

Pacote de Remuneração dos Executivos: um estudo nas Sociedades de Economia Mista

ANGELO ANTONIO DAVIS DE OLIVEIRA NUNES E RODRIGUES
CENTRO UNIVERSITÁRIO DA FUNDAÇÃO EDUCACIONAL DE BARRETOS (UNIFEB)

ELIZABETH KRAUTER
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP)

Pacote de Remuneração dos Executivos: um estudo nas Sociedades de Economia Mista

1 Introdução

O Estado no Brasil exerce a função de empresário e controla empresas que têm capital negociado em bolsa, mas seu comportamento é apontado como fraco em relação ao controle dos executivos e como omissivo em relação aos minoritários. Essa situação abre a possibilidade para que ocorra o aumento dos benefícios pecuniários dos executivos sem relação com o desempenho das empresas.

Em Sociedades de Economia Mista (SEM), o comportamento dos executivos pode ser influenciado pelo desejo de maximizar seus próprios interesses ou por influência política. Nesse contexto, o pacote de remuneração dos executivos pode favorecer a construção de resultados sustentáveis em longo prazo, alinhando o comportamento dos gestores aos objetivos dos acionistas, melhorando resultados e atraindo mais interessados para o negócio.

A literatura apresenta estudos que abordaram os fatores capazes de explicar a remuneração dos executivos em empresas privadas (Murphy, 1985; Jensen; Murphy, 1990; Pinto; Belka; Krajewski, 1993; Mehran, 1995; Ángel; Fumas, 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; Unite et al., 2008; Oyadomari et al., 2009; Marques, 2012; Ventura, 2013; Beuren; Silva; Mazzioni, 2014; Menozzi et al., 2014; Fernandes; Manzzi, 2015; Leite, 2015) e sobre a remuneração e o perfil dos gestores como determinantes do desempenho financeiro ou o de mercado em empresas privadas (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; Manzzi, 2015; Aguiar; Pimentel, 2017). Entretanto, não é observado em nenhum estudo como o pacote de remuneração dos executivos se relaciona ao desempenho financeiro ou o de mercado em Sociedades de Economia Mista.

Nesse contexto, o objetivo geral da pesquisa é investigar a relação entre o pacote de remuneração dos executivos nas SEMs brasileiras e o desempenho financeiro ou o de mercado. Especificamente, descrever a política salarial das SEMs do Brasil e estudar a remuneração dos executivos enquanto mecanismo de governança corporativa.

O desenvolvimento da pesquisa tem por base a Teoria da Agência, em que o executivo alinha seu comportamento aos objetivos dos acionistas por meio dos mecanismos de governança corporativa. Por isso, avaliar o pacote de remuneração dos executivos em SEMs no Brasil contribui para a literatura por apresentar evidências da eficiência da governança corporativa em um importante mercado emergente que apresenta diferença aos mercados desenvolvidos; e amplia o conhecimento existente e fornece subsídio para o aperfeiçoamento desse mecanismo de governança.

2 Revisão da Literatura

A revisão da literatura apresenta o pacote de remuneração do executivo, que explica o desempenho financeiro e o de mercado (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; 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; 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).

Este conjunto de pesquisas observa empresas americanas (Murphy, 1985; Jensen; Murphy, 1990; Mehran, 1995; Murphy, 1999; Bebchuk; Gristein, 2005; Machado; Beuren, 2015). Também empresas europeias (Ángel; Fumás, 1997; Conyon, 1997; Conyon; Schwalbach, 2000; Alcouffe; Alcouffe, 2000; Brunello; Graziano; Parigi, 2001; Elston; Goldberg, 2003; Marques, 2012; Machado; Beuren, 2015). Ainda empresas 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); além das empresas 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).

Para permitir a comparação dos resultados desta pesquisa com as que observam a situação das empresas brasileiras, é utilizado o pacote de remuneração de executivo como capaz de explicar o desempenho financeiro e o de mercado em Sociedades de Economia Mista brasileiras.

A expansão das pesquisas sobre remuneração e desempenho parte 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. Essa expansão foi permitida pelos efeitos da crise do *subprime* americano, que trouxe maior evidência do 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).

