mista brasileiras.

A expansão das pesquisas sobre remuneração e desempenho partiu do foco de interesse da situação americana, para alcançar os países da Europa, as empresas latinas com ações na bolsa americana, os países do oriente e o Brasil e essa expansão foi permitida pelos efeitos da crise do *subprime* americano, que trouxe maior evidenciação ao pacote de remuneração dos executivos ao redor do mundo, contudo não impediu o crescimento da remuneração sem relação com o desempenho (KIM; LEE, SHIN, 2017).

O interesse sobre a situação-problema saiu das empresas privadas e alcançou as públicas, devido a sua importância social e econômica, e os poucos estudos sobre o assunto abordaram a existência de um diferencial de remuneração entre as organizações públicas e as privadas (Macedo, 1985; Belluzzo; Anuatti-Netto; Pazelli, 2005), os determinantes da remuneração das empresas públicas (Menozzi et al.; 2014) e o perfil de remuneração nas Sociedades de Economia Mista (Pinto; Belka; Krajewski, 1993; Firth, Fung; Rui, 2006; Amran et al., 2013; IBGC, 2015; Leite, 2015; Tinoco; Rossi; Portugal, 2015). Após a explanação do referencial teórico e com objetivo de responder ao problema de pesquisa “qual a relação entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado nas Sociedades de Economia Mista brasileiras?”, expõe-se o desenvolvimento das hipóteses da pesquisa, que foram estabelecidas com base no Estado da arte da respectiva linha de pesquisa e que serão testadas de acordo com a metodologia.

Assim, segue a hipótese nula da Tese:

**H<sub>0</sub>**: não existe relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras.

Nesse contexto, a hipótese-base desse trabalho é que existe uma relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras.

**H<sub>1</sub>**: existe relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras.

A fundamentação da hipótese principal está alicerçada na teoria da agência e em pesquisas sobre o pacote de remuneração de executivo como mecanismo de governança para empresas, pois esses intentos procuraram relacionar a remuneração ao desempenho financeiro

ou de mercado dos negócios (MEHRAN, 1995; TEIXEIRA et al., 2011; PEROBELLI; LOPES; SILVEIRA, 2012; NASCIMENTO; FRANCO; CHEROBIN, 2012; AMRAN et al., 2013; KRAUTER, 2013; KRAUTER; SOUSA, 2013; CARVALHAL-DA-SILVA; CHIEN, 2013; BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014; ALVES; KRAUTER, 2014; FERNANDES; MANZZIONI; 2015; AGUIAR; PIMENTEL, 2017).

As hipóteses apresentadas na sequência permitem debater na presente pesquisa os determinantes da contribuição do pacote de remuneração dos executivos para explicação do desempenho financeiro e o de mercado, possibilitando uma avaliação do porte desses determinantes para explicação aos indicadores de desempenho financeiro e de mercado utilizados no estudo.

**H<sub>2</sub>**: existe uma relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras, que também é influenciado pelo Tamanho do negócio.

A revisão da literatura aponta para uma possível influência do tamanho do negócio para explicação da contribuição do pacote de remuneração dos executivos ao desempenho financeiro e de mercado das empresas (Firth; Fung; Rui, 2006; Teixeira et al., 2011; Krauter, 2013; Krauter; Sousa, 2013; Carvalhal-da-Silva; Chien, 2013; Ventura, 2013; Menozzi et al., 2014; Aguiar; Pimentel, 2017). Nesse sentido, a maior parte dos resultados da literatura apontam para uma contribuição positiva do tamanho da empresa (Firth; Fung; Rui, 2006; Krauter; Sousa, 2013; Carvalhal-da-Silva; Chien, 2013; Ventura, 2013), apesar de os achados de Krauter (2013), Menozzi et al. (2014) e Aguiar e Pimentel (2017) apontarem em outra direção.

**H<sub>3</sub>**: existe uma relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras, que também é influenciado pela Alavancagem do negócio.

Os resultados encontrados na literatura apontam que a Alavancagem possuída pela organização pode colaborar com a possibilidade de o pacote de remuneração dos executivos explicar o desempenho financeiro e de mercado das SEM brasileiras (PEROBELLI; LOPES; SILVEIRA, 2012; CARVALHAL-DA-SILVA; CHIEN, 2013).

**H<sub>4</sub>**: existe uma relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras, que também é influenciado pelo Tipo de Controlador.

A literatura apresenta que o Tipo de Controlador que a organização possui, sendo o governo central ou local, pode influenciar na possibilidade de o pacote de remuneração dos executivos explicar o desempenho financeiro e de mercado das SEM brasileiras (FIRTH; FUNG; RUI, 2006; COSTA; TEIXEIRA; GALDI, 2013; LEITE, 2015).

**H<sub>5</sub>**: existe uma relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras, que também é influenciado pelo Setor de atuação.

A fundamentação dessa hipótese encontra embasamento nos estudos de Firth, Fung e Rui (2006), Menozzi et al. (2014) e Leite (2015), que utilizaram esse constructo nos seus respectivos estudos, porém o somatório dos resultados não permite indicar um sinal esperado.

**H<sub>6</sub>**: existe uma relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras, que também é influenciado pela Qualidade da Governança Corporativa.

As pesquisas de Mehran (1995), Perobelli, Lopes e Silveira (2012), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), Menozzi et al. (2014) e Aguiar e Pimentel (2017) apontam para uma contribuição positiva da Qualidade da Governança Corporativa na relação estudada.

Nesse sentido, a continuação do trabalho apresenta a figura 07, que contém o desenho da pesquisa, com as linhas téóricas abordadas, o problema de pesquisa investigado, as evidências encontradas e as hipóteses de pesquisa.

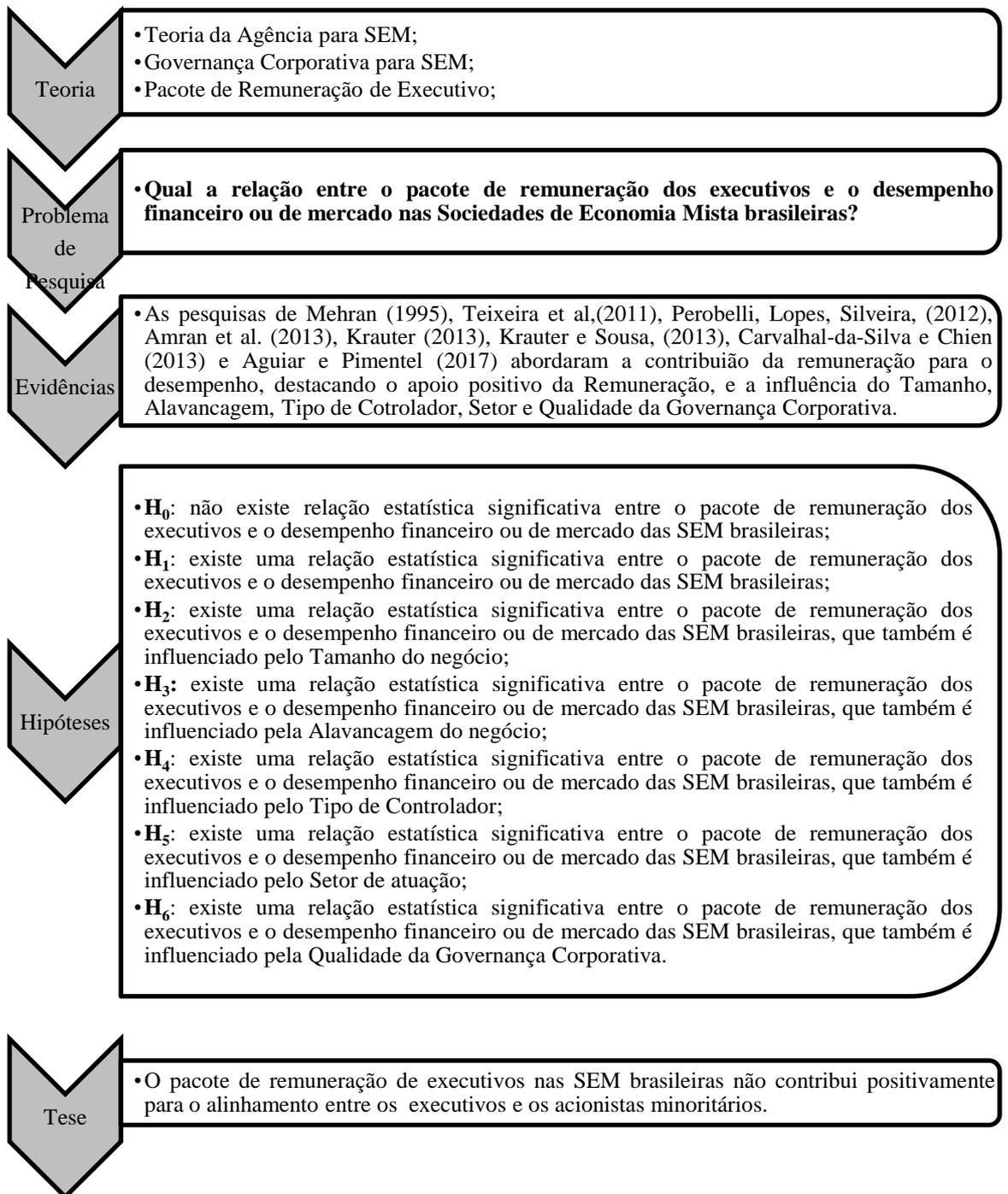


Figura 07 – Desenho de pesquisa  
Fonte: elaborada pelo autor

Na continuação da Tese é apresentada a Metodologia, que evidencia detalhadamente toda operacionalização do trabalho, como a constituição da amostra, as variáveis utilizadas e os modelos e técnicas estatísticas utilizadas.

### **3 Metodologia**

A classificação metodológica desta pesquisa está baseada em Martins (2002), que argumenta que uma investigação científica pode utilizar diferentes técnicas para alcançar o seu objetivo.

Assim, a abordagem em relação ao objetivo pode ser classificada como explicativa, pois caracteriza e explicita as práticas relativas ao Pacote de Remuneração dos Executivos nas Sociedades de Economia Mista brasileiras.

A abordagem relacionada ao problema de pesquisa é quantitativa, porque se caracteriza pelo emprego de instrumentos estatísticos para apreciação dos dados e para contemplação dos objetivos específicos.

Quanto aos procedimentos, a pesquisa é empírico-analítica, pois procura estudar a relação entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro e o de mercado das SEM brasileiras. A validação dos resultados ocorrerá por meio de sistematização das definições operacionais, de testes estatísticos e de graus de significância.

Nesse contexto, a realização do estudo foi dividida em duas etapas. A primeira etapa é o levantamento bibliográfico da plataforma teórica que subsidiou a utilização dos constructos e a operacionalização das variáveis que mensuraram o fenômeno estudado.

A segunda etapa consistiu-se na coleta de dados e na seleção do método estatístico que permitiu observar se a remuneração dos executivos funciona como um mecanismo de governança corporativa nas Sociedades de Economia Mista brasileiras.

#### **3.1 População, amostra e dados coletados**

O dimensionamento da amostra levou em consideração a quantidade de empresas brasileiras com controle acionário detido pelo Estado. Para o estabelecimento do controle do Estado sobre as empresas da amostra foram utilizadas as normas 18 e 36 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC).

A norma 36 estabelece a definição de controle, e expõe que essa envolve o seu poder sobre a empresa investida, a sua exposição e o direito sobre os retornos da investida. O item 11 da norma 36 estabelece que o poder relaciona-se ao direito de voto, como o obtido por instrumentos do patrimônio, tipo as ações (CPC 18, 2012; CPC 36, 2018).

A norma 18 define o conceito de controle em conjunto e aborda que as decisões sobre atividades relevantes sejam em conjunto. Nesse sentido, para estabelecer o controle verificou-

se a quantidade percentual de ações ordinárias e para o controle em conjunto, a existência de acordo entre os acionistas, assim, essas informações foram verificadas no relatório de referência cujas empresas com capital aberto na B<sup>3</sup> são obrigadas a informar e disponibilizar no *website* da Comissão de Valores Mobiliários.

Assim, das empresas cujas informações financeiras estão na base de dados Económica<sup>®</sup>, 34 estão sob o controle do Estado, na esfera federal, estadual, municipal ou por outras empresas públicas, cujo período dos dados utilizados foi de 2009 a 2016.

Para composição da amostra, foi descartada a utilização de três empresas no estudo, o Banco da Patagônia, devido a falta de informações financeiras e de mercado sobre a mesma, a BR Distribuidora S/A e o IRB-Brasil Resseguros S/A, pelo pouco tempo de capital aberto.

N	Empresas	N	Empresas	N	Empresas
1	Amazônia	12	Ceee-D	23	Emae
2	Banese	13	Ceee-Gt	24	Petrobras
3	Banestes	14	Celesc	25	Renova
4	Banpara	15	Celgpar	26	Sabesp
5	Banrisul	16	Cemig	27	Sanepar
6	BB Seguridade	17	Cesp	28	SPTuris
7	Banco do Brasil	18	Copasa	29	Taesa
8	Banco do Nordeste	19	Copel	30	Telebrás
9	BRB Banco	20	Eletrobrás	31	Tupy
10	Casan	21	Eletropar		
11	Ceb	22	Eletropaulo		

Quadro 06 – Amostra da Pesquisa  
Fonte: elaborado pelo autor

Assim, essa amostra com 31 empresas é composta por 12 delas controladas pelo governo federal, 18 pelos governos estaduais e uma pelo município de São Paulo.

### 3.2 Variáveis e modelo estatístico

A busca pelo objetivo da pesquisa e a verificação das hipóteses foi operacionalizada por meio de uma revisão teórica, que observou pesquisas científicas internacionais e nacionais sobre remuneração de executivo. Essa revisão teórica demonstrou que as pesquisas que investigaram a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das organizações podem ser divididas em dois grupos: (i) as que utilizaram a remuneração total ou parte dela como variável dependente (Murphy, 1985; Jensen; Murphy, 1990; Pinto; Belka; Krajewski,

1993; Mehran, 1995; Ángel; Fumás, 1997; Conyon, 1997; Conyon; Schwalbach, 2000; Brunello; Graziano; Parigi, 2001; Gunasekaragea; Wilkinson, 2002; Elston; Goldberg, 2003; Bebhuk; Gristein, 2005; Firth; Fung; Rui, 2006; Funchal; Terra, 2006; Kato; Kim; Lee, 2007; Camargos; Helal, 2007; Unite et al., 2008; Oyadomari et al., 2009; Marques, 2012; Ventura, 2013; Costa; Teixeira; Galdi, 2013; Menozzi et al., 2014; Beuren; Silva; Mazzioni, 2014; Fernandes; Manzzi, 2015; Machado; Rogers, 2015; Leite, 2015; Kim; Lee; Shin, 2017) e as (ii) que colocaram o desempenho nessa posição (MEHRAN, 1995; TEIXEIRA et al., 2011; PEROBELLI; LOPES; SILVEIRA, 2012; NASCIMENTO; FRANCO; CHEROBIN, 2012; AMRAN et al., 2013; KRAUTER, 2013; KRAUTER; SOUSA, 2013; CARVALHAL-DA-SILVA; CHIEN, 2013; BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014; FERNANDES; MANZZIONI, 2015; AGUIAR; PIMENTEL, 2017).

Nesse contexto, essa pesquisa utiliza o constructo desempenho como variável dependente, pois parte do pressuposto de que o pacote de remuneração dos executivos é um motivador capaz de alinhar o comportamento dos gestores ao resultado gerado pelas empresas; assim, as variáveis relacionadas a esses constructos são apresentadas no quadro 07.

