

NOTAS TÉCNICAS Nº IDB-TN-3102

Análise e diagnóstico da remuneração de executivos e membros do conselho em empresas estatais no Brasil

Thomaz Teodorovicz
Jorge Norio Rezende Ikawa
Victor Dias Fonseca
Sergio Lazzarini
André Carlos Martínez Fritscher
Renata Motta Café

Banco Interamericano de Desenvolvimento
O Setor de Instituições para o Desenvolvimento
Divisão de Gestão Fiscal

Maio 2025



Análise e diagnóstico da remuneração de executivos e membros do conselho em empresas estatais no Brasil

Thomaz Teodorovicz (Copenhagen Business School)

Jorge Norio Rezende Ikawa (Insper)

Victor Dias Fonseca (Insper)

Sergio Lazzarini (Insper)

André Carlos Martínez Fritscher (Inter-American Development Bank)

Renata Motta Café (Inter-American Development Bank)

Banco Interamericano de Desenvolvimento
O Setor de Instituições para o Desenvolvimento
Divisão de Gestão Fiscal

Maio 2025



**Catálogo na fonte fornecida pela
Biblioteca Felipe Herrera do
Banco Interamericano de Desenvolvimento**

Análise e diagnóstico da remuneração de executivos e membros do conselho em empresas estatais no Brasil / Thomaz Teodorovicz, Jorge Norio Rezende Ikawa, Victor Dias Fonseca, Sergio Lazzarini, André Carlos Martínez Fritscher, Renata Motta Café.

p. cm. — (Nota técnica do BID ; 3102)

1. Government business enterprises-Employees-Brazil. 2. Wages-Brasil. 3. Brazil-Officials and employees-Salaries, etc. I. Teodorovicz, Thomaz. II. Ikawa, Jorge Norio Rezende. III. Dias Foseca, Victor. IV. Lazzarini, Sergio. V. Martínez Fritscher, André. VI. Café, Renata Motta. VII. Banco Interamericano de Desenvolvimento. Divisão de Gestão Fiscal. VIII. Série.

IDB-TN-3102

Palavras-chave: remuneração de executivos, empresas estatais, governança corporativa, conflito de agência

JEL: G38, J31, J45, L32

<http://www.iadb.org>

Copyright © 2025 Banco Interamericano de Desenvolvimento. Esta obra está licenciada sob uma licença Creative Commons CC BY 3.0 IGO (<https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/igo/legalcode>). Os termos e condições indicados no link URL devem ser atendidos e o respectivo reconhecimento deve ser concedido ao BID.

Além da seção 8 da licença acima, qualquer mediação relacionada a disputas decorrentes de tal licença deve ser conduzida de acordo com as Regras de Mediação da OMPI. Qualquer controvérsia relacionada ao uso das obras do BID que não possa ser resolvida amigavelmente deverá ser submetida à arbitragem de acordo com as regras da Comissão das Nações Unidas sobre Direito Comercial Internacional (UNCITRAL). O uso do nome do BID para qualquer finalidade que não seja atribuição e o uso do logotipo do BID estarão sujeitos a um contrato de licença por escrito separado entre o BID e o usuário e não está autorizado como parte desta licença.

Observe que o link da URL inclui termos e condições que são parte integrante desta licença.

As opiniões expressas nesta publicação são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente a posição do Banco Interamericano de Desenvolvimento, de sua Diretoria Executiva, ou dos países que eles representam.



RESUMO*

Este trabalho examina a remuneração de membros do conselho e executivos *C-level* das empresas estatais federais brasileiras, dada a sua relevância para a performance corporativa e a falta de estudos específicos sobre o tema. O estudo começa com uma comparação internacional entre Brasil, Coreia, México e Peru, destacando semelhanças e diferenças nas regulamentações de remuneração de empresas estatais. Utilizando dados da Secretaria de Coordenação e Governança de Empresas Estatais, de 2013 a 2021, observa-se o decréscimo na remuneração real média dos executivos das estatais brasileiras até 2017, seguido pelo aumento relacionado a novos componentes de pagamento, como o pagamento de contingência. Comparações com empresas privadas similares revelam que os executivos das estatais federais recebem, em média, remunerações menores, tanto em salários fixos quanto variáveis. Estimativas de equiparação sugerem que a diferença salarial entre empresas dos setores público e privado aumentou ao longo do tempo, principalmente devido à redução no salário fixo real nas estatais. O estudo termina com recomendações de política para a remuneração em estatais brasileiras, visando mais alinhamento com as práticas de mercado.

* Os autores agradecem à Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST), atualmente parte do Ministério da Gestão e da Inovação em Serviços Públicos (MGI), e anteriormente vinculada ao extinto Ministério da Economia, pelas conversas e pela disponibilização dos dados utilizados neste estudo, que foram fundamentais para a análise realizada.

INTRODUÇÃO

Devido à relevância das políticas de remuneração de altos executivos para a performance de empresas e ao limitado número de estudos sobre o tema em empresas estatais brasileiras, o presente trabalho tem por objetivo analisar os salários de membros do conselho e executivos *C-level*¹ das estatais federais brasileiras. O trabalho inicia com uma breve comparação – sob o ponto de vista institucional – do contexto brasileiro com outras economias (Coreia do Sul, México e Peru). O estudo aponta similaridades entre esses países, principalmente quanto à adoção de regulamentações para a imposição de limites à remuneração de membros do conselho e da diretoria executiva de empresas estatais. São identificadas, por outro lado, diferenças significativas sobre a composição e remuneração dos membros do conselho.

O trabalho analisa tendências de remuneração de executivos e membros do conselho a partir de um painel de dados de 2013 a 2021, da Secretaria de Coordenação e Governança de Empresas Estatais (SEST), órgão que integra atualmente o Ministério da Gestão e da Inovação em Serviços Públicos (MGI). Os resultados apontam o decréscimo na remuneração real média total (que agrega a remuneração fixa, variável e outros benefícios) dos executivos das estatais brasileiras, entre 2013 e 2017, com salários fixos reais apresentando queda no período (10,3 pontos percentuais para a remuneração do Diretor Executivo). É possível constatar que a parcela relativa à remuneração variável aumentou ligeiramente ao longo do período analisado. No entanto, o peso da remuneração fixa permaneceu superior a 80% da remuneração total média. Ademais, ao comparar os valores percebidos no ano de 2017 com os valores aprovados para o ano de 2021, observa-se o aumento dos valores. Esse fato se deve, em grande parte, à potencial adição de um pagamento de contingência de seis meses para executivos que deixam as estatais e são legalmente impedidos de assumir imediatamente um cargo em outra empresa para evitar possíveis conflitos de interesse (segundo a Lei 12.813/2013).

Adicionalmente, os salários dos executivos das estatais foram comparados com os das empresas privadas com características similares no Brasil. Os resultados indicam que os membros da diretoria estatutária de empresas estatais federais recebem, em média, remunerações menores do que seus congêneres de empresas privadas com características comparáveis. As estimativas utilizando metodologias de equiparação (*matching*) indicam que os salários médios de membros da diretoria estatutária de empresas estatais são entre R\$ 92.000 e R\$ 131.000 inferiores. Os pagamentos menores aparecem tanto no salário fixo quanto nos demais componentes, que incluem benefícios e remuneração variável, a depender do modelo analisado. Com base nas estimativas salariais de um modelo de *matching*, é possível verificar que, ao longo do tempo, houve uma tendência de aumento da diferença salarial entre os dois setores, movimento explicado primordialmente pela diminuição do salário fixo real nas estatais. Apesar disso, o mesmo modelo aponta para o movimento de aproximação na proporção do componente fixo sobre a remuneração total entre estatais federais e empresas

¹ O termo *C-level* refere-se aos principais executivos de uma empresa que ocupam cargos de alta hierarquia e responsabilidade. O "C" denota *Chief*, que significa chefe em inglês. Entre os cargos *C-level* estão o CEO (*Chief Executive Officer*), ou Diretor Executivo, responsável pela estratégia geral e pela direção da empresa, e o CFO (*Chief Financial Officer*), ou Diretor Financeiro, encarregado da gestão das finanças da empresa.

privadas. De maneira similar, os resultados mostram que também os conselheiros das estatais federais recebem remunerações menores do que suas contrapartes no setor privado em empresas comparáveis – os modelos de *matching* estimam que a remuneração média de conselheiros é entre R\$ 13.000 e R\$ 23.000 menor nas estatais – embora essa diferença tenha se mantido relativamente estável ao longo do tempo. O trabalho encerra com considerações finais e recomendações de política de remuneração de estatais para o Brasil.

REVISÃO DE LITERATURA

De maneira geral, os estudos prévios relacionados à remuneração de membros do conselho e executivos *C-level* de empresas estatais podem ser divididos em três grandes grupos, os de cunho mais teórico, os trabalhos empíricos e os normativos. Nesta seção, apresentam-se elementos de alguns dos trabalhos principais. Sua descrição mais detalhada e seus achados encontram-se no Apêndice.

Do ponto de vista teórico, parte substancial da literatura relativa aos cargos de alta gestão relaciona-se ao chamado “conflito de agência” (Mengistae; Colin Xu, 2004; Megginson *et al.*, 2017). Embora não seja restrito aos casos de empresas estatais, esses problemas surgem, de maneira geral, quando há um possível conflito de interesses entre gestores (agentes) e controladores (principais). No caso de estatais, o controlador é o Estado; sob o ponto de vista de política pública, há o interesse de que as estatais sejam produtivas e gerem valor consistente com o custo de oportunidade do capital público investido nelas. Assim, espera-se que os gestores busquem eficiência operacional e alocação adequada dos recursos estatais, dentro dos parâmetros definidos de política pública.

Uma possibilidade nesse sentido é que, como no caso de empresas privadas, os gestores das estatais recebam uma parcela de remuneração variável atrelada aos objetivos e parâmetros definidos pelo Estado. No caso de estatais listadas em bolsa, os executivos podem também ter remuneração variável atrelada ao desempenho do valor das ações. Entretanto, se a remuneração variável for fortemente vinculada a lucros ou superávit operacional – considerando que muitas estatais podem ter objetivos de política pública distintos de produtividade –, pode haver ênfase dos executivos em buscar lucratividade em detrimento desses outros objetivos (Williamson, 1999; Bai; Xu, 2005). Espera-se, assim, que a parcela de remuneração variável nas empresas estatais seja relativamente menor do que no caso de empresas privadas atuando em atividades similares.