A situação-problema saiu das empresas privadas e alcançou as públicas, devido à sua importância social e econômica. Os poucos estudos sobre o assunto abordam 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 Sociedade de Economia Mista (PINTO; BELKA; KRAJEWSKI, 1993; FIRTH; FUNG; RUI, 2006; AMRAN et al., 2013; INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, IBGC, 2015; LEITE, 2015; TINOCO; ROSSI; PORTUGAL, 2015).

A explanação do referencial teórico tem o objetivo de consubstanciar ao problema de pesquisa: **“qual a relação entre o pacote de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro ou o de mercado nas Sociedades de Economia Mista brasileiras?”** A fundamentação da pesquisa 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 procuram relacionar a remuneração ao desempenho financeiro ou o 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).

3 Método de Pesquisa

A operacionalização da estratégia de pesquisa foi iniciada pela revisão da literatura internacional e nacional sobre o tema; seguida pelo levantamento do problema de pesquisa

com base nessa revisão de literatura; depois, pela definição da amostra, que conta com 31 empresas com capital controlado pelo Estado Brasileiro; e pela instrumentalização das variáveis e pela aplicação das quatro diferentes técnicas de regressão.

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).

O item 11 da norma 36 estabelece que o controle se relaciona ao direito de voto, como o obtido por instrumentos do patrimônio e pela norma 18, que define o conceito de controle em conjunto e que aborda que as decisões sobre atividades relevantes sejam em conjunto.

Nesse sentido, para estabelecer o controle, verifica-se a quantidade percentual de ações ordinárias; e para o controle em conjunto, nota-se a existência de acordo entre os acionistas. Assim, essas informações constam do relatório de referência, cujas empresas com capital aberto na Bolsa de Valores no Brasil (B³) são obrigadas a informar e disponibilizar no *site* da Comissão de Valores Mobiliários.

Quadro 01 – Amostra da Pesquisa

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

Fonte: Elaborado pelos autores

Na composição da amostra, foi descartada a utilização de três empresas, o Banco da Patagônia, devido à falta de informações financeiras sobre ela, a BR Distribuidora S/A e o IRB-Brasil Resseguros S/A pelo pouco tempo de capital aberto e para coleta de dados das 31 empresas da amostra foi usada a base de dados Economatica[®] e o Formulário de Referência. O período dos dados se estende de 2009 a 2016.

Na pesquisa são utilizados quatro diferentes modelos estatísticos e nesses modelos o constructo desempenho é operacionalizado como variável dependente, pois parte-se 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, os modelos estatísticos utilizados estão descritos a seguir:

- I
$$Ro_a = \beta_0 + \beta_{RMM} \cdot RMM + \beta_{RVM} \cdot RVM + \beta_{Tamanho} \cdot Tamanho + \beta_{Alavancagem} \cdot Alavancagem$$

$$+ \beta_{Tipo\ de\ Controlador} \cdot Tipo\ de\ Controlador + \beta_{Setor} \cdot Setor$$

$$+ \beta_{Governan\c{c}a\ Corporativa} \cdot Governan\c{c}a\ Corporativa + \varepsilon$$
- II
$$Roe = \beta_0 + \beta_{RMM} \cdot RMM + \beta_{RVM} \cdot RVM + \beta_{Tamanho} \cdot Tamanho + \beta_{Alavancagem} \cdot Alavancagem$$

$$+ \beta_{Tipo\ de\ Controlador} \cdot Tipo\ de\ Controlador + \beta_{Setor} \cdot Setor$$

$$+ \beta_{Governan\c{c}a\ Corporativa} \cdot Governan\c{c}a\ Corporativa + \varepsilon$$
- III
$$\frac{P}{B} = \beta_0 + \beta_{RMM} \cdot RMM + \beta_{RVM} \cdot RVM + \beta_{Tamanho} \cdot Tamanho + \beta_{Alavancagem} \cdot Alavancagem$$

$$+ \beta_{Tipo\ de\ Controlador} \cdot Tipo\ de\ Controlador + \beta_{Setor} \cdot Setor$$