Variáveis	Fórmula	Estudos Base	Fonte
Retorno do Ativo (ROA)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Mehran (1995), Amran et al. (2013), Krauter (2013), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), Beuren, Silva e Mazzioni (2014), Fernandes e Manzzi (2015)	Economática®
Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Krauter (2013), Alves e Krauter (2014), Aguiar e Pimentel (2017)	Economática®
Índice de Preço de Mercado sobre Contábil (P/B)	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), Aguiar e Pimentel (2017)	Economática®
Valor de Mercado (VM)	Valor de Mercado no último pregão de cada ano da amostra	Aguiar e Pimentel (2017)	Economática®

Quadro 07 – Variáveis relacionadas ao desempenho  
Fonte: elaborado pelo autor

Assim, na revisão teórica realizada, três diferentes constructos apresentaram resultados estatísticos significantes em relação a sua capacidade de explicação do desempenho das empresas. O primeiro constructo é a remuneração dos executivos, que está no quadro 08.

Variáveis	Fórmula	Estudos Base	Fonte	Sinal Esperado
Remuneração Mensal Média (RMM)	Remuneração Total da Diretoria Executiva / Número de Executivos / 13,33	Teixeira et al. (2011), Perobelli, Lopes e Silveira (2012), Krauter (2013), Krauter e Sousa (2013), Alves e Krauter(2014), Aguiar e Pimentel (2017)	Formulário de Referência obtido no site da Comissão de Valores Mobiliários	+
Remuneração Variável Média (RVM)	Remuneração Variável da Diretoria Executiva/ Número de Executivos	Kato, Kim e Lee (2007), Teixeira et al. (2011), Perobelli, Lopes e Silveira (2012), Krauter (2013), Krauter e Sousa (2013), Ventura (2013), Alves e Krauter (2014), Aguiar e Pimentel (2017)	Formulário de Referência obtido no site da Comissão de Valores Mobiliários	+

Quadro 08 – Variáveis relacionadas ao perfil de remuneração  
Fonte: elaborado pelo autor

O segundo constructo é o perfil da empresa cujas variáveis, fórmulas e estudos de apoio estão apresentadas no quadro 09.

Variáveis	Fórmula	Estudos	Fonte	Sinal Esperado
Tamanho	Logaritmo Natural do Ativo Total	Firth, Fung e Rui (2006), Teixeira et al. (2011), Krauter (2013), Krauter e Sousa (2013), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), Ventura (2013), Menozzi et al. (2014) e Aguiar e Pimentel (2017)	Economática®	+
Alavancagem	DividaTotal / Ativo Total	Perobelli, Lopes e Silveira (2012) e Carvalhal-da-Silva e Chien (2013)	Economática®	-
Tipo de Controlador	Dummy = 1 (Governo Central) ou 0 (Periférico)	Firth, Fung e Rui (2006), Costa, Teixeira e Galdi (2013), Leite (2015)	Economática®	+
Setor	Setor de Atividade	Firth, Fung e Rui (2006), Menozzi et al. (2014), Leite (2015)	Economática®	Sem sinal esperado

Quadro 09 – Variáveis relacionadas ao perfil da empresa  
Fonte: elaborado pelo autor

O terceiro constructo está relacionado à governança corporativa cuja variável, fórmula e estudos de apoio estão apresentados no quadro 10.

Variável	Fórmula	Estudos Base	Fonte	Sinal Esperado
Qualidade da Governança Corporativa (GC)	Dummy, 1 para Novo Mercado e Nível 2 e 0 para outros segmentos	Mehran (1995), Perobelli, Lopes e Silveira (2012), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), Menozzi et al. (2014) e Aguiar e Pimentel (2017)	Economática®	+

Quadro 10 – Variável qualidade da governança corporativa  
Fonte: elaborado pelo autor

Nesse contexto, os modelos estatísticos utilizados na pesquisa podem ser apresentados pelas fórmulas a seguir:

$$I \quad Roa = \beta_0 + \beta_{RMM} \cdot RMM + \beta_{RVM} \cdot RVM + \beta_{Tamanho} \cdot Tamanho + \beta_{Alavancagem} \cdot Alavancagem \\ + \beta_{Tipo\ de\ Controlador} \cdot Tipo\ de\ Controlador + \beta_{Setor} \cdot Setor \\ + \beta_{Governança\ Corporativa} \cdot Governança\ Corporativa + \varepsilon$$

$$II \quad Roe = \beta_0 + \beta_{RMM} \cdot RMM + \beta_{RVM} \cdot RVM + \beta_{Tamanho} \cdot Tamanho + \beta_{Alavancagem} \cdot Alavancagem \\ + \beta_{Tipo\ de\ Controlador} \cdot Tipo\ de\ Controlador + \beta_{Setor} \cdot Setor \\ + \beta_{Governança\ Corporativa} \cdot Governança\ Corporativa + \varepsilon$$

$$III \quad \frac{P}{B} = \beta_0 + \beta_{RMM} \cdot RMM + \beta_{RVM} \cdot RVM + \beta_{Tamanho} \cdot Tamanho + \beta_{Alavancagem} \cdot Alavancagem \\ + \beta_{Tipo\ de\ Controlador} \cdot Tipo\ de\ Controlador + \beta_{Setor} \cdot Setor \\ + \beta_{Governança\ Corporativa} \cdot Governança\ Corporativa + \varepsilon$$

$$IV \quad VM = \beta_0 + \beta_{RMM} \cdot RMM + \beta_{RVM} \cdot RVM + \beta_{Tamanho} \cdot Tamanho + \beta_{Alavancagem} \cdot Alavancagem \\ + \beta_{Tipo\ de\ Controlador} \cdot Tipo\ de\ Controlador + \beta_{Setor} \cdot Setor \\ + \beta_{Governança\ Corporativa} \cdot Governança\ Corporativa + \varepsilon$$

Onde:

- $Roa$  = Variável dependente;
- $Roe$  = Variável dependente;
- $P/B$  = Variável dependente;
- $VM$  = Variável dependente;

- $\beta_0$  = Intercepto;
- $\beta_{RMM}$  = Coeficiente angular da variável independente RMM;
- $RMM$  = Variável independente RMM;
- $\beta_{RVM}$  = Coeficiente angular da variável independente RVM;
- $RVM$  = Variável independente RVM;
- $\beta_{Tamanho}$  = Coeficiente angular da variável independente Tamanho;
- $Tamanho$  = Variável independente Tamanho;
- $\beta_{Alavancagem}$  = Coeficiente angular da variável independente Alavancagem;
- $Alavancagem$  = Variável independente Alavancagem;
- $\beta_{Tipo\ de\ Controlador}$  = Coeficiente angular da variável independente Tipo de Controlador;
- $Tipo\ de\ Controlador$  = Variável independente Tipo de Controlador;
- $\beta_{Governança\ Corporativa}$  = Coeficiente angular da variável independente GC;
- $Governança\ Corporativa$  = Variável independente GC;
- $\beta_{Setor}$  = Coeficiente angular da variável independente Setor;
- $Setor$  = Variável independente Setor;
- $\varepsilon$  = Erro-padrão da estimativa.

### 3.3 Método estatístico

Para alcançar o objetivo da pesquisa, que é investigar a relação entre o desempenho financeiro e de mercado e o pacote de remuneração dos executivos nas SEM brasileiras foi utilizado uma estratégia estatística que envolve a observação descritiva dos dados, a verificação da correlação por meio do teste de Pearson, como em Nascimento, Franco e Cherobin (2012), Krauter (2013) e Beuren, Silva e Mazzioni (2014) e a utilização de duas técnicas de regressão estatística, a primeira, regressão com dados em painel, para garantir comparabilidade a maior parte dos estudos sobre desempenho e remuneração (Mehran, 1995; Perobelli; Lopes; Silveira, 2012; Krauter, 2013; Krauter; Sousa, 2013; Carvalhal-da-Silva; Chien, 2013; Amran et al., 2013; Alves; Krauter, 2014) e a segunda, regressão pelo Método dos Momentos Generalizados, para que seja possível enfrentar o possível problema de endogeneidade e garantir comparabilidade as pesquisas de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), Menozzi et al. (2014) e Aguiar e Pimentel (2017).

#### 3.3.1 Regressão por dados em painel

A utilização da metodologia de regressão com dados em painel apoia-se na observação

dos dados em diferentes momentos do tempo, viabilizando a utilização de uma maior quantidade de dados, assim harmonizando a utilização dos modelos *cross-section* e as séries temporais, contribuindo para uma maior eficiência (GUJARATI, 2011).

Nesta pesquisa serão utilizados principalmente três diferentes tratamentos à técnica: (i) *pooled*, (ii) painel com efeito fixo e (iii) painel com efeito aleatório, porém se ocorrer autocorrelação será utilizado o painel melhor indicado com a opção dos erros robustos.

A técnica de regressão com dados empilhados é denominada *Pooled*, em que se empregam os mínimos quadrados ordinários, assim, será utilizado o teste Chow para indicar entre esse método e o de dados em painel com efeitos fixos como a melhor forma de estudar a relação entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro e de mercado das SEM.

Na regressão com dados em painel com efeitos fixos o intercepto é fixo, os coeficientes angulares variam em relação às características, mas são fixos ao longo do tempo e quando os erros se apresentam correlacionados e os coeficientes angulares variarem, o modelo passa a ser denominado painel com efeitos aleatórios (WOOLDRIDGE, 2008).

Para a escolha entre o modelo de regressão com efeito fixo ou aleatório será utilizado o teste de Hausman, que observa qual é o modelo adequado para a regressão. O modelo com efeitos fixos é seguro, pois retira as variáveis fixas ao longo da série do modelo; assim, se existir uma variável omitida fixa, essa omissão não irá interferir no modelo (WOOLDRIDGE, 2008). Porém, se existir dúvida em relação à técnica *Pooled* e a de dados em painel com efeitos aleatórios será utilizado o teste de Breusch-Pagan.

No sentido de verificar a ocorrência de multicolinearidade será aplicado o Teste de *Variance Inflation Factor* e para verificar a possível existência de autocorrelação será utilizado o teste de Wooldridge.

Assim, classifica-se a pesquisa em relação ao seu balanceamento como desbalanceada, pois a unidade de corte transversal não possui a mesma quantidade de observações e isso se dá pela abertura de capital de uma empresa da amostra ter sido em 2013 enquanto todas as outras possuíam informações financeiras sobre remuneração dos executivos desde o momento de obrigatoriedade de informar a remuneração dos executivos.

### **3.3.2 Regressão pelo Método dos Momentos Generalizados**

A utilização da regressão pelo método dos momentos generalizados (GMM) baseia-se no enfrentamento das possibilidades de aparecimento de regressores endógenos nas pesquisas

em finanças, cujo fenômeno se relaciona a uma possível influência dos valores passados da variável dependente aos valores futuros da independente. Para Barros et al. (2009), os modelos estatísticos estáticos, como os utilizados em finanças, podem não ser adequados nessas situações.

A endogeneidade pode ser causada por três diferentes situações: variáveis omitidas, erros de mensuração e simultaneidade. A condição das variáveis omitidas relaciona-se à não inclusão de uma variável explicativa no modelo. A segunda situação problema são os erros de mensuração, e esses podem ocorrer devido à diferença entre o indicador utilizado no modelo estatístico e o constructo estudado; a terceira situação problema é a simultaneidade, que ocorre em situações em que as variáveis explicativas podem determinar a variável explicada e o contrário também ocorre (WOOLDRIDGE, 2008).

O método em questão foi desenvolvido por Hansen (1982), sendo que o modelo por diferenças contou com a contribuição de Holtz-Eakin, Newey e Rosen (1988) e Arellano e Bond (1991), e o modelo sistêmico por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

Nessa pesquisa será utilizado o método GMM sistêmico, pois segundo Blundell e Bond (1998), o modelo em questão supera as limitações do anterior.

No sentido de garantir o respeito aos pressupostos do modelo, o primeiro item verificou a classificação do tipo de painel utilizado na pesquisa, pois para Bond (2002) o método GMM sistêmico é recomendado para painel curto, e nesse sentido o painel é curto, pois a quantidade de empresas analisadas (31) é maior do que a quantidade de períodos analisados (8).

O segundo pressuposto verificado relaciona-se à autocorrelação dos resíduos, e para essa finalidade foi aplicado o teste de primeira e segunda ordem de Arellano e Bond, que visa verificar a presença de autocorrelação nos resíduos, sendo necessária a autocorrelação de primeira ordem, e não de segunda (ARELLANO; BOND, 1991).

O terceiro pressuposto envolve o teste de Hansen e Sargan, que verificam se as variáveis instrumentais não são relacionadas ao termo de erro do modelo, e o último se relaciona à manutenção entre os períodos observados da correlação entre os regressores e a heterogeneidade não observada e para isso o coeficiente da variável dependente defasada não pode ser superior a 1 (ROODMAN, 2009).

## **4 Análise dos resultados**

O objetivo geral da pesquisa é investigar a relação entre o pacote de remuneração dos executivos nas SEM brasileiras e o desempenho financeiro ou de mercado. Esse objetivo é detalhado especificamente em: (i) levantar as variáveis apontadas pela literatura como relacionadas ao pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado; (ii) descrever a política salarial das SEM do Brasil; e (iii) estudar o comportamento da remuneração dos executivos enquanto mecanismo de governança corporativa nas SEM brasileiras.

Para alcançar o primeiro propósito foi realizada uma revisão da literatura sobre remuneração de executivos como mecanismo de governança, que apontou as diferentes variáveis utilizadas para auxiliar na explicação da relação estudada, e entre essas as que constavam com resultados robustos foram utilizadas para substanciar os modelos estatísticos.

A contemplação do segundo intento ocorreu por meio da coleta das informações contidas sobre a remuneração dos executivos das SEM no formulário de referência apresentado à CVM pelas empresas da amostra, e a obtenção do terceiro intento envolveu a aplicação dos testes estatísticos nesses dados e a verificação dos seus respectivos graus de significância.

### **4.1 Estatística descritiva**

Os valores referentes ao desempenho financeiro, de mercado, ao pacote de remuneração dos executivos e às demais variáveis independentes compreendem o período de oito anos, de 2009 a 2016, e foram levantados para uma amostra de 31 empresas de capital misto brasileiras, sendo 12 federais, 18 estaduais e a última municipal. Em relação ao setor, 9 são financeiras, 14 de energia elétrica, 4 de saneamento e 4 de outros setores e ao verificar o segmento de governança, 17 pertencem aos níveis diferenciados da bolsa e 14 possuem suas ações listadas no nível tradicional.

Assim, na busca ao perfil descritivo e ao comportamento das variáveis dependentes da pesquisa, o quadro 11 apresenta a média para cada ano do período estudado, a média geral, o mínimo, o máximo, a mediana e o desvio padrão.

As variáveis dependentes do estudo são o ROE, o ROA, o Índice de Preço de Mercado sobre o Valor Contábil (P/B) e o Valor de Mercado (VM), sendo que os dois primeiros indicadores representam o constructo desempenho financeiro e os dois últimos caracterizam o

constructo desempenho de mercado.

Ano	ROE	ROA	P/B	VM
2009	17,23	6,34	0,93	18.237.090,40
2010	11,7	3,00	0,73	19.376.711,60
2011	10,75	2,37	0,74	16.013.929,67
2012	7,53	-4,34	0,83	14.492.866,73
2013	3	2,3	0,74	13.745.216,03
2014	7	-1,27	5,28	11.084.087,10
2015	7,34	-1,31	0,58	8.250.415,35
2016	4,93	4,00	0,72	14.545.286,87
Média do Período	-17,51	1,38	1,33	14.426.201,30
Mínimo	-6357,40	-173,50	-1,30	118.872,00
Máximo	98,40	68,00	140,50	380.246.723,00
Mediana	8,80	1,90	0,50	1.579.525,50
Desvio Padrão	408,03	16,78	9,02	47.304.852,02

Quadro 11 – Estatística descritiva das variáveis dependentes

Fonte: elaborado pelo autor

O indicador ROE apresentou no período uma queda de 71,39%, em parte devido ao desempenho ruim das empresas do setor elétrico entre 2012 e 2016 e da Telebrás, que em 2014 apresentou retorno negativo de 6357,40% e dessa forma enviesou a média do período, que ficou negativa em 17,51%.