Nessa linha, destacam-se os trabalhos de Bağ e Michalak (2018) e Young *et al.* (2008). No caso do primeiro, os autores analisam a remuneração de executivos em empresas estatais polonesas com base na teoria da agência. O ponto principal do estudo é examinar o sistema de remuneração existente no local, de modo a introduzir bônus aos executivos como um mecanismo capaz de reduzir o problema de agência, propondo que o bônus seja atrelado a medidas vinculadas ao lucro da empresa. Já no segundo trabalho, os autores adicionam ao problema de agente-principal (entre gestores e controladores) o chamado conflito “principal-principal”, que ocorre entre acionistas minoritários e majoritários.

Ainda no campo mais teórico, destacam-se dois relatórios do Banco Interamericano de Desenvolvimento. O primeiro (IADB, 2015) analisa as empresas estatais da América Latina, com foco em dois pontos principais: a teoria da agência e das questões fiscais. De acordo com esse documento, a remuneração de executivos é relevante tanto para mitigar possíveis dificuldades relacionadas à teoria da agência, quanto como mecanismo para diminuir o problema fiscal dos países. No primeiro caso, uma remuneração que incorpore uma parcela variável vinculada a determinadas metas operacionais pode diminuir os custos existentes relativos à divergência entre os objetivos econômicos da empresa e as tomadas de decisão dos executivos, fazendo com que haja mais alinhamento econômico e que os objetivos empresariais sejam atingidos com menos custos (embora as finalidades de política pública não necessariamente sejam também contempladas). No segundo caso, o

estabelecimento de critérios para a remuneração pode ser parte de políticas para reduzir a natureza discricionária da alocação de recursos públicos para as estatais. Já o segundo trabalho (IADB, 2019) traz uma extensão da visão da remuneração dos agentes como forma de atrair e reter talentos dentro das empresas estatais.

Do ponto de vista empírico, dada a abrangência e a interdisciplinaridade do tema, os estudos dividem-se em um amplo conjunto de áreas, perpassando a administração pública, a estratégia, a contabilidade e as finanças corporativas. São adotados diversos métodos de pesquisa para analisar e comparar salários de executivos em estatais. Em análises de determinantes de salários, destaca-se o uso de análise de regressão (usualmente, via Mínimos Quadrados Ordinários, MQO), técnicas de equiparação e de clusterização (metodologia que tem por objetivo organizar as informações e criar grupos com base em semelhanças e diferenças entre as observações analisadas). Essas últimas técnicas são importantes para realizar comparações entre estatais e empresas privadas equiparadas com características similares. Parte dos estudos tem como foco principal a análise da remuneração de executivos do setor público. Alguns incluem as empresas privadas, e relativamente poucos traçam um paralelo entre os vencimentos públicos *versus* os privados. Apesar disso, os estudos apresentam relativa heterogeneidade entre os países analisados, com destaque, além do Brasil, para a China, a Coreia e os Estados Unidos.

Considerando os estudos realizados com dados brasileiros, a principal fonte de informação para a coleta de dados refere-se ao Formulário de Referência (FRE) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Regulamentada pela Instrução CVM 552, de outubro de 2014, o documento traz um item específico sobre a remuneração dos administradores (item 13), composto por membros do conselho de administração, fiscal e da diretoria, entre outros gestores. De acordo com a regulamentação, devem ser informados, entre outros itens, a composição da remuneração desses executivos, os indicadores de desempenho para a remuneração, as rendas fixa e variável (como bônus, participação nos resultados e comissões) auferida e os benefícios em ações da empresa.

Nesse sentido, o trabalho desenvolvido pelo IPEA (Fontes-Filho, 2019) encontra diferenciais de salário entre executivos do setor privado e público. O estudo utiliza dados de uma amostra de 256 companhias, sendo oito de capital estrangeiro, 222 de capital privado nacional e 26 de empresas estatais. Embora não utilize a técnica de equiparação, o estudo compara o valor das remunerações máxima, mínima, média e mediana, entre empresas agregadas em três grupos, de acordo com sua origem: financiada por intermédio de capital estrangeiro, por capital privado nacional e estatais. O período de análise é o ano de 2016. De acordo com os achados desse documento, as empresas estatais, particularmente as listadas, apresentam remuneração de executivos bastante inferior às congêneres privadas, equivalentes em termo de porte e setor. O trabalho também ressalta que, em sua grande maioria, as empresas analisadas carecem de políticas de incentivos de longo prazo, tipicamente baseadas em bônus e na concessão de ações e opções.

Ainda com o uso de informações do FRE da CVM, Leite (2013) analisa dados de 19 empresas estatais e 86 empresas privadas no período de 2009 a 2011. Utilizando a técnica de equiparação e informações relativas ao valor dos ativos das empresas, lucratividade, investimento em capital fixo, produtividade, entre outras, a autora identifica, em linha com os outros trabalhos citados anteriormente, que a

remuneração variável nas empresas estatais é menor do que nas privadas. Esse resultado se alinha à discussão anterior de que, possivelmente, haja limites à implementação de salários variáveis em estatais, especialmente se forem fortemente (ou unicamente) atrelados aos lucros dessas empresas.

Tinoco *et al.* (2015) mostram que as diferenças salariais persistem, mesmo quando analisado um único segmento específico, nesse caso, o setor elétrico brasileiro, usando dados de empresas listadas na bolsa de valores. Os resultados desse estudo indicam, por meio de uma análise descritiva, que as empresas privadas remuneram os seus executivos em valores maiores que as empresas estatais. Adicionalmente, os autores apontam que, para o caso dos gestores de empresas estatais, a maior parte da remuneração é proveniente de vencimentos fixos, enquanto nas companhias de controle privado, observa-se maior equilíbrio nessa divisão.

Ainda relativos ao caso brasileiro, mas com dados de outras fontes que não o FRE da CVM, destacam-se os trabalhos de Chan *et al.* (2007) e Guimarães (2020). O primeiro fez uso de um banco de dados da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI) com 4.000 empresas que divulgaram o informe contábil Demonstração de Valor Adicionado (DVA) no período de 1998 a 2002. Foram selecionadas todas as empresas do setor de serviços públicos que disponibilizaram a DVA e que dispunham de informações relativas ao número de empregados, total do ativo, às vendas e ao patrimônio líquido. Os autores utilizaram uma análise de *cluster* multivariada (técnica que permitiu, com base em determinadas características das empresas, segregá-las em diferentes grupos com base em similaridades e diferenças) para verificar se as empresas estatais destinam maior percentual da riqueza gerada (calculada a partir da DVA) aos funcionários. No que tange à remuneração dos acionistas, os resultados não sugerem que haja diferenças significativas entre as empresas privadas e estatais. Já o segundo analisa a relação entre as mudanças de CEOs e a performance da empresa, desagregando o efeito entre empresas estatais e da iniciativa privada. De acordo com as conclusões do estudo, com base em uma amostra de 298 empresas brasileiras listadas na B3, de 2010 a 2017, as empresas estatais foram as que mais apresentaram mudanças de CEOs.

Quanto aos estudos de outros países, os trabalhos fazem referência aos dados chineses (Lin, 2018; Firth *et al.*, 2006), coreanos (Gwon; Moon, 2019) e norte-americanos (Chen; Jermias, 2007). Firth *et al.* (2006) analisam os fatores que explicam a diferença de remuneração entre executivos de empresas privadas e estatais chinesas, com base em uma amostra de 549 companhias no período de 1998 a 2000. De acordo com os autores, parte considerável da desigualdade decorre do modelo de incentivos de pagamento. Adicionalmente, o estudo revela que a mudança na riqueza dos acionistas é positivamente associada a alterações nas formas de remuneração, gerando valor para a companhia. Os resultados são consistentes com o fato de os acionistas das empresas estatais exercerem pressão sobre elas, a fim de implementar mecanismos de incentivos que maximizem o lucro. Ainda com foco no caso chinês, Lin (2018) avalia a remuneração dos executivos a partir da determinação dada pela SASAC (State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council) de tornar públicas as informações sobre a remuneração dos executivos. Com uma amostra de 105 empresas estatais e 930 executivos dessas companhias para o ano de 2015, o autor desenvolve um modelo por MQO, que relaciona a remuneração dos executivos a indicadores de

performance como o Retorno sobre o Patrimônio (ROE) e o Retorno sobre Ativos (ROA) e ao desempenho referente a questões sociais e ambientais.

Por fim, no campo normativo, destaca-se o trabalho desenvolvido pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD, 2015). O documento traz uma série de recomendações sobre como a governança corporativa deve ser estruturada para gerar a alocação eficiente de recursos, promover incentivos para investimentos, ser transparente e direcionar a estratégia das empresas estatais. Entre os tópicos abordados está a remuneração dos executivos e membros do conselho, de modo que seja pensada estrategicamente, para que alinhe os objetivos de longo prazo da estatal e demais *stakeholders* ou partes interessadas às ações dos gestores principais dessas organizações.

Dessa forma, os estudos prévios procuram, de maneira geral, explicar, do ponto de vista teórico, a implementação de remunerações variáveis e baseadas em performance como um mecanismo para mitigar possíveis conflitos de agência. Ao atrelar os vencimentos ao atingimento de determinadas metas, os controladores buscam alinhar as decisões dos executivos aos objetivos da companhia. Já sob o prisma empírico, parte substancial da literatura procura explicar os vencimentos dos gestores, principalmente a parte variável, em função de uma série de características relacionadas à empresa e à performance do gestor. Além disso, há estudos que, primeiramente, procuram verificar se há diferenças nas remunerações de executivos de empresas estatais em relação àqueles do setor privado. As evidências empíricas levam a crer que sim, que há heterogeneidades entre esses dois segmentos. Embora menos recorrentes, alguns estudos procuram avançar nessa agenda, buscando os possíveis determinantes para essa discrepância.