$$+ \beta_{Governan\c{c}a\ Corporativa} \cdot Governan\c{c}a\ Corporativa + \varepsilon$$
- IV
$$VM = \beta_0 + \beta_{RMM} \cdot RMM + \beta_{RVM} \cdot RVM + \beta_{Tamanho} \cdot Tamanho + \beta_{Alavancagem} \cdot Alavancagem$$

$$+ \beta_{Tipo\ de\ Controlador} \cdot Tipo\ de\ Controlador + \beta_{Setor} \cdot Setor$$

$$+ \beta_{Governan\c{c}a\ Corporativa} \cdot Governan\c{c}a\ Corporativa + \varepsilon$$

Na seqüência, é apresentado o quadro 02 que contém as variáveis citadas nos modelos estatísticos. As quatro primeiras variáveis referem-se ao desempenho financeiro e ao de mercado; seguido por duas variáveis relacionadas à remuneração dos executivos, por quatro sobre o perfil da empresa e por uma sobre a qualidade da governança corporativa.

Quadro 02 – Variáveis da Pesquisa

Variáveis	Fórmula	Estudos	Fonte
Retorno do Ativo (ROA)	Lucro Líquido / Ativo Total	Mehran (1995), Amran et al (2013), Krauter (2013), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), Beuren, Silva e Mazzioni (2014), Fernandes e Manzioni (2015)	Economática®
Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE)	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Krauter (2013), Alves e Krauter (2014), Aguiar e Pimentel (2017)	Economática®
Índice de Preço de Mercado sobre Contábil (P/B)	Valor de Mercado / 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®

Remuneração Mensal Média (RMM)	Remuneração Total / 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 <i>site</i> da Comissão de Valores Mobiliários
Remuneração Variável Média (RVM)	Remuneração Variável / 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 <i>site</i> da Comissão de Valores Mobiliários
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	Divida Total / Ativo Total	Perobelli, Lopes e Silveira (2012) e Carvalhal-da-Silva e Chien (2013)	Economática®
Tipo de Controlador	Dummy = 1 (Governo Central) ou 0 (Governo 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®
Qualidade da Governança Corporativa (GC)	Dummy, 1 para Novo Mercado e Nível 2 e 0 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®

Fonte: Elaborado pelo autores

A estratégia de pesquisa referente aos métodos estatísticos envolve a observação descritiva dos dados, à 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 à 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 técnica consiste na regressão pelo Método dos Momentos Generalizados, para que seja possível enfrentar o possível problema de endogeneidade e garantir comparabilidade às pesquisas de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), Menozzi et al. (2014) e Aguiar e Pimentel (2017).

A escolha entre o modelo de regressão Pooled, painel com efeito fixo ou aleatório, é embasada nos resultados dos testes de Chow, Hausman e Breusch-Pagan. A verificação do

pressuposto da multicolinearidade dá-se por meio do teste de *Variance Inflation Factor*. Para o pressuposto da autocorrelação é utilizado o teste de Wooldridge; e na regressão por GMM, a verificação do pressuposto de autocorrelação ocorre por meio do teste de Arellano e Bond. O teste de Hansen e Sargan verifica se as variáveis instrumentais não são relacionadas ao termo de erro do modelo.

4 Análise dos Resultados

O objetivo geral da pesquisa é investigar a relação entre o pacote de remuneração dos executivos nas SEMs brasileiras e o desempenho financeiro ou o de mercado. Esse objetivo é detalhado especificamente em: (i) descrever a política salarial das SEMs do Brasil; e (ii) estudar o comportamento da remuneração dos executivos enquanto mecanismo de governança corporativa nas SEMs brasileiras.

A análise dos resultados inicia-se pela verificação da estatística descritiva, exposta no quadro 02, que evidencia o comportamento das variáveis utilizadas na pesquisa. Os valores referentes ao desempenho financeiro, ao 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, 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 se verificar o segmento de governança, 17 pertencem aos níveis diferenciados da bolsa e 14 possuem suas ações listadas no nível tradicional.