Nesse sentido, destaca-se que nem todos os setores apresentam desempenho negativo ao se observar todo o período da amostra, pois o setor financeiro apresenta rentabilidade média no período de 19,2%, seguido por saneamento com média de 8,58%, energia elétrica com 5,71% e os outros setores com desempenho negativo de 202,91%.

No extremo da rentabilidade destaca-se as empresas Banese, Banpara, BB seguridade, Banco do Brasil, Banco de Brasília, Cemig, Eletropaulo, Banco do Nordeste e Taesa, que apresentaram por três ou mais anos retornos acima de 20% nesse indicador.

O indicador ROA apresenta uma queda na rentabilidade das empresas da amostra no período estudado de 36,91%, menor do que o ROE, porém a média da amostra ficou negativa nos anos de 2012, 2014 e 2015.

A média do ROE do período total foi de 1,38%, a rentabilidade mínima que uma empresa obteve foi negativa e de 173,50% e o máximo foi de 68%, com mediana de 1,90% e desvio padrão de 16,78%. O setor de saneamento apresentou indicador médio de 4,13%, o financeiro de 3,52%, o de energia elétrica e outros setores ficaram abaixo de zero, porém

menor que -1%.

O Índice P/B apresentou uma queda de rentabilidade no período estudado de 22,58%, inferior aos indicadores financeiros, mas superior ao de Valor de Mercado.

Em quase todos os anos a média desse indicador ficou abaixo de 1, fato que indica a percepção do mercado em relação à destruição de valor por parte dos controladores, porém em 2014, o indicador obteve média de 5,28, motivado pela alta da BB Seguridade e da Telebrás.

A média do Índice P/B do período total foi de 1,33, o índice mínimo que uma empresa obteve foi de -1,3% e a máximo foi de 140,5 com mediana de 0,5 e desvio padrão de 9,02. As empresas pertencentes a outros setores apresentaram a maior média para o índice, seguido pelas financeiras, pelas de saneamento e as elétricas.

O Valor de Mercado foi calculado em milhares de reais e apresentou uma queda no período estudado de 20,54%, inferior às demais variáveis dependentes da pesquisa. As três empresas mais valiosas do período foram Petrobrás, Banco de Brasil e BB Seguridade.

Nesse sentido, as três empresas com menores valores de mercado foram SP Turismo, Emae e Celgpar, porém cabe ressaltar que SP Turismo e Celgpar sofrem com baixa liquidez das ações.

Ano	RMM	RVM
2009	30.836,98	79.036,86
2010	36.636,44	101.877,76
2011	46.469,79	166.299,01
2012	51.044,79	178.124,44
2013	59.777,78	213.565,47
2014	61.871,00	171.025,60
2015	67.120,79	206.317,59
2016	86.434,47	346.678,06
Média do Período	55.249,86	183.710,37
Mínimo	1.620,41	-
Máximo	271.961,44	2.241.419,95
Mediana	40.158,46	38.770,41
Desvio Padrão	44.720,76	336.888,95

Quadro 12 – Estatística descritiva das variáveis independentes de remuneração

Fonte: elaborado pelo autor

O quadro 12 apresenta a média por ano, do período, o mínimo, o máximo, a mediana e o desvio padrão da Remuneração Mensal Média (RMM) e da Remuneração Variável Média

(RVM). A RMM apresentou um crescimento no período de 180,29%. A remuneração média foi de R\$ 55.249,86, a mínima foi de R\$ 1.620,41 e a máxima de R\$ 271.961,44.

A remuneração mínima foi praticada pela Celesc em 2009, enquanto a maior remuneração foi ofertada pela Tupy em 2016. Ao se analisar o maior pacote de remuneração por empresa em 2016, destaca-se o Banco do Brasil com R\$ 77.047.575,59, a Petrobrás com R\$ 25.348.361,63 e a Tupy com R\$ 18.126.229,79. Nesse mesmo ano a diferença entre o pacote de remuneração da empresa que menos remunera para a que mais remunera foi superior a 75 milhões.

A RVM apresentou no período um aumento de 388,63%, com média geral de R\$ 183.710,37, máximo de R\$ 2.241.419,95, mediana de R\$ 38.770,41 e com cinco empresas que optaram por não utilizar a remuneração variável durante todo o período da amostra e outras 11, que durante um ou mais anos não possuíram esse tipo de remuneração.

Anos	Remuneração Fixa Total	Salários	Benefícios	Outro
2009	2.365.440,34	2.148.864,78	188.148,69	100.055,69
2010	2.751.102,08	2.343.869,20	234.859,46	172.373,42
2011	3.235.917,71	2.679.909,81	258.501,61	297.506,29
2012	3.914.704,86	3.240.345,31	332.010,42	342.349,13
2013	4.443.304,25	3.253.271,49	328.542,27	861.490,50
2014	4.791.053,50	3.457.557,00	485.218,90	848.277,60
2015	5.107.905,41	3.605.445,16	554.312,16	948.148,09
2016	5.820.263,16	3.928.353,70	931.526,99	960.382,47
Mínimo	-	78.329,48	-	-
Máximo	42.051.050,40	26.411.534,93	6.078.539,82	9.560.975,65
Média	4.069.890,43	3.093.926,98	416.775,47	571.868,01
Mediana	2.480.848,44	1.858.702,86	199.051,56	180.012,83
Desvio Padrão	5.270.094,19	3.858.759,45	672.238,34	1.228.878,98

Quadro 13 – Estatística descritiva da remuneração total  
Fonte: elaborado pelo autor

O quadro 13 apresenta a média por ano, do período, o mínimo, o máximo, a mediana e o desvio padrão da remuneração fixa, dos salários, benefícios e outras formas pagamento fixo, que são as partes que compõe esse tipo de compensação financeira.

Nesse período, a remuneração fixa apresentou aumento de 146,02%, devido ao aumento superior a 80% nos salários, de 395,10% nos benefícios e de 859,85% em outras formas de remuneração fixa.

As empresas que pagam os maiores salários ao seu time de executivos são o Banco do Brasil e a Petrobras, mas a quantidade de executivos nessas equipes é diferente, pois na média o banco possuiu 35,21 executivos no período e a petroleira em torno de 7,35.

O maior total pago à equipe como salário foi de R\$ 26.411.534,93 e pertence ao Banco do Brasil, em 2016, enquanto que a menor remuneração foi de R\$ 78.329,48, pertencente ao grupo de executivos da Ceb e referente ao ano de 2012.

Ao se analisar os benefícios concedidos aos executivos o destaque foi o montante que o Banco do Brasil compensou seus gestores em 2016, que foi de R\$ 6.078.539,82, para 27 executivos e o montante pago pela Sanepar no mesmo ano, que foi de R\$ 3.136.764,69, para 9 executivos, porém a amostra possui 14 empresas que em um ano ou mais não pagaram benefícios aos executivos.

A empresa que mais gasta com outras formas de remuneração fixa aos executivos é o Banco de Brasília, que em 2014, gastou R\$ 1.535.119,13 e a amostra possui 11 empresas que não gastaram com essa forma de remuneração.

<b>Anos</b>	<b>Remuneração Variável Total</b>	<b>Bônus</b>	<b>Participação no Resultado</b>	<b>Outros</b>
2009	754.161,54	400.622,71	227.720,84	139.172,08
2010	894.246,23	304.893,45	425.809,50	163.543,28
2011	1.324.608,19	296.471,45	449.040,15	579.096,60
2012	1.539.307,99	407.947,78	822.480,87	330.942,16
2013	1.644.866,77	325.938,19	270.067,42	1.048.861,15
2014	1.470.670,41	292.396,62	269.522,78	908.751,02
2015	1.752.905,38	408.693,24	217.816,42	1.126.395,72
2016	2.948.464,63	520.816,90	382.460,54	2.045.187,19
Mínimo	-	-	-	-
Máximo	34.996.525,19	8.531.549,88	16.323.902,69	34.996.525,19
Média	1.547.925,58	369.879,15	381.505,83	804.652,01
Mediana	221.498,11	-	-	-
Desvio Padrão	3.753.472,09	1.112.330,44	1.353.609,18	3.262.381,97

Quadro 14 – Estatística descritiva da remuneração variável  
Fonte: elaborado pelo autor

O quadro 14 apresenta a média por ano, do período, o mínimo, o máximo, a mediana e o desvio padrão da remuneração variável total, dos bônus, participação nos resultados e outras formas de pagamentos variáveis, que são as partes desse tipo de compensação financeira.

Nesse período, a remuneração variável total apresentou aumento de 290,96%, devido

ao aumento superior a 30% nos bônus, de 67,95% nas participações nos resultados e de 1369,54% em outras formas de remuneração variável.

A remuneração variável está presente em 16 empresas na amostra, em um ou mais anos, porém 15 não remuneraram os executivos por meio dessa forma de compensação financeira. A empresa que mais remunerou seus gestores foi o Banco do Brasil, que pagou em 2016 R\$ 34.996.525,19, R\$ 22.927.628,68 em 2015 e R\$ 19.078.516,29 em 2014.

A empresa que pagou mais bônus à sua equipe de executivos foi a Tupy, que em 2016 gastou R\$ 8.531.549,88 com seus 5 gestores, seguida pelo Banco do Brasil, que em 2009 desembolsou R\$ 6.897.667,78 para sua equipe com 35,83 executivos (média anual), entretanto, 27 empresas não pagaram bônus durante um ou mais anos.

A Participação nos Resultados é outra forma de remuneração variável, presente em 19 empresas, em um ou mais anos do período estudado, que auferiu 67,95% de aumento nessa forma de compensação financeira, cuja empresa com maior pagamento foi o Banco do Brasil, que desembolsou R\$ 16.323.902,69 com sua equipe de executivos.

O conjunto de outras formas de remuneração obteve aumento de 1369,54%, saindo do montante médio em 2009 de R\$ 139.172,08 para R\$ 2.045.187,19 em 2016. A empresa com maior remuneração foi o Banco do Brasil, que em 2016 gastou R\$ 34.996.525,19 com os executivos.

No intuito de descrever os componentes da remuneração total dos executivos, o gráfico 06 separa a compensação financeira total em colunas, que representam a remuneração total por ano, que é subdividida em salário, benefícios, outras remunerações fixas, bônus, participação no resultado e outras compensações variáveis.

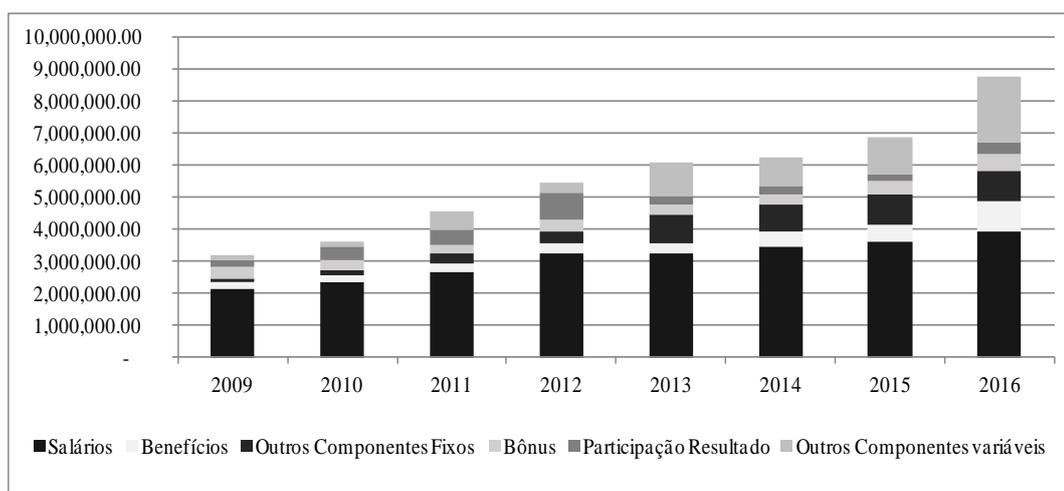


Gráfico 06 – Componentes da remuneração total  
Fonte: elaborado pelo autor

O gráfico 06 apresenta a média da composição financeira das empresas da amostra por ano e aponta o aumento de 179,61% na remuneração no período, passando de R\$ 3.119.601,88 para R\$ 8.722.635,66. Esse aumento está baseado no aumento da parte fixa em 146,05% e na parte variável em 290,96%, porém a quantidade de executivos por empresa diminuiu em 7,59%.

O aumento percentual da remuneração em cada ano do período estudado foi positivo, sendo que em 6 oportunidades esteve acima de 10% ao ano e nos anos de 2011, 2012 e 2016 o índice esteve acima de 19%.

O menor aumento da remuneração da equipe de executivos aconteceu em 2014, quando o percentual foi de 3,2%, devido ao aumento da compensação financeira fixa em 7,83%, pois a remuneração variável diminuiu em relação ao ano anterior em 10,59%.

No intuito de relacionar a remuneração ao desempenho financeiro e de mercado, o gráfico 07 separa a compensação financeira total em colunas que contêm a remuneração fixa e a variável, enquanto as linhas evidenciam o desempenho do ROE, do ROA e o Índice P/B das ações.

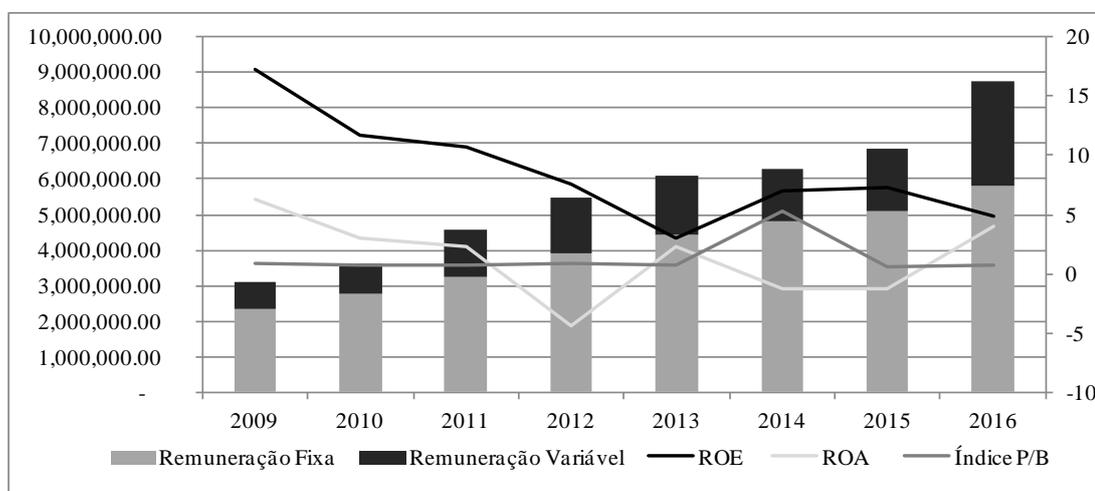


Gráfico 07 – Relação entre remuneração total e as variáveis dependentes  
Fonte: elaborado pelo autor

O gráfico 07 demonstra que a remuneração total aumentou no período estudado enquanto o desempenho financeiro diminuiu e o desempenho de mercado ficou estável de 2009 a 2013, subiu em 2014 e voltou a diminuir em 2015 e 2016.

No período de 2009 a 2013 aconteceu uma relação inversa entre o comportamento da remuneração total e o desempenho financeiro, porém o desempenho de mercado se manteve no mesmo patamar.