É preciso destacar, no entanto, que foram encontrados relativamente poucos estudos que tinham como objetivo principal comparar a remuneração dos executivos das empresas estatais e privadas. De maneira geral, esses trabalhos apontam para diferenças nas remunerações desses dois grupos de gestores, com os do setor privado apresentando rendimentos mais elevados do que os congêneres do setor público. Essa diferença fica clara, por exemplo, em Fontes-Filho (2019), na comparação entre médias, medianas e valores máximos auferidos por diretores e conselheiros de empresas de capital estrangeiro, privado nacional e estatais em 2016. Com respeito a diferenças na composição das remunerações entre estatais e privadas como um todo, alguns trabalhos indicam evidências nesse caminho, com a remuneração variável nas empresas estatais sendo menor do que nas privadas (Leite, 2013) e, proporcionalmente, uma parte maior dos vencimentos sendo atrelada à remuneração variável no setor privado em comparação ao público (Tinoco *et al.*, 2015). Ainda com relação à remuneração variável, os estudos relativos ao Brasil sinalizam que, quando utilizada nas estatais, usualmente é atrelada a medidas de desempenho, como lucro e renda da empresa, sem considerar, na maioria dos casos, indicadores relativos a políticas públicas que eventualmente façam parte do escopo de atuação da instituição. Por fim, cumpre ressaltar o fato de que poucos trabalhos têm como foco específico a remuneração de membros do conselho. Quando esse tópico é discutido, geralmente aparece em contexto mais amplo, como complementar à remuneração dos executivos principais.

BREVE COMPARATIVO ENTRE PAÍSES SELECIONADOS

Esta seção tem por objetivo apresentar um breve comparativo referente às políticas de remuneração de membros do conselho e da diretoria executiva de empresas estatais do Brasil, México, Peru e da Coreia do Sul. Enquanto a análise das três primeiras economias tem por intuito verificar possíveis semelhanças e divergências no contexto latino-americano, a comparação com a última visa observar práticas em um país de maior desenvolvimento e que avançou na gestão das suas estatais. Insta frisar que, nos quatro casos, existem regulamentações específicas relativas à remuneração de membros do conselho e da diretoria executiva de empresas estatais.

Comparativo da remuneração de membros do conselho

De maneira geral, os quatro países analisados impõem algum limite relativo à remuneração máxima passível de ser auferida pelos membros do conselho.

No caso da Coreia do Sul, o conselho das empresas estatais é constituído sem a presença de servidores públicos ou outros membros do governo. No caso mexicano, embora a composição permita servidores públicos e outros representantes do governo, estes não são remunerados pela atividade. Para as estatais brasileiras, a participação é restrita a servidores públicos, que são remunerados pelo trabalho. Por fim, no caso peruano, são permitidos tanto servidores públicos quanto membros do governo com remuneração.

Com relação à remuneração dos conselheiros nas empresas estatais nos quatro casos estudados, são verificados três modelos: somente remuneração fixa, somente subsídios – como, por exemplo, pagamentos de ajuda de custo para gastos de viagens relativos ao trabalho desempenhado – e um modelo híbrido, com remuneração fixa e subsídios. No Brasil, o vencimento dos conselheiros é composto somente por um valor fixo, que não pode exceder 10% da remuneração média dos administradores executivos (Lei 9.292/1996). No caso peruano, os conselheiros recebem apenas na forma de subsídios. Por fim, a Coreia do Sul e o México adotam o sistema híbrido, estabelecido como a soma da remuneração fixa e dos subsídios.

Comparativo da remuneração da diretoria executiva

Também no caso da diretoria executiva, os quatro países analisados impõem, de alguma forma, limites relativos à remuneração. No Brasil, caso a empresa estatal seja dependente do Tesouro Nacional, a remuneração será limitada pelo salário dos Ministros do Supremo Tribunal Federal (artigo 37, XI, da Constituição Federal). No entanto, não há limite de remuneração previsto em lei para as estatais não dependentes do Tesouro Nacional. Para o México, os tetos consideram principalmente as delimitações da Comisión Federal de Electricidad (CFE) e da Petróleos Mexicanos (PEMEX). No caso da PEMEX, a remuneração dos executivos não pode ultrapassar a remuneração de um Secretário de Estado. Para as demais estatais, os vencimentos não podem superar o estabelecido pela CFE. No Peru, país no qual a remuneração é estabelecida pelo Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (FONAFE), os vencimentos variam de acordo com o tipo de empresa. Mais especificamente, se é de propriedade minoritária ou majoritária do Estado. Para as minoritárias, os ordenados estão sujeitos à *Ley General de Sociedades*. Para as majoritárias, o teto é estabelecido pelo próprio FONAFE. Por fim, no caso da Coreia do Sul, a remuneração dos executivos das

estatais é determinada em linha com o salário anual dos vice-ministros. Outro ponto de convergência entre as quatro nações refere-se ao fato de que, em todos os casos, os membros do conselho participam, em alguma medida, do processo de definição da remuneração dos diretores.

No Brasil, os gerentes executivos são nomeados por meio de contratos periódicos, em conformidade com o estabelecido na Lei das Estatais (Lei 13.303/2016), e sua remuneração é definida na assembleia geral anual da empresa. Para o México, a remuneração dos gerentes executivos precisa estar em conformidade com a sua lei estatutária (Lei da CFE) e dentro dos limites orçamentários aprovados. No caso peruano, o *Libro blanco: lineamiento para la gestión de directorios y directores de las empresas bajo el ámbito* de FONAFE e o Decreto Supremo nº 072-2000-EF trazem as linhas gerais relativas à remuneração dos executivos das empresas estatais, e as remunerações dos gerentes executivos das propriedades minoritárias precisam estar em conformidade com a *Ley General de Sociedades*.

Já para as empresas estatais coreanas, os vencimentos relativos aos dirigentes das empresas estatais serão determinados pelo conselho de administração, em conformidade com as regras definidas pelo Ministério de Estratégia e Finanças. Adicionalmente, de acordo com o documento *Guidelines for remuneration for executive officers of public corporations and quasi-governmental institutions*, o salário do chefe da empresa estatal deverá ter como referência o salário do vice-ministro.

ANÁLISE DESCRITIVA E TENDÊNCIAS DE REMUNERAÇÃO NO CASO BRASILEIRO

O desenvolvimento desta seção toma como base as informações fornecidas pelo Departamento de Governança e Avaliação de Estatais, unidade integrante da SEST.

A SEST obtém essas informações apenas para as empresas estatais brasileiras que são de propriedade e controle direto do governo federal ou que são subsidiárias de estatais de propriedade direta deste. Devido a esse fato e à disponibilidade de dados, as análises aqui apresentadas estarão concentradas nas 46 empresas estatais de propriedade direta até 2020. Devido a mudanças no armazenamento das informações na SEST, a partir de 2018, este estudo utilizará dados de pagamentos percebidos até o ano de 2017 e dados de pagamentos aprovados entre 2018 e 2021. Ademais, para efeito de padronização, os elementos que compõem a remuneração foram agregados em cinco macro categorias: remuneração fixa, remuneração variável, contribuição social, benefícios e outros. O Quadro 1 traz um resumo descritivo dessas terminologias.

Quadro 1: Tipos de remuneração.

Tipo de pagamento	Definição
Pagamento fixo	Composto primordialmente pelo salário fixo mensal, décimo-terceiro salário e gratificação de férias.
Pagamento variável	Composto por qualquer tipo de remuneração variável ou bônus baseado no desempenho da empresa estatal contratante (por exemplo, participação nos lucros).
Contribuição social* (excluído das análises)	Composto pelas contribuições legais associadas à pensão/aposentadoria e seguridade social (INSS e FGTS).
Benefícios	Composto por demais benefícios que podem (ou não) ser regidos por lei, mas cuja origem é associada ao uso específico (por exemplo, seguro saúde, auxílio alimentação/moradia/deslocamento, seguro de vida).
Outros** (excluídos de análises selecionadas)	Outros tipos de pagamentos que não estão incorporados nas categorias acima. O principal tipo de pagamento nesta categoria é o da “quarentena”, introduzido pela Lei 12.813/2013.

*Todas as análises desconsideram pagamentos relativos a contribuições sociais, que não estavam disponíveis em todos os anos considerados.

**A Lei 12.813/2013 determina que ex-executivos têm direito a receber até seis meses de indenização, após deixarem as empresas estatais, em decorrência do período em que ficam impedidos de trabalhar em determinadas empresas em virtude de possíveis conflitos de interesses.

SALÁRIOS DE CEO

Salário total e seus componentes (excluindo valores de contribuições sociais)

Com base nos valores percebidos entre os anos de 2013 e 2017 e aprovados para os anos de 2018 a 2021, a remuneração fixa média mensal de um CEO de empresa estatal no Brasil era de aproximadamente R\$ 45.500 em termos reais. Somam-se a esse valor, em média, R\$ 5.600 em remuneração variável, R\$ 4.700 em benefícios e R\$ 11.100 em outras categorias (todos os valores ajustados para termos reais de 2020). O Quadro 2 apresenta essas informações, bem como o percentual de observações com os dados informados, o desvio padrão, a mediana e os valores máximo e mínimo na amostra.

Quadro 2: Remuneração média mensal equivalente do CEO de empresas estatais entre 2013 e 2021 (valores em R\$ 1.000 atualizados para o ano de 2020).

	% com dados	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Pagamento fixo	100%	45,5	24,3	8,0	38,3	188,8
Pagamento variável	34,8%	5,6	14,4	0	0	137,1
Benefícios	95,1%	4,7	6,8	0	2,8	72,4
Outros (excluídos de análises selecionadas)	55,4%	11,1	13,0	0	9,9	69,1
Observações	388	-	-	-	-	-

*Observação: a remuneração média mensal equivalente do CEO representa a remuneração média mensal de cada respectiva categoria de pagamento dividida pelo número de cargos existentes no ano. Por exemplo, se as informações fornecidas pela SEST/ME apontam que o CEO da estatal recebeu, no ano, R\$ 24.000 acumulados de pagamento variável, o valor informado será de $(R\$ 24.000/12 \text{ meses})/(1 \text{ CEO}) = R\$ 2.000$. A amostra até 2017 considera empresas com informações sobre pagamentos percebidos, enquanto a amostra entre 2018 e 2021 considera empresas com informações sobre valores aprovados para pagamento.