Quadro 02 – Estatística Descritiva

Ano (Média)	ROE	ROA	P/B	VM	RMM	RVM
2009	17,23	6,34	0,93	18.237.090,40	30.836,98	79.036,86
2010	11,7	3,00	0,73	19.376.711,60	36.636,44	101.877,76
2011	10,75	2,37	0,74	16.013.929,67	46.469,79	166.299,01
2012	7,53	-4,34	0,83	14.492.866,73	51.044,79	178.124,44
2013	3	2,3	0,74	13.745.216,03	59.777,78	213.565,47
2014	7	-1,27	5,28	11.084.087,10	61.871,00	171.025,60
2015	7,34	-1,31	0,58	8.250.415,35	67.120,79	206.317,59
2016	4,93	4,00	0,72	14.545.286,87	86.434,47	346.678,06
Média do Período	-17,51	1,38	1,33	14.426.201,30	55.249,86	183.710,37
Mínimo	-6357,40	-173,50	-1,30	118.872,00	1.620,41	-
Máximo	98,40	68,00	140,50	380.246.723,00	271.961,44	2.241.419,95
Mediana	8,80	1,90	0,50	1.579.525,50	40.158,46	38.770,41
Desvio Padrão	408,03	16,78	9,02	47.304.852,02	44.720,76	336.888,95

Fonte: Elaborado pelo autores

Os dois indicadores financeiros apresentaram queda no período. A maior queda foi do ROE, que apresentou 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%. Dessa forma, enviou a média do período, que ficou negativa em 17,51%, enquanto o ROA apresentou uma queda de 36,91%, menor do que o ROE.

Os dois indicadores de mercado também apresentaram queda no período. O Índice P/B caiu 22,58%; uma queda 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.

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 a Petrobrás, o Banco de Brasil e a BB Seguridade. Nesse sentido, as três empresas com menores valores de mercado foram SP Turismo, Emae e Celgpar; no entanto, cabe resaltar que SP turismo e Celgpar sofreram com baixa liquidez das ações.

No sentido contrário as quedas nos desempenhos das SEMs brasileiras, a RMM apresentou um crescimento no período de 180,29%, cuja 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 RVM apresentou 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; com cinco empresas que optaram por não utilizar a remuneração variável durante todo o período da amostra; e com outras 11 que durante um ou mais anos não possuíam esse tipo de remuneração.

O quadro 03 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:

Quadro 03 – Matriz de Correlação de Pearson

Variáveis	ROE	ROA	P/B	VM	RVM	RMM	Tamanho	Alavancagem	Tipo de Controlador
RVM	0.040	0.068	-0.032	0,140**	1				
RMM	0.017	0.065	-0.018	0,328*	0,848*	1			
Tamanho	0.077	0.106	-0.084	0,545*	0,248*	0,404*	1		
Alavancagem	-0.029	-0,688*	0.023	-0.061	-0.061	-0.049	-0.041	1	

Tipo de Controlador	-0.089	0.074	0.112	0,281*	0,246*	0,322*	0,225*	-0.087	1
Governança Corporativa	0.070	0,177*	-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%.

Fonte: elabora pelos autores

Os dados apresentados no quadro 03 referem-se às correlações entre as variáveis, e as variáveis 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). A 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.

O ROA apresenta correlação negativa e significativa com a Alavancagem, como em Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), que indica que quanto maior a alavancagem, menor será 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 03 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 significativamente positiva com as variáveis RMM, com o Tipo de Controlador e com a Qualidade da Governança Corporativa, enquanto a variável RMM possui correlação significativamente positiva com o Tamanho do negócio, com o Tipo de Controlador e a com Qualidade da Governança Corporativa, mas negativa com a Alavancagem das empresas. Entretanto, os estudos que são suportes para a utilização dessa variável não expõem esses dados; fato que impede a comparação.