No período pós-2013 o comportamento dos indicadores de desempenho financeiro se diferenciaram, enquanto o ROE subiu, o ROA teve comportamento inverso, voltando a subir em 2016, porém o total da remuneração da equipe de gestores continua em crescimento e o indicador de mercado oscila e volta ao patamar inicial.

O gráfico 08 apresenta a remuneração variável média, a remuneração mensal média, os indicadores financeiros e o Índice de Preço de Mercado sobre o Valor Contábil das ações, que representa o desempenho de mercado para o período.

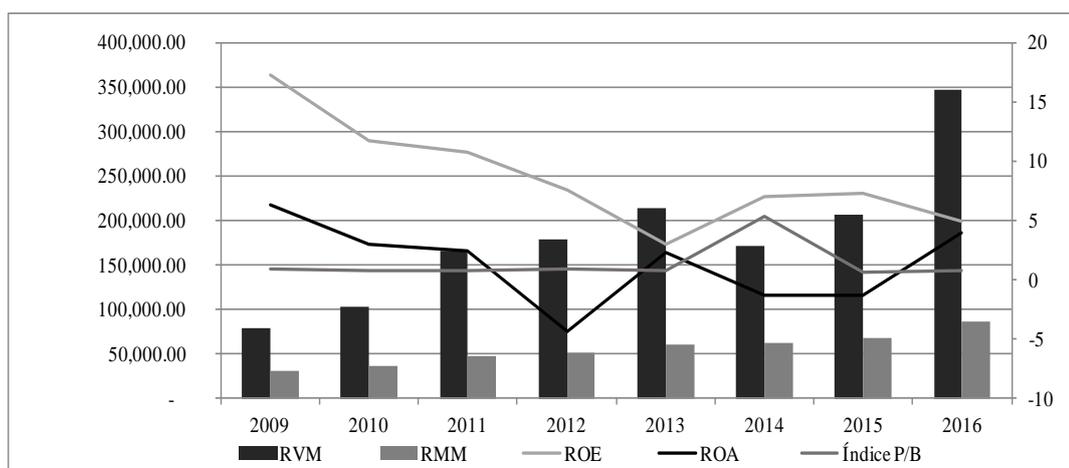


Gráfico 08 – Relação entre remuneração e o desempenho  
Fonte: elaborado pelo autor

O gráfico 08 apresenta dois comportamentos diferentes em relação à remuneração dos executivos, pois uma das variáveis utilizada no estudo, a RVM apresenta crescimento de 170,21% no período de 2009 a 2013, seguindo com valores inferiores a 2013 nos dois anos seguintes e subindo 102,71% se comparado 2016 com 2013.

O segundo indicador relacionado à remuneração dos executivos é a RMM, que apresenta crescimento constante no período, de 180,29% no total, saindo de uma remuneração média mensal por executivo de R\$ 30.836,98 em 2009 para R\$ 86.434,47 em 2016.

Ao se comparar as duas variáveis relacionadas à compensação financeira dos executivos, RVM e RMM, nota-se comportamentos distintos, durante o período de 2014 a 2015, pois enquanto a RVM apresenta resultados inferiores a 2013, a RMM continua a crescer. Ao se comparar as variáveis de remuneração com os indicadores de desempenho financeiro, se nota comportamentos inversos de 2012 para uma comparação com o ROA e 2013 para o ROE.

O gráfico 09 apresenta a remuneração variável média, a remuneração mensal média e as variáveis relacionadas ao tamanho das organizações e a Alavancagem das mesmas.

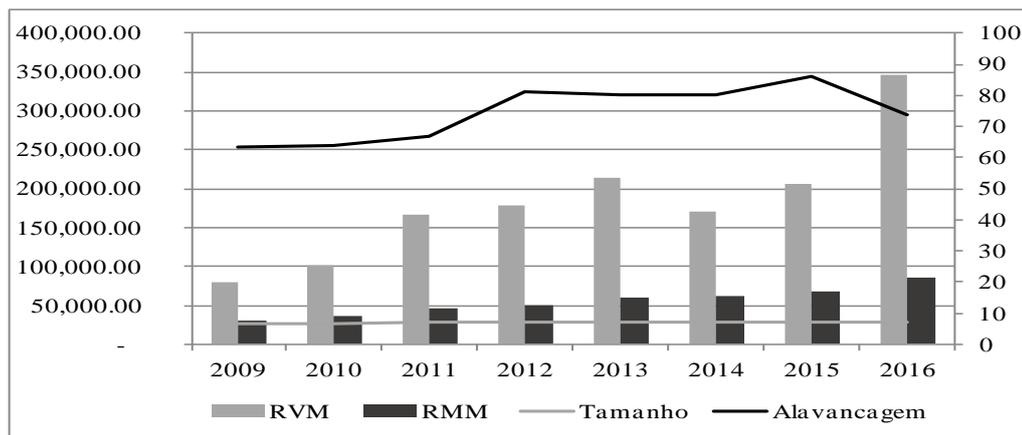


Gráfico 09 – Relação entre remuneração e as variáveis de controle

Fonte: elaborado pelo autor

O gráfico 09 evidencia que o tamanho médio das empresas da amostra esteve constante durante o período, pois sua variação foi de 3,84%, porém a alavancagem subiu 36,12% no período entre 2009 e 2015, e depois retrocedeu em 2016 e o aumento total ficou em 16,75%.

Anos	Remuneração Total	Remuneração Fixa	Remuneração Variável
2009	33.528,46	25.422,98	8.105,48
2010	39.179,01	29.567,94	9.611,07
2011	49.039,48	34.778,58	14.236,46
2012	58.617,94	42.073,97	16.543,98
2013	64.742,14	47.755,18	17.678,49
2014	66.812,55	51.492,67	15.806,28
2015	73.649,77	54.898,09	18.839,65
2016	93.748,03	62.554,28	31.689,13

Quadro 15 – Remuneração mensal média por executivo

Fonte: elaborado pelo autor

O quadro 15 contém a remuneração total mensal média por executivo, com a sua divisão em compensação fixa e a parte variável. O total médio recebido por um executivo de uma SEM no país em 2009 foi R\$ 33.528,46, montante que aumentou 179,61% até 2016, quando a remuneração total foi de R\$ 93.748,03.

No início do período da amostra, a média da remuneração fixa foi de R\$ 25.422,98 por mês, montante que representava 75,83% do total da compensação total, porém em 2016 esse tipo de recompensa financeira alcançou R\$ 62.554,28, um aumento de 146,05%; entretanto, devido a um aumento maior da remuneração variável, o montante fixo responde por 66,73% do total, uma diminuição de 9,1%.

A remuneração variável média mensal foi de R\$ 8.105,48 em 2009, 24,17% do total, entretanto essa forma de compensação ganhou importância para essa amostra de empresas, pois chegou a R\$ 31,689,13, um aumento de 290,86%, passando a representar em 2016 33,80% da compensação total.

Assim, os dados da estatística descritiva apontam para o crescimento da remuneração fixa e da variável independente da queda dos índices de desempenho financeiro de 2009 a 2013 e do desempenho de mercado ter apresentado pouca variação, quando medido pela variável Índice P/B das ações.

#### 4.2 Análise da correlação

O quadro 16, apresentado a seguir, demonstra as correlações e as significâncias auferidas pelo método Pearson, que foi utilizado para observação da relação entre as quatro variáveis utilizadas como dependentes e as variáveis independentes.

Variáveis	ROE	ROA	P/B	VM	RVM	RMM	Tamanho	Alavancagem	Tipo de Controlador
RVM	0,040	0,068	-0,032	<b>0,140**</b>	1				
RMM	0,017	0,065	-0,018	<b>0,328*</b>	0,848*	1			
Tamanho	0,077	0,106	-0,084	<b>0,545*</b>	0,248*	0,404*	1		
Alavancagem	-0,029	<b>-0,688*</b>	0,023	-0,061	-0,061	-0,049	-0,041	1	
Tipo de Controlador	-0,089	0,074	0,112	<b>0,281*</b>	0,246*	0,322*	0,225*	-0,087	1
Governança Corporativa	0,070	<b>0,177*</b>	-0,084	-0,115	0,309*	0,317*	0,371*	-0,223*	0,038

\* Nível de Significância de 1%, \*\* Nível de Significância de 5%, \*\*\* Nível de Significância de 10%

Quadro 16 – Matriz de correlação de Pearson

Fonte: elaborado pelo autor

Os dados apresentados no quadro 16 referem-se às correlações entre as variáveis, sendo que as que apresentam significância estatística estão destacadas em negrito. Ao se analisar a relação entre as variáveis que mensuram o desempenho financeiro, destaca-se que o ROE não apresenta correlação com significância estatística em relação a nenhuma das variáveis independentes, como em Krauter (2013), cuja variável para o ano de 2008 possui o mesmo comportamento, porém em Alves e Krauter (2014) e Aguiar e Pimentel (2017) essa informação não é exposta, fato que impossibilita a analogia.

O ROA apresenta correlação negativa e significativa com a Alavancagem, como em Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) indicando que quanto maior a alavancagem, menor o desempenho financeiro. A correlação do ROA é significativa e positiva em relação à qualidade da Governança Corporativa, indicando que o aumento do desempenho pode estar acompanhado do aumento da qualidade da Governança Corporativa. Krauter (2013) apresenta ROA com correlação positiva e significativa com a RMM para 2009, porém o quadro 16 aponta relação positiva, mas sem significância estatística.

Ao se analisar a correlação das variáveis que verificam o desempenho de mercado, o Valor de Mercado e o índice P/B, nota-se que o índice P/B não possui correlação com significância estatística com nenhuma das variáveis dependentes, fato que corrobora as relações fracas apontadas por Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), porém o Valor de Mercado possui correlação estatística e positiva com as variáveis RVM, RMM, Tamanho e Tipo de Controlador, ou seja, as duas primeiras que medem a remuneração.

A variável independente RVM apresenta correlação significativa positiva com as variáveis RMM, com o Tipo de Controlador e a Qualidade da Governança Corporativa, enquanto que a variável RMM possui correlação significativa positiva com o Tamanho do negócio, o Tipo de Controlador e a Qualidade da Governança Corporativa e negativa com a Alavancagem das empresas, porém os estudos que são suportes à utilização dessa variável não expõem esses dados, fato que impede a comparação.

Nesse sentido, destaca-se que as variáveis dependentes com presença de correlação significativa são o ROA e o Valor de Mercado, porém com relação a diferentes variáveis independentes.

### **4.3 Análise da contribuição do pacote de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro**

A busca ao objetivo de investigar o comportamento da remuneração dos executivos enquanto mecanismo de governança corporativa nas SEM brasileiras foi operacionalizada em duas partes; na primeira verificou-se se esse pacote de remuneração é capaz de auxiliar na explicação do desempenho financeiro e a segunda no desempenho de mercado.

No sentido de validar os resultados encontrados foram verificados os pressupostos da multicolinearidade e da autocorrelação. O teste utilizado para verificar a multicolinearidade foi o do *Variance Inflation Factor*, com dados expostos no quadro 17, em que foi observado o impacto sobre o erro padrão do coeficiente da variável, e as variáveis apresentaram indicador

abaixo de 10, garantindo a confiança na estimação dos parâmetros da equação, porém a variável Outros Setores foi omitida por apresentar problemas de colinearidade.

Variáveis	Valor	Variáveis	Valor
RMM	5,22	Tamanho	1,99
RVM	4,20	Governança Corporativa	1,86
Setor Elétrico	3,23	Tipo de Controle	1,32
Setor Financeiro	3,01	Alavancagem	1,09
Setor Saneamento	2,57	Outros Setores	(omitted)

Quadro 17 – Teste de *Variance Inflation Factor*

Fonte: elaborado pelo autor

O teste utilizado para verificar a autocorrelação foi o de Wooldridge, que segue exposto nos quadros 18, 20, 22 e 24, assim, o modelo utilizado nessa primeira parte da busca ao objetivo está embasado na revisão da literatura e em especial em Mehran (1995), Krauter (2013), Amran et al. (2013), Krauter e Sousa (2013), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), Beuren, Silva e Mazzioni (2014), Alves e Krauter (2014), Fernandes e Manzioni (2015) e Aguiar e Pimentel (2017), que pesquisaram o impacto da remuneração no desempenho financeiro. Nesse sentido, o quadro 17 apresenta as três diferentes regressões realizadas, enquanto que o número de observações em todas as regressões foi de 243.

ROE	<i>Pooled</i>	Efeito Fixo	Efeito Aleatório
RMM	0,00011	-0,00003*	0,00011
RVM	0,00008	0,00007*	0,00008
Tamanho	16,85140	-290,13918	16,85140
Alavancagem	-0,19022	-0,56369	-0,19022
Tipo de Controlador	-62,89620	(omitted)	-62,89620
Governança Corporativa	1,85810	(omitted)	1,85810
Setor Financeiro	211,58932**	(omitted)	211,58932**
Setor Elétrico	190,60126**	(omitted)	190,60126
Setor Saneamento	183,43584	(omitted)	183,43584
Outros Setores	(omitted)	(omitted)	(omitted)
Constante	-289,65323	2014,49340	-289,65323
R <sup>2</sup>	0,04	0,01	0,04
Teste de Chow	0,42	Teste de Hausman	0,28
Teste de Breusch-Pagan	1,00	Teste de Wooldridge	0,00

\* Nível de Significância de 1%, \*\* Nível de Significância de 5%, \*\*\* Nível de Significância de 10%

Quadro 18 – Resultados dos modelos de regressão para o ROE

Fonte: elaborado pelo autor

A verificação do pressuposto da autocorrelação ocorreu por meio do teste de Wooldridge cujo resultado indica que o pressuposto foi respeitado; assim, na sequência foram analisados os testes para indicação do modelo apropriado para observação dos resultados.

O resultado obtido no teste Chow aponta para a aceitação da regressão pelo método *Pooled* em relação à regressão com dados em painel com efeito fixo, e nesse sentido o teste Hausman indica a regressão com dados em painel com efeito aleatório para estudar o modelo, ou seja, a regressão com dados em painel com efeito fixo é desaconselhada para esse teste.

O resultado do teste de Breusch-Pagan aponta a técnica de regressão *Pooled* como a correta para o estudo quando o ROE é utilizado como variável dependente, assim, as variáveis com significância estatística são as do setor elétrico e a do financeiro, que possuem sinais positivos, fato que evidencia uma relação positiva entre as empresas desses setores e o desempenho, porém com capacidade de explicar somente 4% do indicador de desempenho.

A regressão pelo método *Pooled* foi realizada para possibilitar comparação entre os resultados apresentados na pesquisa e os encontrados por Mehran (1995), Krauter (2013), Krauter e Sousa (2013), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) e Alves e Krauter (2014). Os resultados obtidos nesse modelo não apresentaram coeficiente com significância estatística para as variáveis dependentes relacionadas à remuneração, tamanho, alavancagem, tipo de controle e governança corporativa, somente para as variáveis de setor que caracterizam as empresas elétricas e financeiras, apontando relação positiva entre essa característica e o desempenho financeiro, porém esse modelo foi capaz de explicar somente 4% do desempenho financeiro.

Ao realizar uma comparação dos resultados obtidos pelas variáveis pela regressão pelo método *Pooled*, destaca-se que a variável RMM não apresentou significância estatística, fato amparado pelo resultado de Krauter e Sousa (2013), porém diferente de Krauter (2013), que obteve significância estatística a 10% e sinal negativo, e de Aguiar e Pimentel (2017), que apresentou impacto positivo e significância a 1%. A variável RVM também não apresentou significância estatística, como em Krauter e Sousa (2013), porém com resultado distinto de Aguiar e Pimentel (2017), que obteve sinal positivo e significância a 1%.