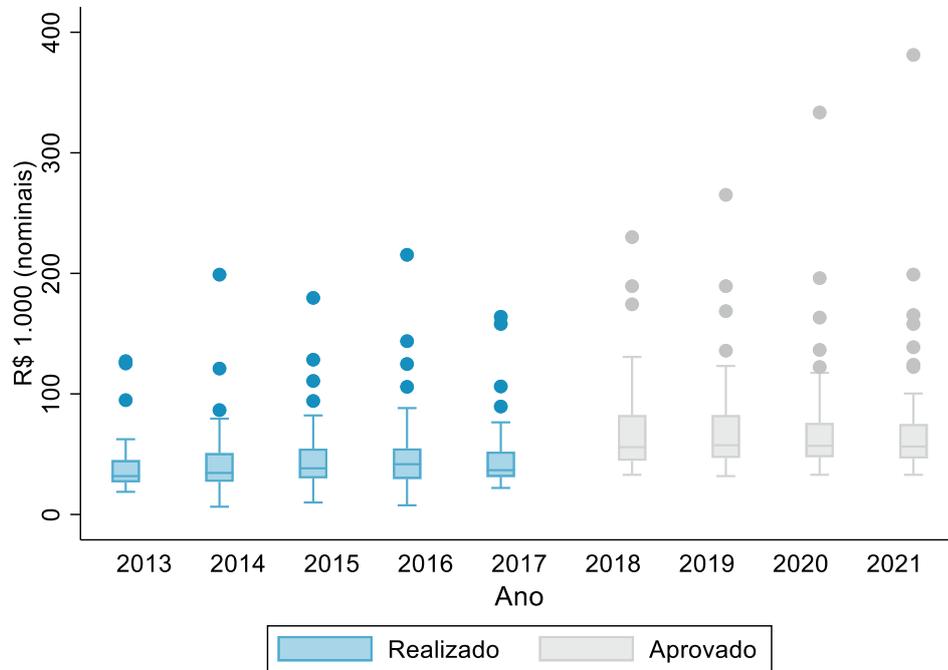
Os painéis A e B da Figura 1 demonstram a evolução na remuneração total de CEOs nas empresas estatais brasileiras de 2013 a 2021, em valores nominais e com a série deflacionada² para valores de 2020, respectivamente, sem considerar os valores relativos às contribuições sociais. De maneira geral, o painel A apresenta a tendência de crescimento de remuneração total nominal ao longo do período. No entanto, o painel B mostra que os valores deflacionados percebidos entre 2013 e 2017 apresentavam poucas mudanças ao longo do tempo, potencialmente sinalizando leve decréscimo. Ao incorporar considerações sobre os valores aprovados, no

² Como deflator para este e demais casos mencionados neste estudo, foi utilizado o IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo), divulgado mensalmente pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). Os dados foram atualizados para valores de 2020.

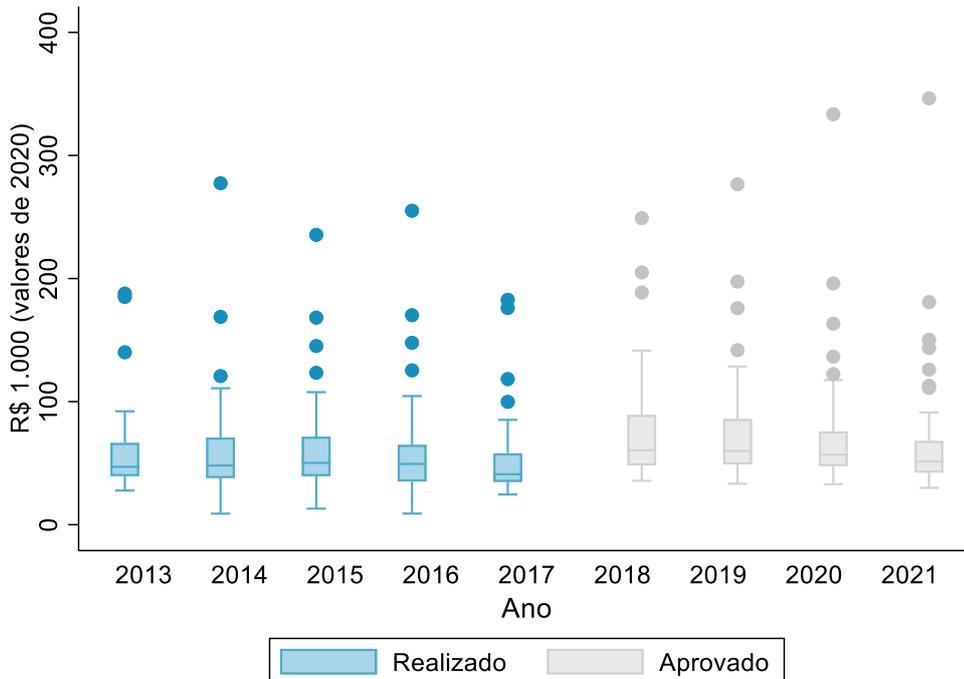
entanto, encontra-se potencial aumento do valor total pago para os anos entre 2018 e 2021 quando comparados aos valores de 2013 e 2021.

Figura 1: Evolução da remuneração total entre 2013 e 2021.

Painel A: Média mensal em valores nominais em R\$ 1.000.



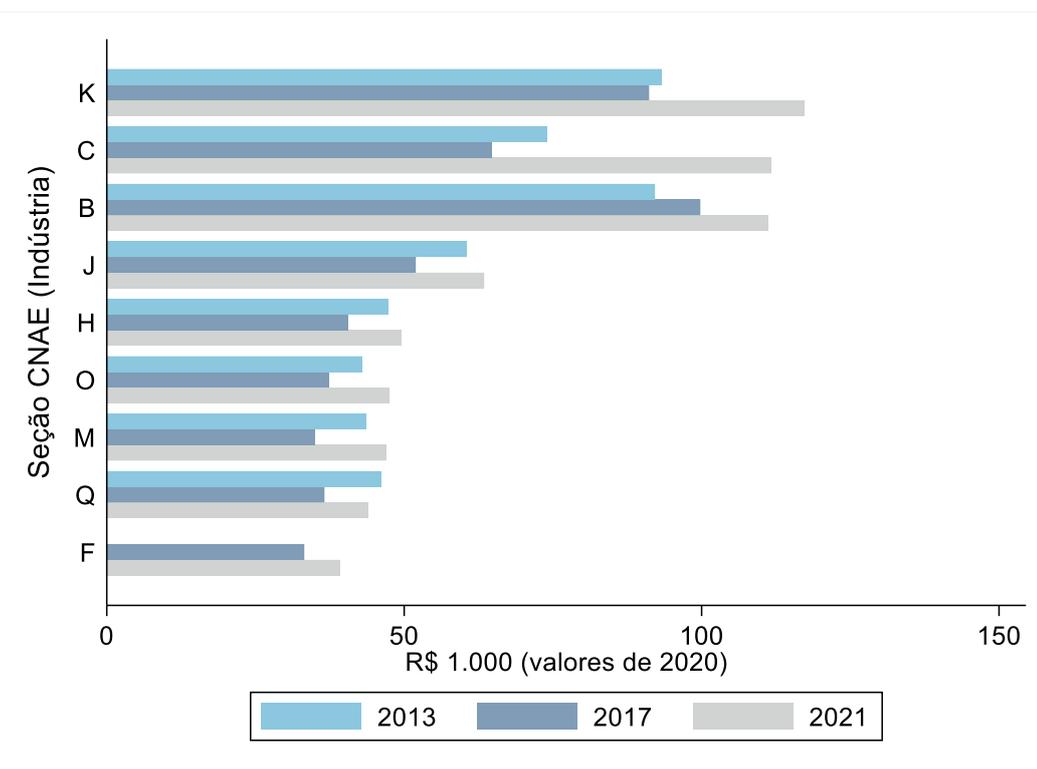
Painel B: Média mensal em valores reais em R\$ 1.000, deflacionados para valores de 2020.



Quando a remuneração dos CEOs das empresas estatais brasileiras é desagregada por setor econômico, é possível constatar diferenças entre os setores. A Figura 2 apresenta a remuneração média mensal equivalente em valores reais de 2020 dos CEOs das estatais em três períodos do tempo, nos anos de 2013, 2017 e 2021, desagregada por setor. Os resultados demonstram que os CEOs das empresas estatais de atividades financeiras (seção CNAE K, com oito empresas), da indústria de transformação (seção CNAE C, com seis empresas) e da indústria extrativa (seção CNAE B, que inclui somente a PPSA – Pré-Sal Petróleo) foram, em média, os mais bem remunerados no período.

A maior remuneração de executivos nesses segmentos reflete a maior produtividade do trabalho nesses setores, conforme destacado por pesquisas (Silva *et al.*, 2016). Esses setores também concorrem mais com o mercado privado, o que faz com que as próprias estatais tenham de pagar salários mais altos para atrair executivos mais qualificados. Por outro lado, as remunerações médias dos CEOs das empresas estatais dos demais seis setores são bastante similares.

Figura 2: Remuneração média mensal equivalente por setor (em R\$ 1.000 – valores reais de 2020).



*Observação: os códigos CNAE utilizados na figura, de acordo com cada CNPJ informado pelas empresas estatais, são os seguintes: B (indústria extrativa, somente uma empresa, a PPSA); C (indústria de transformação, seis empresas); F (construção, somente uma empresa, a VALEC); H (transporte, armazenagem e correio, 11 empresas); J (informação e comunicação, quatro empresas); K (atividades financeiras, oito empresas); M (atividades profissionais, científicas e técnicas, três empresas); O (administração pública, oito empresas) e Q (saúde humana e serviços sociais, três empresas).

Análises adicionais – não detalhadas devido ao limite de espaço – mostram que a remuneração média mensal equivalente dos CEOs das empresas estatais listadas também difere da remuneração dos CEOs das empresas não listadas, com os primeiros recebendo substancialmente mais que os segundos. Isso é esperado, uma

vez que as empresas listadas usualmente operam com atividades comerciais e têm investidores externos, o que aumenta a necessidade de atrair gestores qualificados, concorrendo no mercado de trabalho para executivos. Ademais, ao se considerar as remunerações dos CEOs desagregadas por empresas estatais dependentes e não dependentes do Tesouro Nacional, verifica-se também diferenças substanciais, pois os gestores de empresas não dependentes do Tesouro Nacional recebem, em média, significativamente mais do que os representantes de estatais dependentes.