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

4.1 Análise da contribuição da remuneração dos executivos para o desempenho

A operacionalização da análise da remuneração para a explicação do desempenho está baseada em Mehran (1995), Perobelli, Lopes e Silveira (2012), Krauter (2013), Krauter e Sousa (2013), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), Amran et al (2013), Alves e Krauter (2014), Menozzi et al (2014) e Aguiar e Pimentel (2017); e contida no quadro 04 que contém os resultados do teste estatístico indicado para as quatro variáveis da pesquisa, acompanhado dos testes de Chow, Breusch-Pagan, Hausman e Wooldridge cujos resultados são a base para escolha do tipo de regressão utilizada para análise.

Quadro 04 – Resultados dos Modelos de Regressão para o desempenho Financeiro e de Mercado

Itens	ROE	ROA	P/B	VM
RMM	0,00011	0,00003	0,00	-420,78210*
RVM	0,00008	-0,00001	0,00	42,47097*
Tamanho	1,685,14	-568,509	-0,99705	-1774940
Alavancagem	-0,19022	-0,22953*	0,00286	-14576,47
Tipo de Controlador	-6,289,62	(omitted)	1,57222**	(omitted)
Governança Corporativa	185,81	(omitted)	0,46921	(omitted)
Constante	-28,965,32	5,650,12	7.215758	46000000
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
R ²	0,04	0,41	0,04	0,14
Teste de Chow	0,42	0,06	0,69	0,00
Teste de Breusch-Pagan	1,00	S/N	1,00	S/N
Teste de Hausman	0,28	0,01	0,21	0,00
Teste de Wooldridge	0,00	0,79	0,38	0,00
Tipo	<i>Pooled</i>	Efeito Fixo AR(1)	<i>Pooled</i> AR (1)	Efeito Fixo

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

Fonte: elaborado pelo autor

As regressões que observaram o impacto do pacote de remuneração no desempenho financeiro utilizaram o ROE e o ROA. A primeira observação refere-se ao ROE e o *Pooled* é o modelo de regressão utilizado. Os resultados obtidos não apresentam coeficiente com significância estatística para as variáveis dependentes relacionadas à Remuneração, Tamanho, Alavancagem, Tipo de Controlador e Governança Corporativa.

A variável Setor foi capaz de influenciar o ROE, apontando relação positiva entre essa característica e o desempenho financeiro. Esse modelo é capaz de explicar 4%, resultado inferior aos auferidos nos estudos de Krauter (2013) e Krauter e Sousa (2013), enquanto a variável Setor também apresenta significância em Aguiar e Pimentel (2017). Porém, outras variáveis apontadas como capazes de influenciar o ROE nas empresas particulares não apresentam relevância nas SEMs brasileiras.

A segunda regressão do quadro 04 observa o impacto das variáveis independentes no ROA, cuja técnica utilizada é o painel com efeito fixo com erros robustos. E somente a variável Alavancagem apresenta significância estatística e com sinal negativo; que também corrobora o apontado pela literatura. Portanto, as variáveis de Remuneração e de Tamanho não são significantes, e as outras são retiradas do modelo por apresentarem colinearidade. Dessa forma, o modelo apresenta a capacidade de explicação de 41%.

O R^2 auferido é superior aos obtidos pelos estudos de Mehran (1995), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) e Alves e Krauter (2014), enquanto a variável Alavancagem também apresenta significância no estudo de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), porém as variáveis que abordam a remuneração apresentam resultados positivos no estudo de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), mas não apresentam significância para as SEMs brasileiras.

A terceira regressão, do quadro 04, observa uma variável referente ao desempenho de mercado, o índice de P/B. O modelo de regressão utilizado é o *Pooled*, com erros robustos; e a única variável com significância estatística é Tipo de Controlador. Destaca-se o fato de que a gestão de uma SEM brasileira pelo governo federal influencia positivamente o resultado de mercado dessa empresa em relação às controladas pelos governos periféricos. No entanto, as variáveis Qualidade da Governança Corporativa e Setor não apresentaram relação significativa; fato que destoa da literatura em relação aos resultados de Carvalhal-da-Silva e Chien (2013), e Aguiar e Pimentel (2017) para qualidade da governança corporativa, que são positivos e significantes a 1%.