A variável tamanho não apresentou significância estatística, como em Krauter e Sousa (2013) e Aguiar e Pimentel (2017), mas diferente de Krauter (2013) cujo resultado foi negativo a 1% e as variáveis alavancagem e tipo de controlador também não apresentaram significância estatística.

Em relação à qualidade da governança corporativa, essa variável não apresentou significância estatística, resultado que apresentou conformidade ao encontrado por Aguiar e

Pimentel (2017).

Nesse sentido, a regressão por painel com efeito fixo não é aconselhada para o estudo da situação-problema devido aos resultados obtidos nos testes Chow e Hausman, porém as duas variáveis relacionadas à remuneração apresentam significância estatística e a remuneração mensal é negativa, fato que poderia indicar uma relação contrária à esperada, pois o aumento da remuneração mensal levaria a uma diminuição do ROE. Em relação à remuneração variável, o sinal encontrado aponta para o esperado, uma associação positiva entre o aumento da remuneração variável e o desempenho. As demais variáveis de controle desse modelo não apresentam significância estatística ou foram omitidas do modelo por apresentar problemas de colinearidade.

Na sequência será apresentado à regressão por GMM, que está sendo utilizado devido às limitações dos outros modelos conforme aponta Barros et al. (2009), portanto essa técnica ajuda superar as limitações apontadas pela literatura, como também compara os dados obtidos nessa pesquisa aos resultados de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) e Aguiar e Pimentel (2017).

ROE	Coefficiente	P>Z
L1 ROE	0,10770*	0,00
RMM	-0,01974	0,49
RVM	0,00146	0,78
Tamanho	3559,017	0,37
Alavancagem	-11,35948	0,73
Constante	-22622,40	0,41
Wald	25,68	0,00
Teste de Arellano-Bond 1 <sup>a</sup> Ordem		0,33
Teste de Arellano-Bond 2 <sup>a</sup> Ordem		0,38
Teste de Hansen-Sargan		0,69

\* Nível de Significância de 1%, \*\* Nível de Significância de 5%, \*\*\* Nível de Significância de 10%

Quadro 19 – Resultado da regressão por GMM para o ROE

Fonte: elaborado pelo autor

O quadro 19 apresenta os dados relativos à regressão por GMM, em que o ROE foi utilizado como variável dependente. As variáveis relacionadas ao tipo de controlador, qualidade da governança corporativa e ao setor foram retiradas do modelo por apresentarem problema de colinearidade.

O resultado do teste Wald aponta que não ocorre homocedasticidade nos dados da amostra, porém o teste de Arellano e Bond de 1<sup>a</sup> ordem não apresenta correlação serial, fato

que aponta para o não respeito do pressuposto do modelo e invalida conclusões sobre a regressão.

Assim, o desfecho que melhor observa o objeto de estudo são os auferidos pela técnica *Pooled*, em que os resultados obtidos apontam que o  $R^2$  do modelo é inferior aos auferidos nos estudos de Krauter (2013) e Krauter e Sousa (2013), enquanto que a variável setor financeiro também apresentam significância no estudo de Aguiar e Pimentel (2017), porém outras variáveis apontadas como capazes de influenciar o ROE nas empresas particulares não apresentarem relevância nas SEM brasileiras.

Na continuação da busca do objetivo da tese, o quadro 20 apresenta as diferentes regressões realizadas em que a variável ROA é utilizada como variável dependente.

ROA	<i>Pooled</i>	Efeito Fixo	Efeito Fixo AR(1)	Efeito Aleatório
RMM	0,00004	0,00003	0,00003	0,00004
RVM	0,00000	0,00000	-0,00001	0,00000
Tamanho	-0,80166	-5,68509	-5,68509	-0,79955
Alavancagem	-0,17090*	-0,22953*	-0,22953*	-0,17225*
Tipo de Controlador	-0,04059	(omitted)	(omitted)	-0,02850
Governança Corporativa	2,72742	(omitted)	(omitted)	2,73802
Setor Financeiro	7,86127*	(omitted)	(omitted)	7,88707*
Setor Elétrico	0,49276	(omitted)	(omitted)	0,47619
Setor Saneamento	0,87909	(omitted)	(omitted)	0,81885
Outros Setores	(omitted)	(omitted)	(omitted)	(omitted)
Constante	14,18776***	56,50116	56,50116	14,32464***
$R^2$	0,51	0,39	0,41	0,51
Teste de Chow	0,06	Teste de Hausman		0,01
Observações	243	Teste de Wooldridge		0,79

\* Nível de Significância de 1%, \*\* Nível de Significância de 5%, \*\*\* Nível de Significância de 10%

Quadro 20 – Resultados dos modelos de regressão para o ROA

Fonte: elaborado pelo autor

Os resultados obtidos nos testes Chow e no Hausman indicam que a regressão com dados em painel com efeito fixo é superior aos métodos *Pooled* ou com efeito aleatório para estudar o modelo cuja variável dependente é o ROA, porém o teste de Wooldridge aponta para ocorrência de autocorrelação, assim a regressão com efeitos fixos foi rodada nos dois modelos, simples e com os termos de erros robustos.

Esse indicador foi utilizado como variável dependente nos estudos de Mehran (1995), Amran et al. (2013), Krauter (2013), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), Beuren, Silva e

Mazzioni (2014) e Fernandes e Manzzioni (2015).

Na regressão com dados em painel com efeito fixo somente a variável alavancagem apresenta significância estatística e com sinal negativo, também corroborando o apontado pela literatura, portanto as variáveis de remuneração e a de tamanho não são significantes e as outras foram retiradas do modelo por apresentarem colinearidade, e assim o modelo apresentou a capacidade de explicar 41% do desempenho financeiro.

Ao realizar uma comparação dos resultados obtidos pelas variáveis pela regressão pelo método dos efeitos fixos AR (1), destaca-se que a variável RMM não apresentou significância estatística, fato amparado pelos resultados de Krauter e Sousa (2013) e Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), porém diferente de Krauter (2013), que obteve significância estatística a 10% e sinal negativo e a variável RVM também não apresentou significância estatística, como em Krauter e Sousa (2013).

Em relação a variável tamanho, essa também não apresentou significância estatística, diferente dos resultados obtidos em Mehran (1995), que foi significativa a 10% e negativo, e a Amran et al. (2013) e Krauter (2013), que foram negativos e significantes a 1%.

Ao se analisar o resultado obtido para a variável alavancagem, percebe-se que a relação entre esse indicador e o desempenho financeiro é negativa e significativa a 1%, diferente de Mehran (1995) e Amran et al. (2013), que obtiveram resultados sem significância estatística e de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), cujo resultado é positivo e significativo a 1%.

As variáveis tipo de controlador e qualidade da governança corporativa não apresentaram significância estatística, e para o último indicador o resultado é igual ao de Mehran (1995) e Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), que também não apresentaram significância estatística.

Assim, cabe destacar que outras regressões, mesmo que não aconselhadas, apresentam resultados próximos aos encontrados, por isso na continuação o quadro 21 apresenta a regressão por GMM, que permite comparar os dados obtidos nesse trabalho com os resultados de Aguiar e Pimentel (2017).

ROA	Coefficiente	P>Z
L1 ROA	-0,67007*	0,00
RMM	-0,00089*	0,01
RVM	0,00013**	0,03
Tamanho	10,40306	0,37
Alavancagem	-0,21773*	0,00
Constante	-29,57376	0,73
Wald	523,75	0,00
Teste de Arellano-Bond 1 <sup>a</sup> Ordem		0,18
Teste de Arellano-Bond 2 <sup>a</sup> Ordem		0,63
Teste de Hansen-Sargan		0,73

\* Nível de Significância de 1%, \*\* Nível de Significância de 5%, \*\*\* Nível de Significância de 10%

Quadro 21 – Resultado da Regressão por GMM para o ROA

Fonte: elaborado pelo autor

O quadro 21 apresenta o resultado da regressão por GMM e o tipo de controlador, qualidade da governança corporativa e o setor foram retirados do modelo por apresentarem problema de colinearidade. Assim, como na regressão anterior, os pressupostos do modelo não foram respeitados, pois o teste de Arellano e Bond para 1<sup>a</sup> ordem não apresenta correlação serial, situação que invalida conclusões com base no respectivo modelo.

Com base nos dados das regressões constantes nos quadros 20 e 21, o R<sup>2</sup> auferido é superior aos obtidos nos estudos de Mehran (1995), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) e Alves e Krauter (2014), enquanto que a variável alavancagem também apresenta significância no estudo de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), porém as variáveis que abordam a remuneração apresentaram resultados positivos no estudo de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), mas não apresentaram significância para as SEM brasileiras.

Nesse sentido, os resultados apontam para a ineficiência da política salarial na busca a explicação do desempenho financeiro das SEM brasileiras e comparando-as no contexto da literatura para as empresas com controle privado, somente as variáveis setor e alavancagem conseguiram significância estatística no modelo utilizado.

#### **4.4 Análise da contribuição do pacote da remuneração dos executivos para o desempenho de mercado**

A operacionalização da segunda parte do objetivo da pesquisa é estudar o comportamento da remuneração dos executivos enquanto mecanismo de governança

corporativa nas SEM brasileiras por meio da observação da possível contribuição da remuneração dos executivos para explicação do desempenho de mercado das referidas empresas.

O modelo utilizado nas regressões está baseado em Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) e Aguiar e Pimentel (2017). Assim, foram utilizados diferentes testes estatísticos no quadro 22, o primeiro foi o método *Pooled*, seguido pelo painel com efeito fixo e depois o com efeito aleatório, e o número de observações foi de 243.

No mesmo quadro 22 também está contido os teste de Wooldridge, que possui o objetivo de verificar a autocorrelação e os testes de Chow, Hausman e Breusch-Pagan, que ajudam na definição do modelo correto para estimação dos parâmetros da equação.

<b>P/B</b>	<b><i>Pooled</i></b>	<b><i>Pooled AR (1)</i></b>	<b>Efeito Fixo</b>	<b>Efeito Aleatório</b>
RMM	0,00000	0,00000	- 0,00002	0,00000
RVM	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
Tamanho	- 0,99705	-0,99705	8,86709	- 0,99705
Alavancagem	0,00286	0,00286	0,01036	0,00286
Tipo de Controlador	1,57222	1,57222**	(omitted)	1,57222
Governança Corporativa	0,46921	0,46921	(omitted)	0,46922
Setor Financeiro	0,58242	0,58242	(omitted)	- 4,05913
Setor Elétrico	- 0,47239	-0,47239	(omitted)	- 5,11394**
Setor Saneamento	(omitted)	(omitted)	(omitted)	- 4,64155
Outros Setores	4,64155	4,64155	(omitted)	(omitted)
Constante	7,21576	7,21576	- 59,97367	11.85731***
R <sup>2</sup>	0,04	0,04	0,01	0,04
Teste de Chow	0,69		Teste de Hausman	0,21
Teste de Breusch-Pagan	1,00		Teste de Wooldridge	0,38

\* Nível de Significância de 1%, \*\* Nível de Significância de 5%, \*\*\* Nível de Significância de 10%.

Quadro 22 – Resultado dos modelos de regressão para o índice de P/B

Fonte: elaborado pelo autor

O quadro 22 apresenta o teste Chow e esse aponta para a aceitação da regressão pelo método *Pooled* em relação aos dados em painel com efeito fixo, e o teste Hausman aponta a técnica com efeito aleatório, por isso, a regressão com dados em painel com efeito fixo não é aconselhada. O teste de Breusch-Pagan aponta que a regressão adequada para o estudo do modelo é a *Pooled* e não a com dados em painel e feito aleatório, porém o teste de Wooldridge aponta para ocorrência de autocorrelação, assim a regressão *Pooled* foi rodada

nos dois modelos, simples e com os termos de erros robustos.

Ao analisar os resultados obtidos pela regressão *Pooled* com erros robustos, verifica-se que os coeficientes para as duas variáveis relacionadas à remuneração possuíram valores zero, fato que pode apontar uma falta de relação entre esse mecanismo de governança e o desempenho de mercado das SEM brasileiras.

Nesse sentido, a RMM não apresentou significância estatística, porém em Aguiar e Pimentel (2017) a variável apresentou significância de 1% e coeficiente de 0,4 e em Carvalho-da-Silva e Chien (2013) também ocorre significância, mas de 10% e baixo coeficiente.

O indicador RVM não apresentou significância estatística, diferente de Aguiar e Pimentel (2017), que apresenta significância a 1% e coeficiente de 0,36.

As variáveis Tamanho e Alavancagem não apresentaram significância, como em Carvalho-da-Silva e Chien (2013), e Aguiar e Pimentel (2017) para Tamanho, porém diferente do resultado de Carvalho-da-Silva e Chien (2013) para a variável Alavancagem, que obteve 1% e influencia positiva.

A variável tipo de controlador possuiu significância estatística a 5%, destacando-se o fato de que a gestão de uma SEM brasileira pelo governo federal influencia positivamente no resultado de mercado desta empresa, em relação às controladas pelos governos periféricos, mas as variáveis qualidade da governança corporativa e setor não apresentaram relação significativa com o desempenho de mercado, fato que destoa da literatura em relação aos resultados de Carvalho-da-Silva e Chien (2013), e Aguiar e Pimentel (2017) para qualidade da governança corporativa, que foram positivos e significantes a 1%.

Na sequência, o quadro 23 aponta a regressão por GMM, que possibilita comparar os dados obtidos nessa pesquisa com os resultados de Carvalho-da-Silva e Chien (2013), e Aguiar e Pimentel (2017).

P/B	Coefficiente	P>Z
L1 P/B	0,73265*	0,00
RMM	-0,00002*	0,01
RVM	0,00000**	0,02
Tamanho	0,84226***	0,09
Alavancagem	-0,02592	0,17
Constante	-3,33003	0,20
Wald	32,81	0,00
Teste de Arellano-Bond 1 <sup>a</sup> Ordem		0,39
Teste de Arellano-Bond 2 <sup>a</sup> Ordem		0,42
Teste de Hansen-Sargan		0,78

\* Nível de Significância de 1%, \*\* Nível de Significância de 5%, \*\*\* Nível de Significância de 10%

Quadro 23 – Resultado da regressão por GMM para o Índice P/B

Fonte: elaborado pelo autor

O quadro 23 exibe o resultado da regressão por GMM, e nesse modelo os indicadores que observam o tipo de controlador, a qualidade da governança corporativa e o setor foram retirados do modelo por apresentarem problema de colinearidade. Nesse sentido, novamente um dos pressupostos do modelo não foi respeitado, pois o teste de Arellano e Bond para 1<sup>a</sup> ordem não apresentou correlação serial, situação que invalida conclusões com base no respectivo modelo.

Assim, com base nos resultados contidos nos quadros 22 e 23, aponta-se que o  $R^2$  do modelo é inferior ao auferido no estudo de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), e as variáveis relacionadas à remuneração que apresentam resultado robusto nos estudos de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) e Aguiar e Pimentel (2017) não apresentam significância estatística quando observadas nas SEM brasileiras.

No prosseguimento ao objetivo da tese, o quadro 24 apresenta as três diferentes regressões realizadas em que a variável VM é utilizada como dependente, e por isso é testada por três diferentes técnicas estatísticas de regressão: *Pooled*, dados em painel com efeito fixo e dados em painel com efeito aleatório.