As Figuras 3 e 4 mostram a evolução da composição do valor total realizado (2013-2017) ou aprovado (2018-2021) para a remuneração e a composição da remuneração mensal média no período entre 2013 e 2021 para os CEOs de empresas estatais brasileiras (valores reais de 2020) respectivamente. De maneira geral, as duas figuras apontam para o aumento da relevância dos valores relativos à rubrica de “pagamento variável”, nos valores aprovados para o período 2018-2021, em relação aos valores percebidos entre 2013 e 2017. Além disso, um componente importante que diferencia os valores percebidos dos valores aprovados é o peso da rubrica “outros tipos de pagamentos”. Conforme apontado no Quadro 1, parte significativa dos valores incluídos nesse item diz respeito ao pagamento de contingência de seis meses para executivos que deixam as estatais e são legalmente impedidos de assumir um cargo em outra empresa imediatamente, conforme a Lei 12.813/2013, para evitar possíveis conflitos de interesse. Concomitantemente a esse movimento, há uma diminuição tanto do valor real quanto do percentual relativo à remuneração fixa no período.

Figura 3: Composição do valor total aprovado para a remuneração (anos de 2013 a 2021, em R\$ 1.000 - valores reais de 2020) e % do valor total.

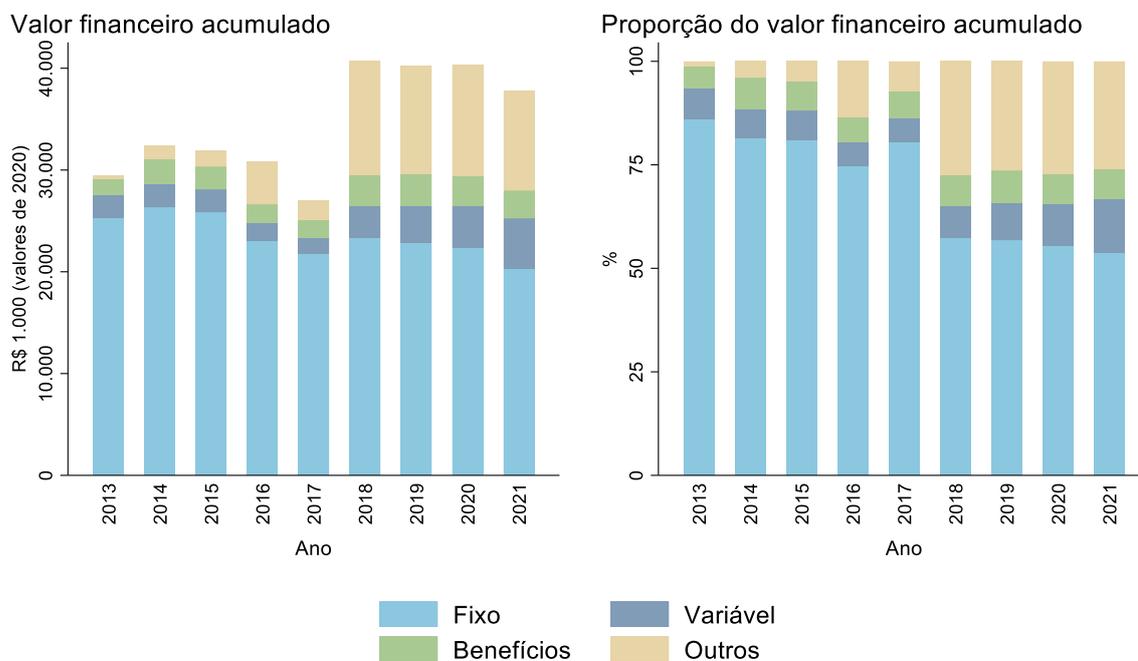
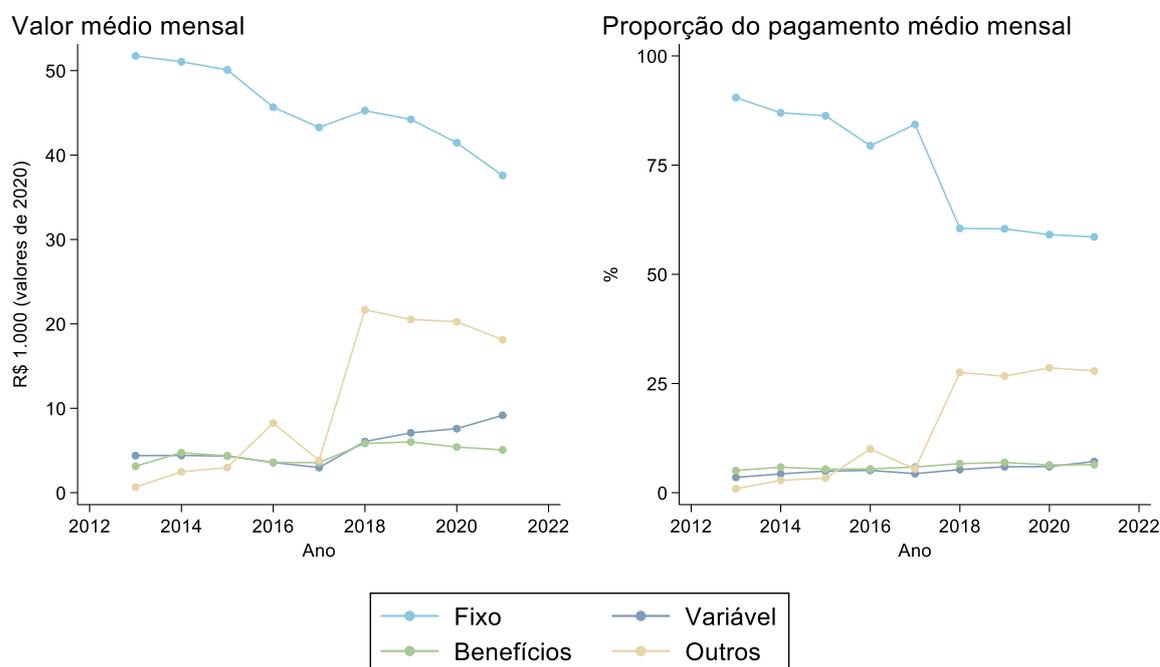


Figura 4: Composição da remuneração média equivalente ao mês (anos de 2013 a 2021, em R\$ 1.000 - valores reais de 2020) e % do valor total.



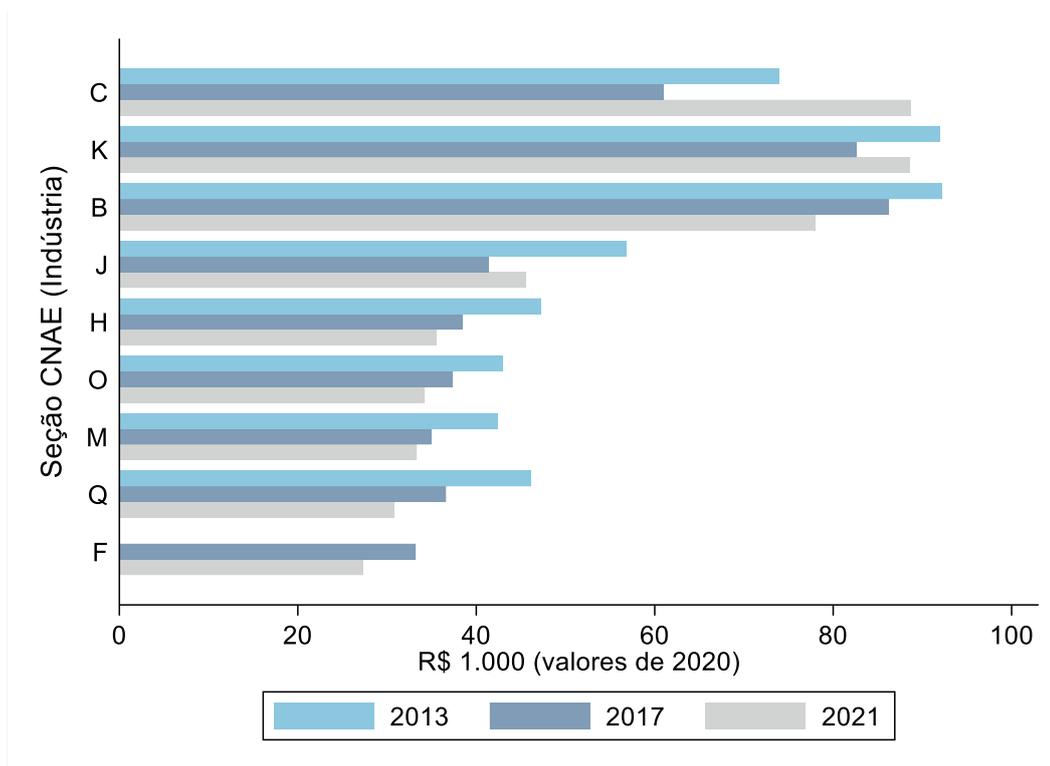
Análises com foco apenas em salário fixo, variável e outros benefícios

Em virtude do efeito da Lei 12.813/2013 sobre a remuneração dos CEOs, esta seção retrata a evolução das remunerações desse grupo de executivos com a exclusão, além dos custos associados à contribuição social, daqueles relativos à rubrica “outros tipos de pagamentos”. Essa rubrica envolve principalmente os valores relativos à remuneração de contingência de seis meses para executivos que deixam as estatais e, para evitar possíveis conflitos de interesse, são legalmente impedidos de assumir um cargo em outra empresa nesse período.

A remuneração dos CEOs das empresas estatais brasileiras, quando excluídos os custos relativos à contribuição social e os dispêndios referentes a “outros tipos de pagamentos”, permaneceu relativamente estável, tanto de 2013 a 2021, em valores nominais, quanto com a série deflacionada para valores de 2020. O potencial aumento de remuneração total entre 2017 e 2021 é menos frequente, ao desconsiderarmos valores aprovados para o pagamento dessa rubrica, o que contrasta com um cenário de inclusão de “outros tipos de pagamentos”, quando os CEOs das empresas estatais possuem valores aprovados para remuneração de 2021 mais altos que a remuneração efetiva de 2017.