A última regressão do quadro 05 verifica o Valor de Mercado como variável dependente. A técnica utilizada é o painel com efeito fixo, e as variáveis relacionadas à Remuneração apresentaram significância estatística. A regressão apresenta o R^2 com poder de explicação de 14%. Destaca-se que a variável que mensura a remuneração mensal média está inversamente relacionada ao valor de mercado das SEMs, enquanto a remuneração variável média consegue ajudar a explicar esse valor.

Quadro 05 – Resultado da Regressão por GMM para o Desempenho Financeiro e de Mercado

Itens	ROE	ROA	P/B	VM
RMM	-0,02	-0,001*	-0,00002*	-787,07*
RVM	0,01	0,0001**	0,00**	179,54*
Tamanho	3.559,02	1.040,31	0,84***	101000000*
Alavancagem	-1.135,95	-0,22*	-0,03	-5547690*
L1 Variável Independente Defasada	0,11*	-0,67	0,73*	0,06
Constante	-22.622,40	-2,957,38	-333	-309000000*
Wald	25,68	523,75	3.281	7659,05
Teste de Arellano-Bond 1° Ordem	0,33	0,18	0,39	0,05

Teste de Arellano-Bond 2° Ordem	0,38	0,63	0,42	0,59
Teste de Hansen-Sargan	0,69	0,73	0,78	0,65

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

Fonte: elaborado pelos autores

O quadro 05 apresenta os resultados da regressão por GMM. As variáveis relativas ao Tipo de Controlador, Qualidade da Governança Corporativa e o Setor são retirados do modelo por apresentarem problema de colinearidade. Nesse sentido, os pressupostos do modelo não são respeitados para as variáveis ROE, ROA e para o índice P/B, pois o teste de Arellano e Bond para 1° ordem não apresenta correlação serial. Essa situação invalida conclusões com base nesse modelo para as três variáveis dependentes, mas possibilita a análise em relação ao Valor de Mercado.

Para a variável Valor de Mercado, a RMM apresenta resultado diferente de Aguiar e Pimentel (2017). Esse fato destaca um comportamento diferente nas SEMs brasileiras em comparação às empresas privadas; entretanto, a RVM evidencia que a remuneração variável é capaz de influenciar positivamente o desempenho de mercado das SEMs brasileiras.

O Tamanho das empresas e a Alavancagem também apresentam significância estatística. A primeira influencia positivamente o resultado, enquanto a segunda impacta negativamente. Assim, ao se compararem os resultados obtidos pela pesquisa em relação ao impacto das variáveis na explicação do valor de mercado com o estudo de Aguiar e Pimentel (2017), percebe-se que os dois obtiveram resultados robustos, porém a remuneração média auxilia o aumento do desempenho de mercado nas empresas privadas; no entanto, nas SEMs brasileiras, ocorre o contrário.

5 Conclusão

O objetivo geral da pesquisa é investigar a relação entre o pacote de remuneração dos executivos nas SEMs brasileiras e o desempenho financeiro ou de mercado dessas organizações. Esse objetivo é detalhado especificamente ao se descrever a política salarial das SEMs do Brasil e ao se estudar o comportamento da remuneração dos executivos enquanto mecanismo de governança corporativa nessas organizações brasileiras.

A primeira parte do objetivo da pesquisa verifica o pacote de remuneração da equipe de executivos das empresas da amostra, que cresceu no período 179,61%, em que a parte fixa aumentou 146,02%, enquanto a variável subiu 290,96%. A remuneração mensal média individual iniciou 2009 em R\$ 33.528,46 e alcançou R\$ 93.748,03, com R\$ 62.554,28 relativa à parte fixa e o restante à variável.

A segunda parte do objetivo investiga a contribuição do pacote de remuneração dos executivos na explicação do desempenho financeiro nas SEMs brasileiras, pois em nenhum dos modelos testados para as variáveis relacionadas à remuneração, tanto total quanto variável, apresentam significância estatística. Ao se utilizar o ROE como variável dependente, o poder de explicação do modelo é inferior ao auferido por Krauter (2013) e Krauter e Sousa (2013). Somente a variável Setor obteve significância estatística; entretanto, a análise do ROA aponta o poder de explicação superior aos de Mehran (1995), Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) e Alves e Krauter (2014). Porém as variáveis de remuneração não apresentam resultados robustos como em Carvalhal-da-Silva e Chien (2013) e Fernandes e Manzoni (2015).