VM	<i>Pooled</i>	Efeito Fixo	Efeito Aleatório
RMM	14,03811	-420,78210*	-450,70340*
RVM	0,91984	42,47097*	40,54577*
Tamanho	45100000*	-1774940	32400000*
Alavancagem	-136459,16*	-14576,47	9940,22800
Tipo de Controlador	4415742	(omitted)	16100000
Governança Corporativa	-39300000*	(omitted)	-17400000
Setor Financeiro	-28900000*	(omitted)	-67800000*
Setor Elétrico	1143589	(omitted)	-50300000*
Setor Saneamento	(omitted)	(omitted)	-50100000**
Outros Setores	41400000*	(omitted)	(omitted)
Constante	-267000000*	46000000	-140000000*
R <sup>2</sup>	0,60	0,14	0,09
Teste de Chow	0,00	Teste de Hausman	0,00
Observações	243	Teste de Wooldridge	0,00

\* Nível de Significância de 1%, \*\* Nível de Significância de 5%, \*\*\* Nível de Significância de 10%

Quadro 24 – Resultado dos modelos de regressão para o Valor de Mercado

Fonte: elaborado pelo autor

A verificação do pressuposto da autocorrelação ocorreu por meio do teste de Wooldridge e o seu resultado indica que o pressuposto foi respeitado; assim, na sequência foram analisados os testes para indicação do modelo apropriado para melhor observação dos parâmetros da equação.

Os testes de Chow e de Hausman indicam que a regressão com dados em painel e efeito fixo é melhor para o estudo da situação quando o VM é a variável dependente, mas é interessante destacar que os dois modelos de regressão com dados em painel apresentaram significância estatística para as variáveis relacionadas à remuneração, destacando que nas três regressões a remuneração variável foi capaz de auxiliar na explicação ao valor de mercado.

A regressão com dados em painel pelo modelo fixo apresentou o R<sup>2</sup> com poder de explicação de 14%, destacando que a variável que mensurou a remuneração mensal média está inversamente relacionada ao valor de mercado das SEM, enquanto que a remuneração variável média consegue ajudar a explicar esse valor. Os resultados obtidos por meio do painel com efeito aleatório apresentam os mesmos sinais de coeficientes que o com a técnica anterior, porém as variáveis Tamanho, Setor e a Constante também apresentaram magnitude estatística.

Os dados contidos no quadro 24 apontam uma aproximação aos resultados de Aguiar e Pimentel (2017) para empresas privadas, e para os obtidos nessa pesquisa para SEM brasileiras, pois nos dois estudos a remuneração é capaz de influenciar o desempenho de mercado, enquanto que a RVM influencia positivamente e a RMM negativamente.

O quadro 24 aponta a utilização do VM como variável dependente em que a técnica de regressão utilizada foi o GMM, pois essa técnica permite solucionar as limitações apontadas por Barros et al. (2009), como também compara os dados obtidos nessa pesquisa aos resultados de Aguiar e Pimentel (2017).

VM	Coefficiente	P>Z
L1 VM	0,06	0,53
RMM	-787,07*	0,00
RVM	179,54*	0,00
Tamanho	101000000*	0,00
Alavancagem	-5547690*	0,00
Constante	-309000000*	0,00
Wald	7659,05	0,00
Teste de Arellano-Bond 1 <sup>a</sup> Ordem		0,05
Teste de Arellano-Bond 2 <sup>a</sup> Ordem		0,59
Teste de Hansen-Sargan		0,65

\* Nível de Significância de 1%, \*\* Nível de Significância de 5%, \*\*\* Nível de Significância de 10%

Quadro 25 – Resultado da regressão por GMM para o Valor de Mercado

Fonte: elaborado pelo autor

O quadro 25 aponta os resultados dos testes de validação aos pressupostos do método GMM e neles os resultados dos testes de Arellano-Bond de 1<sup>a</sup> e 2<sup>a</sup> Ordem e de Hansen-Sagan validam o modelo, bem como o coeficiente da variável defasada é inferior a 1. Portanto, fica permitida a análise dos resultados da regressão, que apontam que o valor de mercado não pode ser explicado pela sua variável defasada, pois essa não apresentou significância estatística, mas as variáveis relacionadas à remuneração apresentam significância estatística, porém diferentes sinais em seus coeficientes, pois a regressão indica que a remuneração mensal média está relacionada negativamente ao valor de mercado, porém a remuneração variável média apresenta uma relação positiva.

Em relação à RMM, o resultado obtido é diferente do apresentado por Aguiar e Pimentel (2017), que também apresenta significância estatística, porém com sinal positivo, fato que destaca um comportamento diferente em relação ao da variável para empresas

privadas em relação às SEM brasileiras.

A variável RVM apresenta significância estatística a 1% e sinal positivo, indicando que a remuneração variável é capaz de influenciar positivamente no desempenho de mercado das SEM brasileiras, resultado alinhado ao resultado de Aguiar e Pimentel (2017) para empresas privadas, que também é positivo a 1%.

O tamanho das empresas também obteve sinal positivo na regressão por GMM e significância a 1%, indicando uma relação positiva com o valor de mercado, como em Aguiar e Pimentel (2017) e para a alavancagem o sinal foi negativo e também significativo a 1%, evidenciando uma relação contrária entre o endividamento das SEM brasileiras e o seu resultado de mercado.

Assim, ao comparar os resultados obtidos pela pesquisa em relação ao impacto das variáveis na explicação ao valor de mercado ao estudo de Aguiar e Pimentel (2017), percebe-se que os dois possuem resultados robustos, porém a remuneração média auxilia no aumento do desempenho de mercado nas empresas privadas; entretanto nas SEM brasileira ocorre o contrário.

#### **4.5 Discussão e síntese dos resultados**

A discussão e a síntese dos resultados possuem o intento de confrontar os resultados encontrados à luz das hipóteses levantadas pela pesquisa. Dessa forma espera-se apontar de forma clara como o resultado encontrado substância o aceite ou negativa as hipóteses que fundamentaram a pesquisa.

A hipótese base é de que existe uma relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras.

A verificação da hipótese básica da pesquisa ocorreu pela verificação das regressões e das significâncias estatísticas obtidas e pelas variáveis RMM e RVM; assim, os dados contidos no quadro 25 sobre a regressão por GMM apontaram a uma significância de 1% que existe uma relação negativa entre a RMM e o Valor de Mercado e uma relação positiva desse indicador com a RVM.

Nesse sentido, deixasse de aceitar  $H_0$ , a hipótese nula, para qual “não existe relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras”. Assim, deve ser aceito  $H_1$ , mas cabe destacar que a relação entre o pacote total de remuneração e o valor de mercado é negativa, fato que aponta um afastamento ao resultado encontrado por Aguiar e Pimentel (2017) para empresas

privadas.

Na continuação da verificação das hipóteses do trabalho foi pesquisado  $H_2$ , que observa se “existe uma relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras, que também é influenciado pelo Tamanho do negócio”.

O tamanho das SEM brasileiras apresentou ser um dos determinantes, em conjunto com o pacote de remuneração dos executivos, a possivelmente determinar o valor de mercado dessas organizações, fato amparado pelo resultado de Aguiar e Pimentel (2017), porém em relação ao desempenho financeiro os resultados não foram significantes, diferente dos estudos de Teixeira et al. (2011), Krauter (2013), Krauter e Alves (2013), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) e Leite (2015).

A terceira hipótese da pesquisa foi  $H_3$ , cujo objetivo foi verificar se “existe uma relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras, que também é influenciado pela Alavancagem do negócio”.

Com a análise das regressões relacionadas ao desempenho financeiro, verifica-se que o impacto da Alavancagem sobre o desempenho financeiro é negativo e significativo a 1%, diferente de Mehran (1995) e Amran et al. (2013), que obtiveram resultados sem significância estatística e de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), cujo resultado é positivo e significativo a 1%. O resultado obtido em relação ao desempenho financeiro se mantém ao desempenho de mercado, pois o indicador se manteve negativo e significativo a 1%.

A hipótese estudada na sequência foi a  $H_4$ , que aborda que “existe uma relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras, que também é influenciado pelo Tipo de Controlador”.

A variável Tipo de Controlador não apresentou influência sobre o desempenho financeiro, mas sim sobre o desempenho de mercado, pois obteve sinal positivo e significância estatística a 5%, apontando que a gestão de uma SEM brasileira pelo governo federal pode influenciar positivamente no resultado de mercado desta empresa em relação às controladas pelos governos periféricos.

Na sequência foi verificada a hipótese  $H_5$ , que postula que “existe uma relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras, que também é influenciado pelo setor de atuação”.

A verificação da possível influência do setor de atuação da empresa na determinação do desempenho financeiro ou de mercado ocorreu pela separação da variável em quatro: setor financeiro, setor elétrico, setor de saneamento e SEM brasileiras de outros setores. Em relação ao desempenho financeiro, as empresas dos setores financeiro e elétrico apresentaram relação positiva e estatisticamente significativa a 5%, porém para todas as outras situações não ocorreu comprovação do possível impacto no desempenho. Esse resultado não permite a comparação aos resultados de Firth, Fung e Rui (2006), Menozzi et al. (2014), Leite (2015), que utilizaram esse constructo nos seus respectivos estudos, pois os setores foram diferentes.

A última hipótese pesquisada foi  $H_6$ , que aborda que “existe uma relação estatística significativa entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado das SEM brasileiras, que também é influenciado pela Qualidade da Governança Corporativa”.

Os resultados encontrados apontam que nas SEM brasileiras a Qualidade da Governança Corporativa não é um dos determinantes do desempenho financeiro e ou de mercado dessas empresas, um contraponto a literatura, que em Mehran (1995), Perobelli, Lopes e Silveira (2012), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), Menozzi et al. (2014) e Aguiar e Pimentel (2017) apontaram a existência de relação.

Nesse sentido, o próximo capítulo da tese apresentará a conclusão da pesquisa, que está baseada nas evidências encontradas nela em comparação aos resultados da literatura.

## 5 Conclusão

O objetivo geral da pesquisa foi o de investigar a relação entre o pacote de remuneração dos executivos nas SEM brasileiras e o desempenho financeiro ou de mercado destas organizações. Esse objetivo foi detalhado especificamente em: (i) levantar as variáveis apontadas pela literatura como relacionadas ao pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou de mercado; (ii) descrever a política salarial das SEM do Brasil; e (iii) estudar o comportamento da remuneração dos executivos enquanto mecanismo de governança corporativa nas SEM brasileiras.

No sentido de alcançar o primeiro objetivo específico da pesquisa foi realizada a revisão da literatura que apontou estudos com o interesse de explicar a remuneração dos executivos (Macedo, 1985; Murphy, 1985; Jensen; Murphy, 1990; Pinto; Belka; Krajewski, 1993; Mehran, 1995; Ángel; Fumás, 1997; Conyon, 1997; Conyon; Schwalbach, 2000; Brunello; Graziano; Parigi, 2001; Gunasekaragea; Wilkinson, 2002; Elston; Goldberg, 2003; Bebchuk; Gristein, 2005; Belluzzo; Anuatti-Netto; Pazelli, 2005; Firth; Fung; Rui, 2006; Funchal; Terra, 2006; Kato; Kim; Lee, 2007; Camargos; Helal, 2007; Unite et al., 2008; Oyadomari et al., 2009; Marques, 2012; Ventura, 2013; Costa; Teixeira; Galdi, 2013; Menozzi et al., 2014; Beuren; Silva; Mazzioni, 2014; Fernandes; Manzzioni, 2015; Machado; Rogers, 2015; Leite, 2015; Kim; Lee; Shin, 2017) ou o desempenho das empresas (MEHRAN, 1995; TEIXEIRA et al., 2011; PEROBELLI; LOPES; SILVEIRA, 2012; NASCIMENTO; FRANCO; CHEROBIN, 2012; AMRAN et al., 2013; KRAUTER, 2013; KRAUTER; SOUSA, 2013; CARVALHAL-DA-SILVA; CHIEN, 2013; BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014; ALVES; KRAUTER, 2014; FERNANDES; MANZZIONI, 2015; AGUIAR; PIMENTEL, 2017).

Os resultados das pesquisas relacionadas ao desempenho das empresas indicaram que as variáveis financeiras mais utilizadas são o ROE e o ROA (Mehran, 1995; Amran et al., 2013; Krauter, 2013; Carvalhal-da-Silva; Chien, 2013; Beuren; Silva; Mazzioni; 2014; Alves; Krauter, 2014; Fernandes; Manzzioni, 2015; Aguiar; Pimentel, 2017) enquanto que as variáveis de mercado são o índice P/B e o Valor de Mercado (CARVALHAL-DA-SILVA; CHIEN, 2013; AGUIAR; PIMENTEL, 2017).

Nesse contexto, a literatura expõe que as variáveis de controle capazes de interferir no desempenho são o Tamanho da Organização (Firth; Fung; Rui, 2006; Teixeira et al., 2011; Krauter, 2013; Krauter; Sousa, 2013; Carvalhal-da-Silva; Chien, 2013; Ventura, 2013; Menozzi et al., 2014; Aguiar; Pimentel, 2017), sua Alavancagem (Perobelli; Lopes; Silveira,

2012; Carvalhal-da-Silva; Chien, 2013), o Tipo de Controlador (Firth; Fung; Rui, 2006; Costa; Teixeira; Galdi, 2013; Leite, 2015), o Setor (Firth; Fung; Rui, 2006; Menozzi et al., 2014; Leite, 2015) e a Qualidade da Governança Corporativa (MEHRAN, 1995; PEROBELLI; LOPES; SILVEIRA, 2012; CARVALHAL-DA-SILVA; CHIEN, 2013; MENOZZI et al., 2014; AGUIAR; PIMENTEL, 2017).

O segundo objetivo específico da pesquisa foi descrever a política salarial das SEM do Brasil e no alcance a esse intento foi verificado que o pacote de remuneração da equipe de executivos cresceu no período de R\$ 3.119.601,88 para 8.722.635,66, perfazendo 179,61% de aumento. A parte fixa da remuneração subiu 146,02%, enquanto que a variável aumentou 290,96%.

A remuneração mensal média para um executivo das organizações estudadas em 2009 foi de R\$ 33.528,46, montante que aumentou 179,61% e fez a remuneração alcançar R\$ 93.748,03 em 2016. O aumento da remuneração ocorreu por elevação da parte fixa em 146,05% e da parte variável em 290,86% assim, a parte fixa compreende na média a R\$ 62.554,28, enquanto que o restante é variável.

Portanto, com base na revisão literária foram instituídos os quatro modelos estatísticos utilizados na pesquisa, cujo intento foi alcançar o terceiro objetivo específico, que foi estudar o comportamento da remuneração dos executivos enquanto mecanismo de governança corporativa nas SEM brasileiras.

Nesse sentido foi utilizada uma amostra com 31 SEM brasileiras, com informações financeiras no período de 2009 a 2016, em que esses dados foram utilizados em quatro diferentes técnicas estatísticas de regressão: *Pooled*, dados em painel com efeito fixo, dados em painel com efeito aleatório e GMM.

O terceiro objetivo específico foi dividido em duas partes, na primeira foi verificada a capacidade de o pacote de remuneração dos executivos explicar o desempenho financeiro nas SEM brasileiras, e com base nestes resultados aponta-se para ineficiência desse mecanismo de governança, pois em nenhum dos modelos testados e indicados para o estudo as variáveis relacionadas à remuneração, tanto total, quanto variável, apresentaram significância estatística.

Ao se utilizar o ROE como variável dependente o poder de explicação dos modelos testados foi inferior ao auferido por Krauter (2013) e Krauter e Sousa (2013), e somente a variável setor obteve significância estatística; entretanto, análise do ROA nessa posição aponta poder de explicação superior aos de Mehran (1995), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) e Alves e Krauter (2014), mas as variáveis de remuneração não apresentaram resultados

robustos como em Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) e Fernandes e Manzoni (2015).