Quando se consideram as remunerações excluindo os “outros tipos de pagamentos” e desagregadas por setor econômico, é possível constatar, assim como na Figura 2, diferenças nas remunerações médias dos CEOs por segmento de atuação da empresa. Chama a atenção, no entanto, na Figura 5, o fato de que esse subconjunto de itens relativos aos pagamentos apresentou recuo, em valores reais, para todos os setores, entre 2013 (primeiro ano da série histórica) e 2021 (último ano analisado), sendo a única exceção associada a empresas na indústria de transformação.

Figura 5: Remuneração média mensal equivalente por setor (em R\$ 1.000 - valores reais de 2020).



*Observação: os códigos CNAE utilizados na figura, de acordo com cada CNPJ informado pelas empresas estatais, são os seguintes: B (indústria extrativa, somente uma empresa, a PPSA); C (indústria de transformação, seis empresas); F (construção, somente uma empresa, a VALEC); H (transporte, armazenagem e correio, onze empresas); J (informação e comunicação, quatro empresas); K (atividades financeiras, oito empresas); M (atividades profissionais, científicas e técnicas, três empresas); O (administração pública, oito empresas) e Q (saúde humana e serviços sociais, três empresas).

De modo análogo aos resultados mencionados textualmente na seção anterior, o foco em salário fixo, variável e outros benefícios ainda apresentou diferença relativa aos CEOs das empresas estatais de capital aberto (ou não dependentes do Tesouro) recebendo significativamente mais que os seus congêneres em empresas não listadas (ou não dependentes do Tesouro).

As Figuras 6 e 7 mostram a evolução da composição, entre 2013 e 2021 (do valor total realizado para 2013-2017 e aprovado para 2018-2021) da remuneração mensal nos itens remuneração fixa, variável e benefícios adicionais e a composição da remuneração média nesses três itens, respectivamente, para os CEOs de empresas estatais brasileiras (valores reais de 2020). Conforme apontado nessas figuras, houve declínio, principalmente a partir de 2016, dos pagamentos relativos à remuneração

fixa em termos reais. Em contrapartida, ao menos em termos de valores aprovados, houve aumento do peso da remuneração variável.

Figura 6: Composição do valor total para a remuneração (anos de 2013 a 2021, em R\$ 1.000 - valores reais de 2020) e % do valor total.

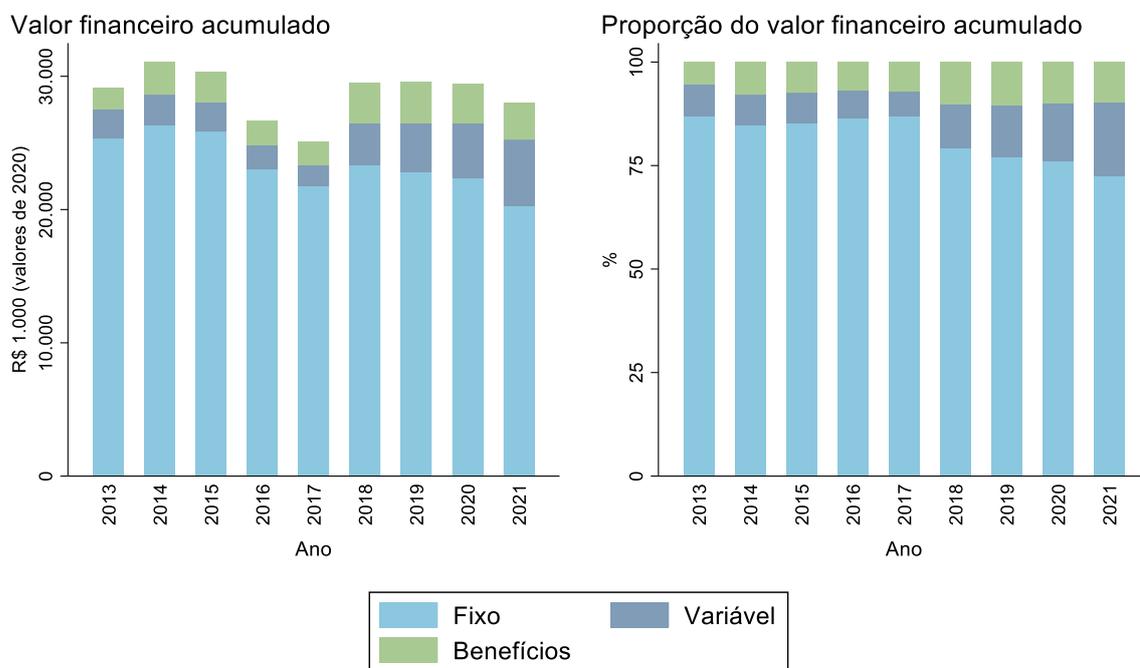
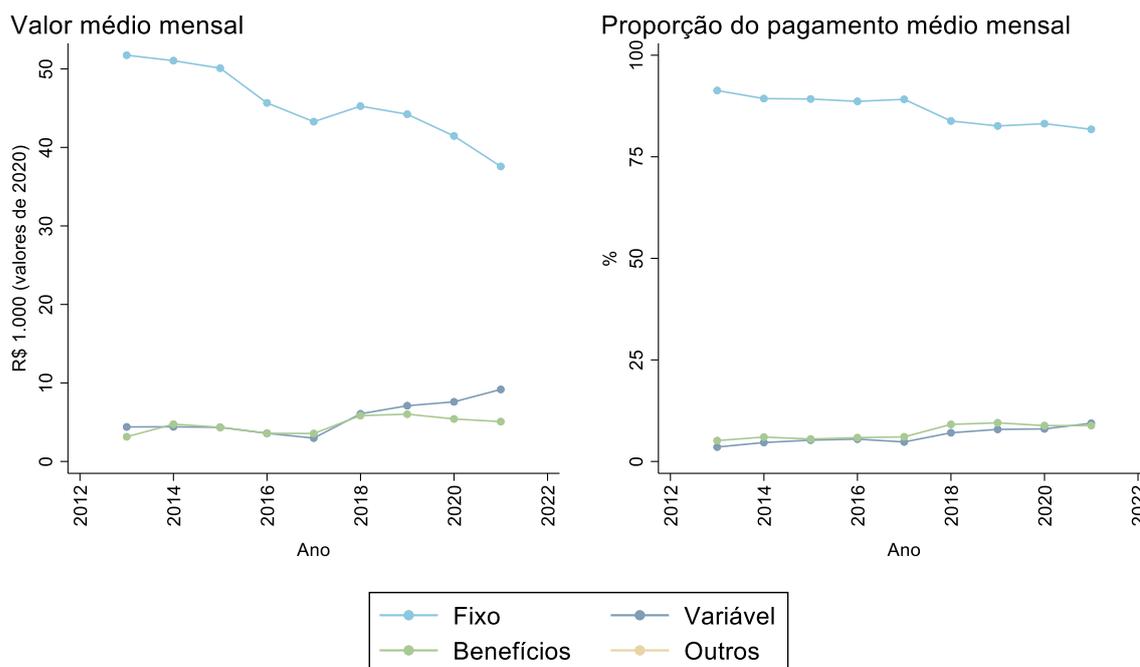


Figura 7: Composição da remuneração média equivalente ao mês (anos de 2013 a 2021, em R\$ 1.000 - valores reais de 2020) e % do valor total.



SALÁRIOS DE EXECUTIVOS C-LEVEL, COM EXCEÇÃO DO CEO

Salário total e seus componentes

Esta seção apresenta a evolução da remuneração de outros executivos *C-level* nas empresas estatais brasileiras, com a exclusão dos custos associados à contribuição social, conforme o Quadro 3.

Quadro 3: Remuneração média mensal equivalente de outros executivos *C-level* de empresas estatais entre 2013 e 2021 (valores em R\$ 1.000 atualizados para o ano de 2020).

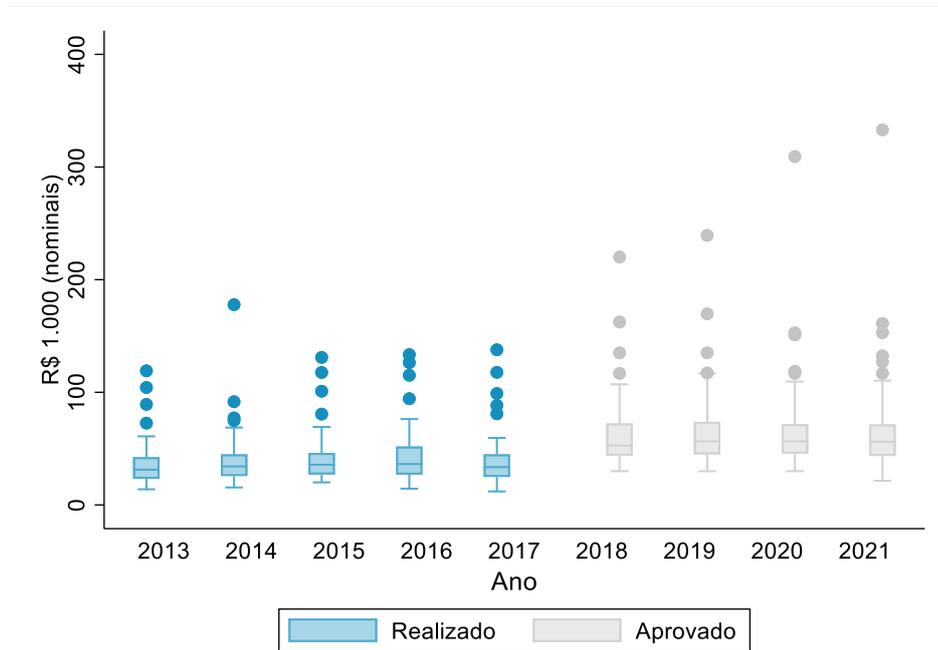
	% com dados	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Pagamento fixo	100%	41,9	22,1	5,4	36,6	170,2
Pagamento variável	34,3%	4,7	11,6	0	0	102,4
Benefícios	94,4%	4,4	5,4	0	2,9	48,2
Outros (excluídos de análises selecionadas)	59,1%	9,1	10,9	0	6,1	60,2
Observações	396	-	-	-	-	-

*Observação: a remuneração média mensal equivalente de outros executivos *C-level* representa a remuneração mensal total de cada respectiva categoria de pagamento dividida pelo número de cargos de executivos *C-level* com salário fixo de nível básico no ano. Por exemplo, se as informações fornecidas pela SEST apontam o pagamento total de R\$ 180.000 em remuneração variável para todos os outros executivos *C-level* em um ano, numa empresa com três outros executivos *C-level*, a remuneração variável média mensal equivalente dos demais executivos *C-level* da empresa estatal será de $R\$ 180.000 / (3 \times 12) = R\$ 5.000$. A amostra até 2017 considera empresas com informações sobre pagamentos percebidos, enquanto a amostra entre 2018 e 2021 considera empresas com informações sobre valores aprovados para pagamento.