A verificação da contribuição do pacote de remuneração dos executivos na explicação do desempenho de mercado nas SEMs brasileiras apresenta resultado significativo, pois a Remuneração Mensal Média tem impacto negativo no Valor de Mercado, porém a Remuneração Variável Média apresenta uma relação positiva. Essa situação abre a possibilidade de melhoria da política de composição da remuneração, já que somente 11 empresas utilizam a remuneração variável durante todo o período.

O conjunto de resultados encontrados revela 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; no entanto, ao se investigarem as SEMs brasileiras, pode ser notado o aumento da remuneração sem contrapartida no desempenho financeiro ou no de mercado. Esse fato, aliado aos resultados dos modelos de regressão, indica a ineficiência do pacote de remuneração dos executivos como mecanismo de governança corporativa.

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; que remete à necessidade de controle do acionista majoritário e de proteção aos minoritários.

Referências

AGUIAR, Andson. B.; PIMENTEL, Rêne. 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.

ALCOUFFE, Alain.; ALCOUFFE, Christiane. Executive compensation – setting practices in France. **Long Range Planning**, London, v. 33, n. 4, p. 527-543, Aug., 2000.

ALVES, Marlon. F. R.; KRAUTER, Elizabeth. 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, Noor. 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, Pedro O.; FUMÁS, Vicente 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.

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

BELLUZZO, Walter; ANUATTI-NETO, Francisco; PAZELLO, Elaine 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.

BEUREN, Ilse. M.; SILVA, Marcia Z.; MAZZIONI, Sady. Remuneração dos executivos e desempenho nas empresas. **Revista de Administração Faces Journal**, Belo Horizonte, v. 13, n. 2, p. 8-25, Abr./Jun., 2014.

BRUNELLO, Giorgio; GRAZIANO, Clara; PARIGI, Bruno. Executive compensation and firm performance in Italy. **International Journal of Industrial Organization**, Nova York, v.19, n. 1-2, p. 133-161, Jan., 2001.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; CHIEN, Alisson 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.

CPC. 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.

_____. **Pronunciamento técnico 36 R3**: demonstrações consolidadas. 2012. Disponível em < <http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 1 Fev. 2018.

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

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

COSTA, Monica O.; TEIXEIRA, Aridélmo J. C.; GALDI, Fernando. 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.

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

FERNANDES, Francisco C.; MAZZIONI, Sady. 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, Mai./Ago., 2015.

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

FUNCHAL, Jeferson A.; TERRA, Paulo 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.

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

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Boas práticas e governança corporativa para sociedades de economia mista**. 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso: 25 June 2016

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

KATO, Takao; KIM, Woonchan; LEE, Ju 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, So Y.; LEE, Kang R.; SHIN, Hyun-Han. The enhanced disclosure of executive compensation in Korea. . **Pacific-Basin Finance Journal**, Honolulu, v. 43, n. 1, p.72-83, Jun., 2017

KRAUTER, Elizabeth. 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, Almir 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.

LEITE, Paula 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.

MACEDO, Roberto. 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, Débora G.; BEUREN, Ilse 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, Mai./Ago., 2015.

MARQUES, Ana C. L. **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.

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

MENOZZI, Anna 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.

MURPHY, Kevin 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.

_____. Executive compensation. In: CARD, D.; ASHENFELDER, O. (Ed). **Handbook of labor economics**. v.3, part. B. Amsterdam: Elsevier, 1999.

NASCIMENTO, Cristiano; FRANCO, Luciane M. G.; CHEROBIN, Ana 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.

OYADOMARI, José C. T. 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, Fernanda F. C.; LOPES, Bruno S.; SILVEIRA, Alexandre 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.

PINTO, Brian; BELKA, Marek; KRAJEWSKI, Stefan. 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.

TEIXEIRA, Aridélmo 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.

UNITE, Angelo 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.

VENTURA, Ana 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.