A segunda parte desta análise verificou a possibilidade de o pacote de remuneração dos executivos explicar o desempenho de mercado nas SEM brasileiras, e com base nestes resultados aponta-se a existência de relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de mercado. A remuneração mensal média possuiu impacto negativo no Valor de Mercado, porém a Remuneração Variável Média apresenta uma relação positiva. Nesse sentido, destaca-se que cinco empresas optaram por não utilizar a remuneração variável durante todo o período da amostra, e outras 11 utilizaram de forma permanente, fato que pode indicar que a oportunidade de melhorar a composição dessa remuneração, atrelando ela ao desempenho.

Ao confrontar o resultado da Remuneração Mensal Média na pesquisa ao obtido em Aguiar e Pimentel (2017), pode ser verificado que os dois estudos possuem resultados robustos, porém nas SEM brasileira ocorre uma relação negativa entre essa variável e o desempenho, enquanto que no outro estudo ocorre o contrário com as empresas privadas.

O conjunto de resultados encontrados aponta que a relação entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho não é a esperada, pois a literatura aponta para uma contribuição positiva da remuneração em relação ao desempenho; entretanto, ao se investigar as SEM brasileiras pode ser notado o aumento da remuneração sem contrapartida no desempenho financeiro ou de mercado, e esse fato, aliado aos resultados dos modelos de regressão, indica a ineficiência do pacote de remuneração dos executivos como mecanismo de governança corporativa.

Essa situação abre a possibilidade para melhoria da política de composição da remuneração, pois o estudo apontou a relação negativa entre a Remuneração Mensal Média e o desempenho, porém indicou uma relação positiva para a Remuneração Variável Média.

Nesse sentido, a pesquisa apresenta como contribuição o apontamento das variáveis capazes de controlar a relação entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro e de mercado das SEM brasileiras, a descrição da política salarial, do pacote de remuneração, bem como a sua desconexão com o desempenho financeiro e de mercado devido à contribuição negativa da Remuneração Mensal Média, que implicou na falha desse mecanismo de governança corporativa na proteção aos acionistas não controladores.

### **5.1 Limitações da pesquisa e sugestão de pesquisa futura**

O desenvolvimento desta pesquisa encontrou como limitação a pequena quantidade de

pesquisas acerca da eficiência dos mecanismos de governança corporativa em SEM, em especial os referentes ao pacote de remuneração dos executivos.

Uma segunda limitação refere-se ao período de dados da amostra, que foi de 8 anos devido à informação sobre o pacote de remuneração dos executivos só estar disponível de 2009 em diante e por fim ao tamanho da amostra, que foi de 31 empresas e impediu que a mesma fosse escolhida de forma aleatória.

Assim, existe a possibilidade de realização de pesquisas futuras em relação à governança de SEM, pois são empresas com participações importantes de mercado ou mesmo em bolsa de valores, fato que aponta para necessidade de controle ao acionista majoritário e proteção aos minoritários.

Em relação à governança corporativa, também existe a possibilidade de pesquisas acerca do papel do Estado como acionista minoritário e o seu impacto na qualidade da governança e dos seus mecanismos e práticas.

Outra possibilidade de pesquisa é relativa ao avanço das investigações acerca do pacote de remuneração dos executivos, assim o foco seria a verificação dos motivos da baixa adoção da remuneração variável para executivos das SEM brasileiras e sua comparação em relação a outros estados em desenvolvimento.

## Referências

- AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C. Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 21, n. 4, p. 545-568, jul./ago., 2017.
- AHARONI, Y. Performance evaluation of State-owned enterprises: a process perspective. **Management Science**, Baltimore, v. 27, n. 11, p. 1340-1347, nov. 1981.
- ALCOUFFE, A.; ALCOUFFE, C. Executive compensation – setting practices in France. **Long Range Planning**, London, v. 33, n. 4, p. 527-543, aug., 2000.
- ALMEIDA, F. A. S. et al. A Governança corporativa em empresa pública e a visão de suas práticas pelos *stakeholders*. In: Encontro Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, XXXII, 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. p.1-16.
- ALVES, M. F. R.; KRAUTER, E. Remuneração executiva: existe contribuição para a performance da organização? **Journal of Globalization, Competitiveness and Governability**, Washington, v. 8, n. 2, p.55-69, may./aug., 2014.
- AMRAN, N. A. et al. Do characteristics of CEO and Chairman influence Government-Linked Companies performance. In: World Conference on Business, Economics and Management, II, 2013, Antalya. **Proceedings...** Antalya: WCBEM, 2013. p. 799-803.
- ÁNGEL, P. O.; FUMÁS, V. S. The compensation of Spanish executives: a test of a managerial talent allocation model. **International Journal of Industrial Organization**, Nova York, v. 15, n. 4, p. 511-532, jul., 1997.
- ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de Controle Gerencial**. São Paulo: Atlas, 2002.
- ANTUNES, G. A. et al. Empresas Estatais Federais e empresas do Novo Mercado da Bovespa: um estudo comparativo acerca da qualidade da informação contábil utilizando dados em painel. In: Congresso da Universidade de São Paulo de Controladoria e Contabilidade, XIV, 2008. São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2008. p. 1-16.
- ARAÚJO, A. O. **Contribuição ao estudo de indicadores de desempenho de empreendimentos hoteleiros, sob o enfoque da gestão estratégica**. 2001. 160 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**, Oxford, v. 58, n. 2, p. 277–297, apr., 1991.
- ARELLANO, M.; BOVER, O. Another look at the instrumental variables estimation of error components models. **Journal of Econometrics**, Nova York, v. 68, n. 1, p. 29–51, jul., 1995.

BAKER, G. P.; JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Compensation and incentives: practice vs. theory. **The Journal of Finance**, Aldan, v. 43, n. 3, p. 593-616, jul., 1988.

BARKEMA, H. G.; GOMEZ-MEJIA, L. R. Managerial compensation and firm performance: a general research framework. **The Academy of Management Journal**, Nova York, v. 41, n.2, p. 135-145, apr., 1998. Special Research Forum on Managerial Compensation and Firm Performance.

BARROS, L. A. B. C. et al. **A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação**. 2009. Disponível em: < [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1593187](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1593187). >. Acesso em: 11 fev. 2018.

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate Governance and Control. In: National Bureau of Economic Research - Macroeconomics Annual Conference, XVII, 2002, Cambridge. **Proceedings**.... Cambridge: NBER, 2002. p. 1-168.

BEBCHUK, L.; GRINSTEIN, Y. The growth of executive pay. **Oxford Review of Economic Policy**, Oxford, v. 21, n. 2, p. 283-303, july, 2005.

BELLUZZO, W.; ANUATTI-NETO, F.; PAZELLO, E. T. Distribuição de salários e o diferencial público-privado no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 59, n. 4, p. 511-533, out./dez., 2005.

BENNETT, J., ESTRIN, S. MAW, J. Why did transition economies choose mass privatisation? **Journal of the European Economic Association**, London, v. 3, n. 2/3, 567–575. apr./may, 2005.

BERLE, A. A.; MEANS, C. M. Corporations and the public investor. **The American Economic Review**, Nashville, v. 20, n.1, p. 54-71, mar., 1930.

BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z.; MAZZIONI, S. Remuneração dos executivos e desempenho nas empresas. **Revista de Administração Faces Journal**, Belo Horizonte, v. 13, n. 2, p. 8-25, abr./jun., 2014.

BEUREN, I. M.; SILVA, J. O. Evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na *BM&FBovespa*. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**, Maringá, v. 34, n. 3, p. 95-124, set./dez., 2015.

BEVIR, M. **Democratic Governance**. New Jersey: Princeton, 2010.

BIONDI, A. **O Brasil privatizado: um balanço do desmonte do Estado**. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 1999.

BLOCHER, E; et al. **Gestão estratégica de custos**. 3 ed. Porto Alegre: Mcgraw-hill, 2007.

BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of Econometrics**, Nova York, v. 87, n. 1, p. 115–143, nov., 1998.

BOARDMAN, A.; ECKEL, C., VINING, A. The advantages and disadvantages of mixed enterprises. **Research in International Business and International Relations**, Vancouver, v. 1, n. 1, p. 221–244, 1986.

BOARDMAN, A. E; VINING, A. R. Ownership and performance in competitive environments: a comparison of the performance of private, mixed and state-owned enterprises. **Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 32, n. 1, p.1-33, apr., 1989.

BOBBIO, N.; BOVERO, M. V. **Sociedade e Estado na filosofia política moderna**. São Paulo: Brasiliense, 1986.

BOND, S. R. Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice. **Portuguese Economic Journal**, Lisboa, v. 1, n. 2, p. 141–162, aug., 2002.

BOLSA DE MERCADORIA E FUTURO - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (B<sup>3</sup>). Governança de Estatais. 2017. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>> Acesso: 10 jul. 2017.

BONFIM, N. B. **O interesse público nas sociedades de economia mista**. São Paulo. 2011. 124 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. B. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 111-148, dez., 2005.

BOOT, A. W. A.; GOPALAN, R.; THAKOR, A. V. The entrepreneur's choice between private and public ownership. **The Journal of Finance**, Aldan, v. 61, n. 2, p. 803- 836, mar., 2006.

BORISOVA, G. et al. Government ownership and corporate governance: evidence from the EU. **Journal of Banking & Finance**, Nova York, v. 36, n. 11, p. 2917–2934, nov., 2012.

BORTOLOTTI, B.; FACCIO, M. Government control of privatized firms. **Review of Financial Studies**, Oxford, v. 22, n. 8, p. 2907-2939, aug., 2009.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J.; SAFFAR, W. Political connections of newly privatized firms. **Journal of Corporate Finance**, Athens, v. 14, n. 5, p. 654-673, dec., 2008.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J. C.; GUEDHAMI, O. Privatization, corporate governance and economic environment: Firm-level evidence from Asia. **Pacific-Basin Finance Journal**, Honolulu, v. 12, n. 1, p. 65–90, jan., 2004.

BOYNE, G. A. Public and private management: what's the difference? **Journal of Management Studies**, Durham, v. 39, n. 1, p. 97-122, dec., 2002.

BRASIL. Decreto 1091 de 1994, de 21 de Março de 1994. Dispõe sobre procedimentos a serem observados por empresas controladas direta ou indiretamente pela União. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo**, Brasília, DF, 21 Março. 1994.

\_\_\_\_\_. Decreto 2673 de 1998, de 16 de Julho de 1998. Dispõe sobre o pagamento, pelas empresas estatais federais, de dividendos ou de juros sobre o capital próprio, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo**, Brasília, DF, 16 Julho. 1998.

\_\_\_\_\_. Decreto 3735 de 2001, de 24 de Janeiro de 2001. Estabelece diretrizes aplicáveis às empresas estatais federais e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo**, Brasília, DF, 24 Janeiro. 2001.

\_\_\_\_\_. Decreto 6021 de 2007, de 22 de Janeiro de 2007. Cria a comissão interministerial de governança corporativa e de administração de participação societárias da União – CGPAR, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo**, Brasília, DF, 22 Janeiro. 2007.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de Finanças Empresariais**. 3. ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1992.

BREY, N; K. et al. Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. **Revista de Administração da Mackenzie**, São Paulo, v. 16, n. 1, p. 98-124, jan./fev., 2014.

BRISOLLA JUNIOR, C. B. **A remuneração variável mudando paradigmas na administração salarial: um estudo no setor bancário brasileiro**. 2004. 224f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

BRUNELLO, G.; GRAZIANO, C.; PARIGI, B. Executive compensation and firm performance in Italy. **International Journal of Industrial Organization**, Nova York, v. 19, n. 1-2, p. 133-161, jan., 2001.

BYRD, J.; PARRINO, R.; PRITSCH, G. Stockholder-manager conflicts and firm value. **Financial Analysts Journal**, Charlottesville, v. 54, n. 3, p. 14-30, may/jun., 1998.

CAIXE, D. F. **Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil: análise da primeira década do século XXI**. 2012. 136 f. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2012.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H. Remuneração executiva, desempenho econômico-financeiro e a estrutura de governança corporativa de empresas brasileiras. In: Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Rio de Janeiro, XXXI, 2007. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ENANPAD, 2007. p.1-15.

CAMPANARIO, M. A.; et al. Governança Corporativa em Empresas Estatais. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, Joaçaba, v. 13, n. 2, p. 689-718, maio/ago., 2014.

CARTON, R. B.; HOFER, C. W. **Measuring organizational performance: metric for entrepreneurship and strategic management research**. Northampton: Edward Elgar, 2006.

CARVALHO, A. G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil – a experiência dos anos 90. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 4, n. 3, p. 595-632, jul./set., 2000.

CHAN, B. L.; CORRAR, L. J.; MARTINS, G. A. Avaliação da privatização brasileira sob a ótica do desempenho operacional e financeiro. In: Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Atibaia, XXVII, 2003. Atibaia. **Anais...** Atibaia: ENANPAD, 2003. p.1-16.

CHAN, B. L.; SILVA, F. L.; MARTINS, G. A. Destinação de riqueza aos acionistas e aos empregados: comparação entre empresas estatais e privadas. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 4, p. 199-218, out./dez., 2007.

CHRISTIANSEN, H. The size and composition of the SOE sector in OECD countries. **OECD Corporate Governance Working Paper**, Paris, n. 5, p. 1-100, aug., 2011.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, London, v. 4, n. 16. p. 386-405, nov., 1937.

COLLI, A. Coping with the Leviathan: minority shareholders in State-Owned Enterprises: evidence from Italy. **Business History**, Frankfurt, v. 55, n. 2 p. 190-214, aug., 2013.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento técnico 18 R2**: investimento em coligada, em controlada e em empreendimento controlado em conjunto. 2012. Disponível em < <http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 1 fev. 2018.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento técnico 36 R3**: demonstrações consolidadas. 2012. Disponível em < <http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 1 fev. 2018.

CONYON, M. J. Corporate governance and executive compensation. **International Journal of Industrial Organization**, Nova York, v. 15, n. 4, p. 493-509, jul., 1997.

CONYON, M. J.; GREGG, P.; MACHIN, S. Taking care of business: executive compensation in the United Kingdom. **The Economic Journal**, Oxford, v. 105, n. 430, p. 704-714, may, 1995.

CONYON, M. J; SCHWALBACH, J. Executive compensation: evidence from the UK and Germany. **Long Range Planning**, Nova York, v. 33, n. 4, p. 504-526, aug., 2000.

CORE, J. E.; GUAY, W. R.; LARCKER, D. F. Executive equity compensation and Incentives: a survey. 2002. Disponível em < [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=276425](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=276425)> Acesso: 9 jun. 2018.

CORRÊA, H. L.; CORRÊA, C. A. **Administração de produção e operações**: manufatura e serviços: uma abordagem estratégica. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

COSTA, M. O.; TEIXEIRA, A. J. C.; GALDI, F. C. Associação entre remuneração oferecida aos gestores e o desempenho econômico das empresas da América Latina. In: Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, XXXVII, 2013, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ENANPAD, 2013. p.1-16.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Deliberação 371**. 2000. Pronunciamento sobre a contabilização de benefícios a empregados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso: 15 Maio 2016.

DAFT, R. L. **Administração**. 4. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1999.

DEPARTAMENTO DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS (DEST). **Perfil das empresas estatais federais: 2015 ano base 2014**. 2016. Disponível em: < <http://www.planejamento.gov.br/publicacoes> > Acesso: 19 Maio 2017.

DIAS, T.; CARIO, S. A. F. Governança Pública: ensaiando uma concepção. **Revista de Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 17, n. 3, p. 89-108, set./nov., 2014.

ELSTON, J. A.; GOLDBERG, L. G. Executive compensation and agency costs in Germany. **Journal of Banking & Finance**, New York, v. 27, n. 7, p. 1391-1410, jul., 2003.

EXAME. **Questões vitais sobre o crescimento**. 2008. Disponível em: <<http://portalexame.abril.uol.com.br/revista/exame/edicoes/0839/negocios/m0040657.html>>. Acesso em: 16 jun. 2015.