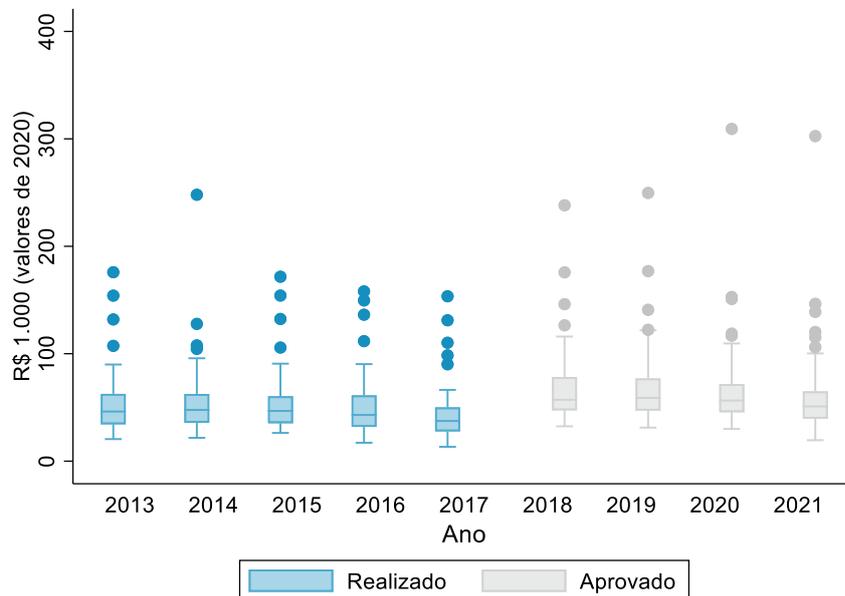
Os painéis A e B da Figura 8 mostram a evolução na remuneração mensal média desse grupo de gestores, entre 2013 e 2021, em valores nominais e com a série deflacionada para valores de 2020 respectivamente. De maneira geral, as figuras apresentam comportamento similar ao constatado para os CEOs na Figura 1. A Figura 17 registra a tendência leve de crescimento nominal de remuneração, entre 2013 e 2017, mas que resulta em decréscimo real no mesmo período. Já os valores aprovados, de 2018 em diante, estão acima dos valores percebidos no período 2013-2017 (tanto em caráter nominal como para os valores ajustados pela inflação).

Figura 8: Evolução da remuneração total entre 2013 e 2021.

Painel A: Média mensal em valores nominais em R\$ 1.000.



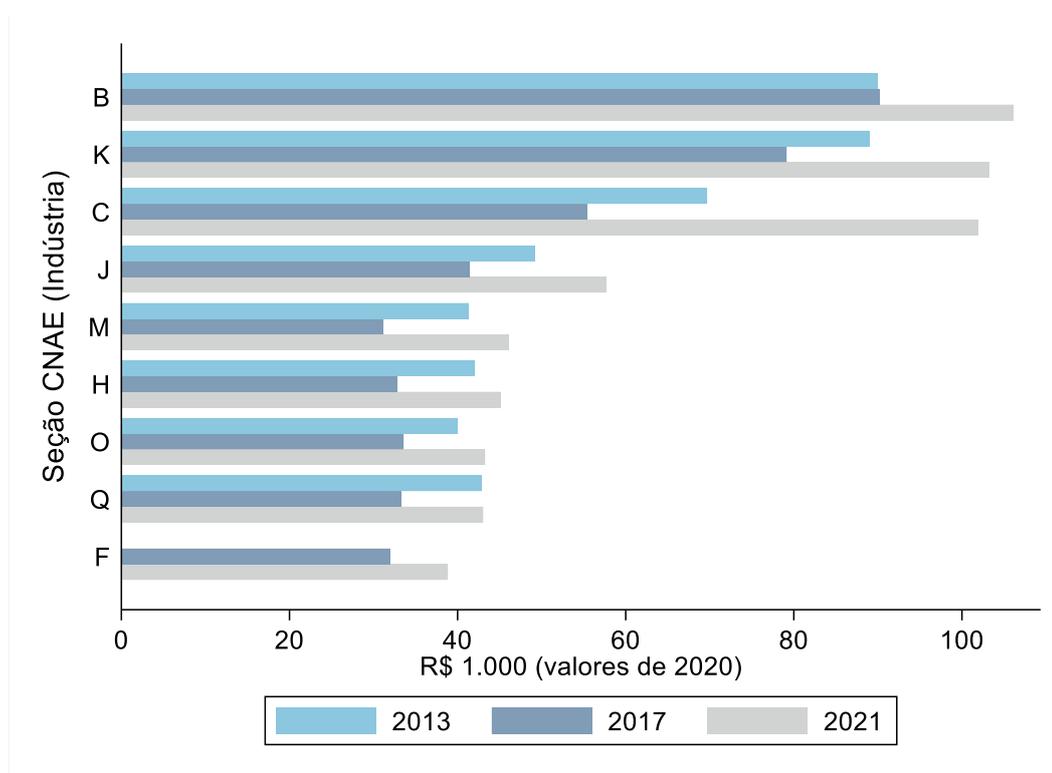
Painel B: Média mensal em valores reais em R\$ 1.000, deflacionados para valores de 2020.



A grande maioria dos executivos *C-level* das empresas estatais brasileiras teve taxa de crescimento negativa na remuneração total entre 2013 e 2017, mas expectativa positiva, entre 2017 e 2021, independentemente de a estatal ser dependente ou não do Tesouro Nacional.

A Figura 9 apresenta a remuneração dos executivos *C-level* das empresas estatais brasileiras desagregada por setor econômico. Destaca-se a heterogeneidade por segmento na remuneração média mensal (valores reais de 2020), nos três períodos analisados, 2013, 2017 e 2020. Em linha com as análises anteriores, os dados apontam que os executivos *C-level* de empresas estatais da indústria extrativa (uma empresa), de atividades financeiras (oito empresas) e da indústria da transformação (seis empresas) foram, em média, os mais bem remunerados no período. Já as empresas dos demais setores apresentaram remuneração média dos outros executivos em patamares inferiores.

Figura 1: Remuneração média mensal equivalente por setor (em R\$ 1.000 - valores reais de 2020).



*Observação: os códigos CNAE utilizados na figura, de acordo com cada CNPJ informado pelas empresas estatais, são os seguintes: B (indústria extrativa, somente uma empresa, a PPSA); C (indústria de transformação, seis empresas); F (construção, somente uma empresa, a VALEC); H (transporte, armazenagem e correio, 12 empresas); J (informação e comunicação, quatro empresas); K (atividades financeiras, oito empresas); M (atividades profissionais, científicas e técnicas, três empresas); O (administração pública, oito empresas) e Q (saúde humana e serviços sociais, três empresas).

Os dados desagregados - não descritos neste relatório por restrições de espaço - mostram as empresas estatais listadas no mercado de ações e aquelas que não são apontam para diferenças na remuneração média mensal equivalente dos executivos *C-level*. Com base nos valores reais de 2020, percebe-se que os gestores das estatais listadas receberam substancialmente mais que os congêneres de empresas não listadas. Também é possível constatar padrão semelhante caso a desagregação seja feita por empresas estatais federais dependentes ou não do Tesouro Nacional.

Com base no período de 2013 a 2021, as Figuras 10 e 11 apresentam a evolução da composição do valor total da remuneração e a composição da remuneração média

equivalente ao mês para executivos *C-level* de empresas estatais brasileiras (valores reais de 2020) respectivamente. Enquanto os valores percebidos entre 2013 e 2017 mostram a redução da remuneração variável no total pago aos demais executivos *C-level*, os valores aprovados para pagamento, entre 2018 e 2021, demonstraram o aumento da relevância dessa rubrica, assim como da rubrica “outros tipos de pagamentos” na composição da remuneração. O segundo caso se deve, em grande medida, ao pagamento de contingência de seis meses para executivos, conforme a Lei 12.813/2013.

Figura 10: Composição do valor total para a remuneração (anos de 2013 a 2021, em R\$ 1.000 - valores reais de 2020) e % do valor total.