FERNANDES, F. C.; MAZZIONI, S. A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. **Revista de Contabilidade Vista e Revista**, Belo Horizonte, v. 26, n. 2, p. 41-64, maio/ago., 2015.

FERREIRA, W. **A sociedade de economia mista em seu aspecto contemporâneo**. São Paulo: Max Limonad, 1956.

FESSLER, N. J. Experimental Evidence on the Links Among Monetary Incentives, Task Attractiveness, and Task Performance. **Journal of Management Accounting Research**, Bradenton, v. 15, n. 1, p. 161-176, dec., 2003.

FIRTH, M.; FUNG, P.M.Y.; RUI, O.M. Corporate performance and CEO compensation in China. **Journal of Corporate Finance**, Athens, v. 12, n. 4, p. 693-714, sep., 2006.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, R. S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, XXX, 2006. Salvador. **Anais...** Salvador: ENANPAD, 2006, p.1-16.

GEDAJLOVIC, E. R.; SHAPIRO, D. M. Management and ownership effects: evidence from five countries. **Strategic Management Journal**, Chicago, v. 19, n. 6, p. 533-555, jun., 1998.

GIAMBIAGI, F.; ALEM, A. **Finanças públicas, teoria e prática no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

GIRIOLI, L. S. **Análise do uso de medida de desempenho de empresas presente na pesquisa em contabilidade no Brasil**. 2010. 114 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2010.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 5 ed., Porto Alegre: Elsevier, 2011.

GUNASEKARAGEA, A.; WILKINSON, M. CEO compensation and firm performance: a New Zealand investigation. **International Journal of Business Studies**, Basingstoke, v. 10, n. 3, p. 45-60, dec., 2002.

HANSEN, L. P. Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. **Econometrica**, New York, v. 50, n. 4, p. 1029-1054, jul., 1982.

HODGSON, P. **What really happened to CEO pay in 2002: a survey of CEO compensation**. 2003. Disponível em <[www.thecorporatelibrary.com](http://www.thecorporatelibrary.com)>. Acesso: 15 mar. 2017.

HOLTZ-EAKIN, D., NEWEY, W. ROSEN, H. Estimating vector autoregressions with panel data, **Econometrica**, New York, v. 56, n. 6, p. 1371-1395, nov. 1988.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança Corporativa: estrutura de controles societários**. São Paulo: Saint Paul, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Remuneração dos Administradores**. 5 ed. 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso: 25 abr. 2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Boas práticas e governança corporativa para sociedades de economia mista**. 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso: 25 jan. 2016.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 3, n. 4, p. 305-360, oct., 1976.

\_\_\_\_\_. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Business Ethics Quarterly**, New York, v.12, n. 2, p.235-256, apr., 2002.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and Top-management incentives. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 98, n. 2, p. 225-264, apr., 1990.

KAMAL, M. Corporate governance and state-owned enterprises: A study of Indonesia's code of corporate governance. **Journal of International Commercial Law and Technology**, Copenhagen, v. 5, n. 4, p. 206-224, jan., 2010.

KATO, T.; KIM, W.; LEE, J.H. Executive Compensation, Firm Performance, and Chaebols in Korea: Evidence from New Panel Data. **Pacific-Basin Finance Journal**, Honolulu, v. 15, n. 1, p. 36-55, jan., 2007.

KIM, S. Y.; LEE, R. R.; SHIN, H. H. The enhanced disclosure of executive compensation in Korea. **Pacific-Basin Finance Journal**, Honolulu, v. 43, n. 1, p. 72-83, jun., 2017.

KOPPELL, J. G. S. Political control for China's state-owned enterprises: lessons from america's experience with hybrid organizations. **International Journal of Policy, Administration and Institution**, Belfast, v. 20, n. 2, p. 255-278, apr., 2007.

KRAUTER, E. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras**. 2009. 180 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

\_\_\_\_\_. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 7, n. 3, p. 259-273, jul./set., 2013.

\_\_\_\_\_; SOUSA, A. F. Executive compensation and corporate financial performance: empirical evidences on Brazilian industrial companies. **Journal of Modern Accounting and Auditing**, El Monte, v. 9, n. 5, p. 650-661, may, 2013.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, Aldan, v. 54, n. 2, p. 471-517, apr., 1999.

LARRATE, M. **Governança corporativa e remuneração dos gestores**. São Paulo: Atlas, 2013.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 1, p. 07-18, jan./abr., 2002.

LEITE, P. K. N. Remuneração de Administradores em Empresas Estatais e em Empresas Privadas. In: Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, XXXIX, 2015. Belo Horizonte. **Anais...** Belo Horizonte: ENANPAD, 2015, p. 1-20.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 17, n. 40, p. 52-66, jan./mar., 2006.

MACEDO, R. Diferenciais de salários entre empresas privadas e estatais no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 39, n. 4, p. 437-448, out./dez., 1985.

MACHADO, E. A.; et al. Destinação de riqueza aos empregados no Brasil: comparação entre empresas estatais e privadas do setor elétrico (2004-2007). **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 110-122, maio/ago., 2009.

MACHADO, D. G.; BEUREN, I. M. Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. **Revista Gestão e Regionalidade**, São Caetano do Sul, v. 31, n. 92, maio/ago., 2015.

MACHADO, T. R. B.; ROGERS, P. Remuneração dos executivos e performance financeiras de empresas com melhores práticas de governança corporativa. In: **Seminários de Administração da Universidade de São Paulo**, XVIII, 2015, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SEMEAD, 2015.

MARQUES, A. C. **Performance e risco na explicação da remuneração dos administradores executivos em Portugal**. 2012. 56f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto, 2012.

MARRIS, R. A model of the “managerial” enterprise. **Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 77, n. 2, p. 185-209, may, 1963.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MEGGINSON, W. L., NASH, R. C.; RANDENBORGH, M. V. The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis. **The Journal of Finance**, Aldan, v. 49, n. 2, p. 403-451, jun., 1994.

MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 38, n. 2, p. 163-184, jun., 1995.

MELLO, M. F. **A privatização no Brasil**: análise dos seus fundamentos e experiências internacionais. 1992. Tese (Doutorado em Economia) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil, 1992.

MELLO JUNIOR, L. Privatização e Governança Empresarial no Brasil. In: BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **A privatização no Brasil**: o caso dos serviços de utilidade pública. 2008. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>> Acesso: 31 dez. 2015.

MENOZZI, A. et al. The determinants of board compensation in SOEs: an application to Italian local public utilities. **Applied Financial Economics**, London, v. 24, n. 3, p. 145-59, Jan., 2014.

MILKOVICH, G. T.; BOUDREAU, J. W. **Administração de recursos humanos**. São Paulo: Atlas, 2000.

MIRANDA, L. C; SILVA, J. D. G. Medição de desempenho. In: SHIMIDT, P. **Controladoria agregando valor para a empresa**. Porto Alegre: Bookman, 2002.

MIRANDA, R. A.; AMARAL, H. F. Governança corporativa e gestão socialmente responsável em empresas estatais. **Revista de Administração Pública**, v. 45, n. 4, p. 1069-1094, jul./ago., 2011.

MOK, H. M. K.; CHAU, S. S. M. Corporate performance of mixed enterprises. **Journal of Business Finance and Accounting**, Hoboken, v. 30, n. 3/4, p. 513–537, apr., 2003.

MONSEN, R. J.; WALTERS, K. D. The nationalized firm: the politicians free lunch? **Columbia Journal of World Business**, New York. 12, n. 1, p. 90-102, sep./dec., 1977.

MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, North-Holland, v. 7, n. 1-3, p. 11-42, apr., 1985.

MURPHY, K. J. Executive compensation. In: CARD, D.; ASHENFELDER, O. (Ed). **Handbook of labor economics**. v. 3, part. B. Amsterdam: Elsevier, 1999. Disponível em: <[http://dx.doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30024-9](http://dx.doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30024-9)> Acesso em: 09 nov. 2017.

MUSACCHIO, A.; LAZARINI, S. G. **Reinventando o capitalismo de Estado: o Leviatã nos negócios: Brasil e outros países**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2015.

NESTOR, S.; MAHBOODI, L. Privatização de serviços públicos: a experiência da OECD. In: BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). **A privatização no Brasil: o caso dos serviços de utilidade pública**. 2008. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>> Acesso: 31 dez. 2015.

LOURENÇO NETO, S. Privatizações e suas consequências políticas e econômicas, um estudo preliminar. In: Encontro da Associação Brasileira de Ciência Política, III, 2002. Niterói. **Anais...** Niterói: ABCP, 2002.

NUINTIN, A. A. **O desenvolvimento de indicadores do desempenho e da qualidade para o processo de produção: estudo de casos do processo de produção do café**. 2007. 143 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

NASCIMENTO, C.; FRANCO, L. M. G.; CHEROBIN, A. P. M. S. Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 8, n. 1, p. 22-36, jan./mar., 2012.

NUNES, A. A.; MARQUES, J. A. V. C. Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 16, n. 38, p. 57-73, maio/ago., 2005.

OLIVA, E. C.; ALBUQUERQUE, L. G. Sistema de remuneração de executivos e conselhos como suporte à estrutura de governança corporativa. **Revista Base**, São Leopoldo, v. 4, n. 1, p. 61-73, jan./abr., 2007.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OECD). **OECD Principles of Corporate Governance**. 1999. Disponível em: [www.oecd.org/dataoecd/32/18/315577724.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/315577724.pdf). Acesso em 09 set. 2014.

\_\_\_\_\_. **OECD guidelines on corporate governance of State-owned enterprises**. Paris: OECD Publishing, 2005. Disponível em < <http://dx.doi.org/10.1787/9789264009431-en>> Acesso: 07 fev. 2016.

OSWALD, S. L.; JAHERA JUNIOR, J. S. The influence of ownership on performance: An empirical study. **Strategic Management Journal**, Malden, v. 12, n. 4, p. 321-326, may, 1991.

OYADOMARI et al. Influências da Remuneração de Executivos na Congruência de Metas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 1, n. 12, p. 53-74, jan./jun., 2009.

PEROBELLI, F. F. C.; LOPES, B. S.; SILVEIRA, A. M. Planos de Opções de compra de ações e valor das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 1, p. 105-147, mar., 2012.

PIERRE, J.; PETERS, B. G. **Governance, Politics and the State**. Houndmills: MacMillan Press, 2000.

PINTO, B.; BELKA, M.; KRAJEWSKI, S. Transforming state enterprises in Poland: Evidence on adjustment by manufacturing firms. **Brookings Papers on Economic Activity**, Washington, v. 24, n. 1, p. 213-270, mar./jun., 1993.

PINTO JUNIOR, M. E. **O Estado como Acionista Controlador**. São Paulo. 2009. 515 f. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

PINHEIRO, A. C.; GIAMBIAGI, F. As empresas estatais e o programa de privatização do governo Collor. **Revista Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 2, p. 241-288, ago., 1992.

PINHEIRO, A. C. Impactos microeconômicos da privatização no Brasil. **Revista Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 26, n. 3, p. 357-397, dez., 1996.

POCHMANN, M. **A década dos mitos: o novo modelo econômico e a crise do trabalho no Brasil**. São Paulo: Contexto, 2001.

ROODMAN, D. A note on the theme of too many instruments. **Oxford Bulletin of Economic and Statistics**, Oxford, v. 71, n. 1, p. 135-158, feb., 2009.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. **The American Economic Review**, Nashville v. 63, n. 2, p. 134-139, may, 1973.

RICHARD, P. J.; DEVINNEY, T. M.; YIP, G. S.; JOHNSON, G. Measuring organizational performance: towards methodological best practice. **Journal of Management**, Columbia, v. 35, n. 3, p. 718-804, jun., 2009.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, abr./jun., 2008.

SALVETTI NETO, P. **Curso de ciências políticas**. 2 ed. São Paulo: Hemeron, 1977.

SAM, C. Y. Globalizing partially privatized firms in Singapore: the role of government as a regulator and a shareholder. **Journal of Asian and African Studies**, Grahamstown, v. 45, n. 3, p. 258-273, jun., 2010.

\_\_\_\_\_. Partial privatization and the role of state owned holding companies in China. **Journal of Management and Governance**, Bologna, v. 13, n. 3, p. 767-789, aug., 2013.

SANTOS, R. V. **Controladoria**: uma introdução ao sistema de gestão econômica GECON. São Paulo: Saraiva, 2005.

SANTOS, T. A. **As sociedades de economia mista no Direito Brasileiro**: prática, jurisprudência, legislação. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, Aldan, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun., 1997.

SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo v. 39, n. 4, p. 348-361, out./dez., 2004.

SILVA, E. S. **Governança Corporativa nas Empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; CHIEN, A. C. Y. Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 4, p. 481-502, out./dez., 2013.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa, desempenho e valor nas empresas no Brasil**. São Paulo. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

\_\_\_\_\_; YOSHINAGA, C. E.; BORBA, P. R. F. Crítica à teoria dos Stakeholders como função objetivo da empresa. **Caderno de Pesquisa em Administração**, São Paulo, v. 12; n. 1, p. 33-42, jan./mar., 2005.

\_\_\_\_\_. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SLOMSKI, V. **Controladoria e governança na gestão pública**. São Paulo: Atlas, 2011.

TEIXEIRA, A. J. C. et al. Sistemas de incentivos gerenciais e o risco das empresas do estado do Espírito Santo. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 5, p. 23-44, set./dez., 2011. Edição Especial de 5 anos.

THE ECONOMIST. **The visible hand**. 2012. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/21542931>> Acesso em: 12 jun. 2017.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economics performance in the largest European companies. **Strategic Management Journal**, Malden, v. 21, n. 6, p. 689-705, may, 2000.

TINOCO, P. P.; ROSSI, G. A. S.; PORTUGAL, G. T Remuneração dos Executivos das Companhias Estatais e Privadas de Energia Elétrica com Maiores Ativos Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 18, n. 3, p. 142-161, set./dez., 2015.

TOLEDO FILHO, J. R.; SILVA, M.; SANTOS, F. T. Evidenciação de práticas de programas de remuneração por ações pelas companhias listadas no novo mercado da bolsa de valores de São Paulo – Bovespa. **Revista de Contabilidade da UFBA**, Salvador, v. 3, n. 1, p. 05-19, jan./abr., 2009.

UNITE, A, A. et al. Executive pay and firm performance in the Philippines. **Pacific-Basin Finance Journal**, Honolulu, v. 16, n. 5, p. 606-623, nov., 2008.

UPCHURCH, M.; MARINKOVI, D. Wild capitalism, privatization and employment relations in Serbia. **Employee Relations**, Bingley, v. 33, n. 4, p. 316-333, 2011. Special Issue - Governance and employment relations in Eastern and Central Europe.

VALVERDE, T. M. Sociedades Anônimas ou Companhias de Economia Mista. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, v.1, n. 2, p. 429-441, 1945.

VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAM, V. Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches. **Academy of Management Review**, New York, v. 11, n. 4, p. 801-814, oct., 1986.

VENTURA, A. F. A. **Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: uma análise nas empresas listadas na BM&FBovespa**. 2013 72 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, João Pessoa, 2013.

WOOD JUNIOR., T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração Estratégica: a nova vantagem competitiva**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

WU, H. Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects. **Journal of Business Research**, Atlanta, v. 64, n. 8, p. 839-845, aug., 2011.

ZAHRA, S. A.; NEUBAUM, D.; HUSE, M. Entrepreneurship in medium-size companies: exploring the effects of ownership and governance systems. **Journal of Management**, Columbia, v. 26, n. 5, p.947-977, sep./oct., 2000.

ZIF, J. Managerial strategic behavior in State-owned enterprises – business and political orientations. **Management Science**, Baltimore, v. 27, n. 11, p. 1326-1339, nov., 1981.