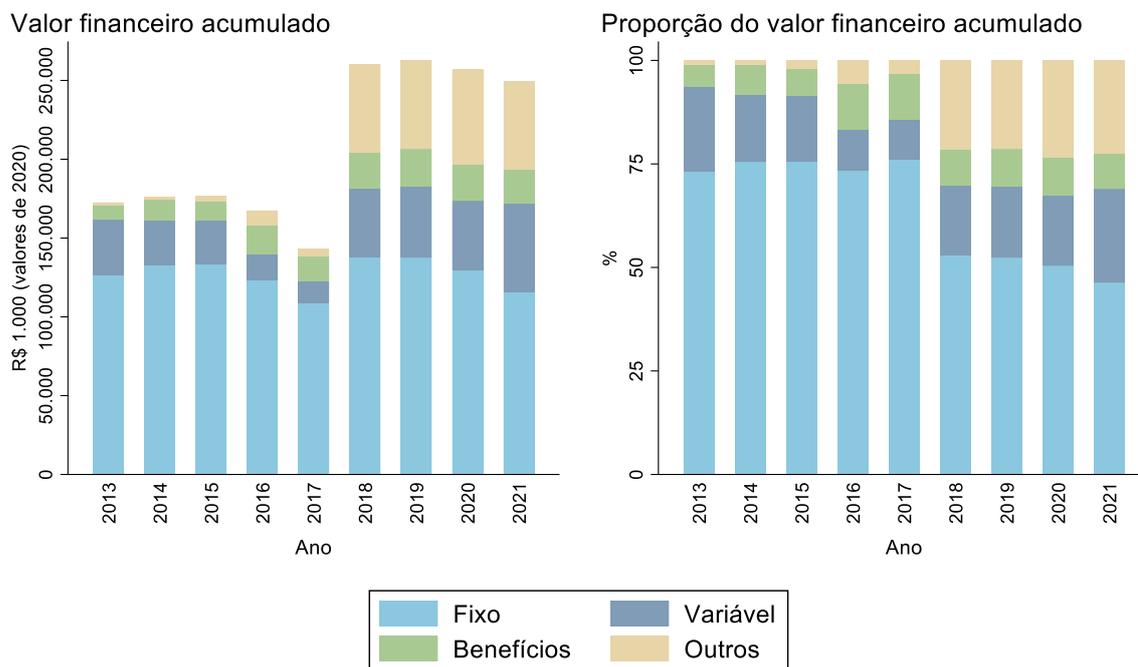
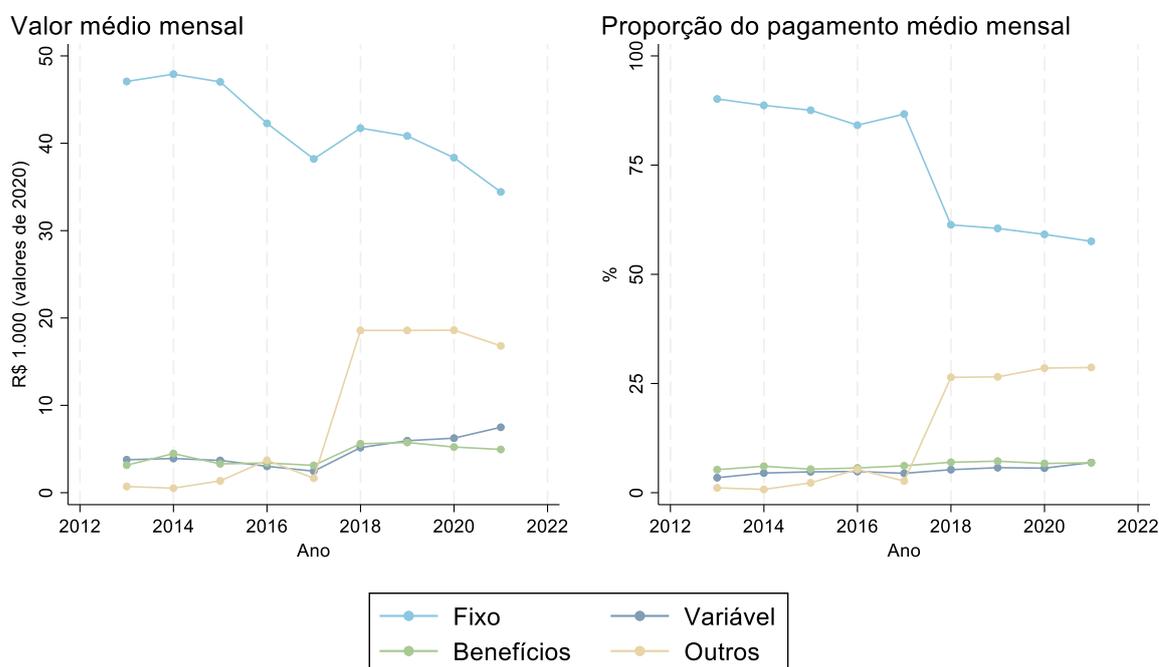


Figura 11: Composição da remuneração média equivalente ao mês (anos de 2013 a 2021, em R\$ 1.000 - valores reais de 2020) e % do valor total.



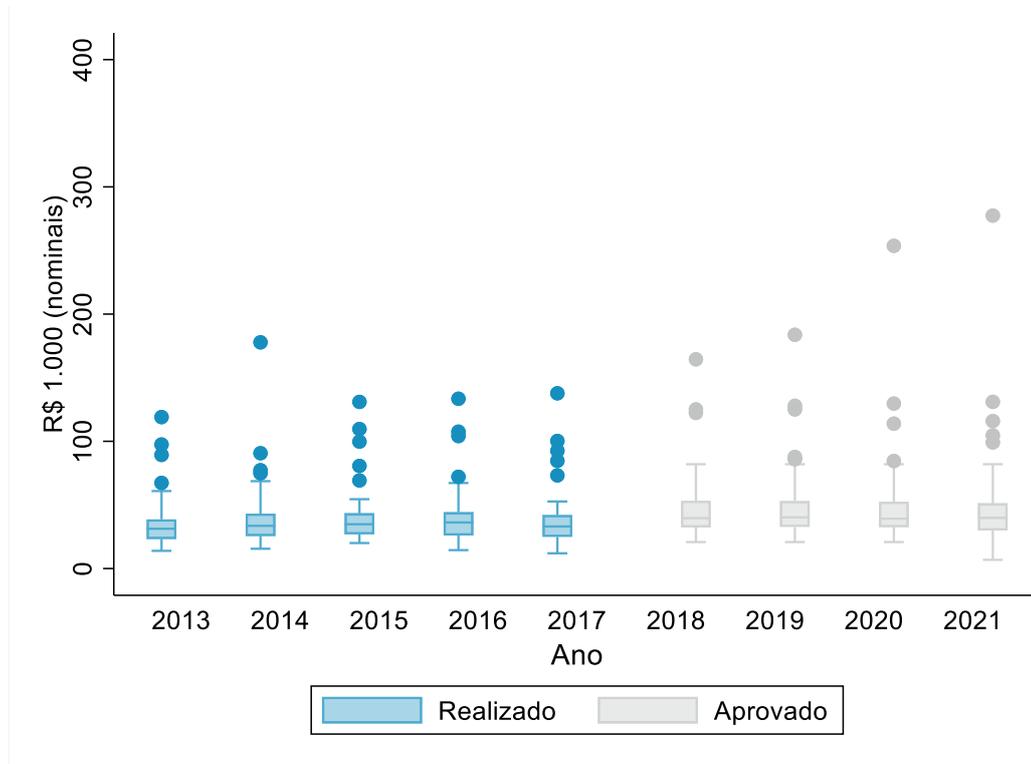
Análises com foco apenas em salário fixo, variável e outros benefícios

Dada a relevância da Lei 12.813/2013 sobre a remuneração dos gestores de empresas estatais, esta seção retrata a evolução da remuneração de executivos *C-level* com a exclusão dos valores associados a “outros tipos de pagamentos”, além dos custos relativos à contribuição social.

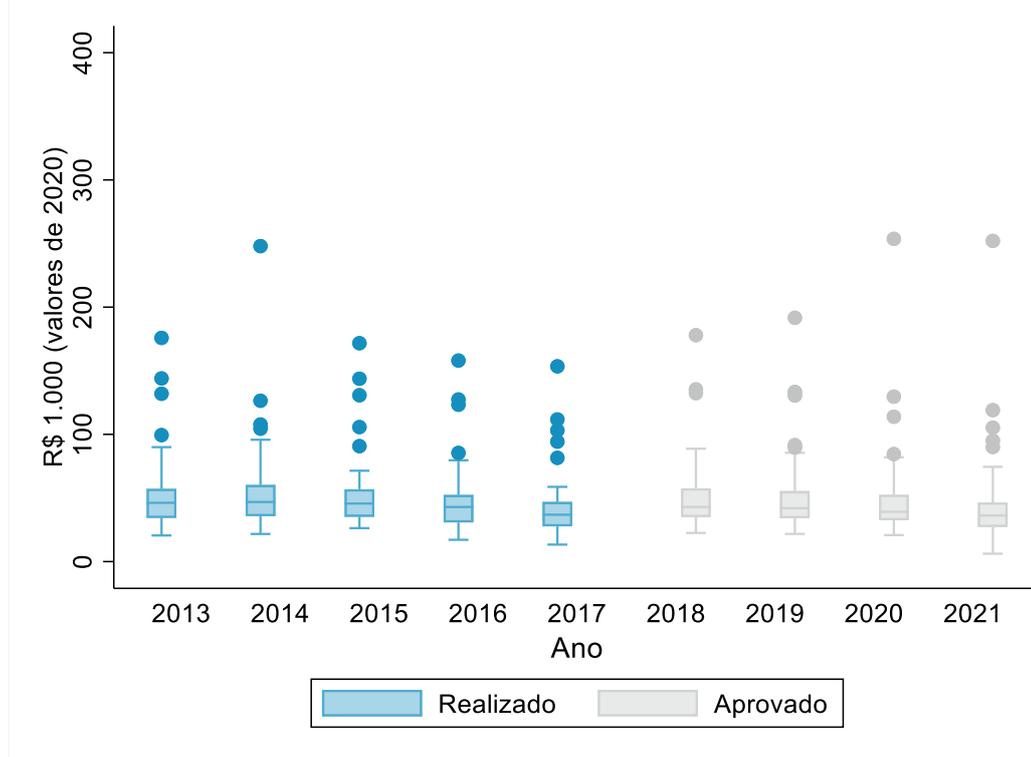
De maneira geral, os painéis A e B da Figura 12 mostram que a remuneração dos executivos *C-level* de empresas estatais brasileiras, quando excluídos os custos relativos à contribuição social e os dispêndios de outros tipos de pagamentos, permaneceu relativamente estável, de 2013 a 2017, em valores nominais, e com a série deflacionada para valores de 2020 respectivamente. Os valores também não apresentaram tendência crescente ao comparar aqueles aprovados para 2018-2021 aos de 2017. Ademais, houve redução da remuneração na maior parte das estatais, entre 2013 e 2017, e os potenciais aumentos entre o período de 2017 e 2021 estavam concentrados nas estatais não dependentes do Tesouro Nacional.

Figura 12: Evolução da remuneração sem custos associados a “outros” tipos de pagamento entre 2013 e 2021.

Painel A: Média mensal em valores nominais em R\$ 1.000.

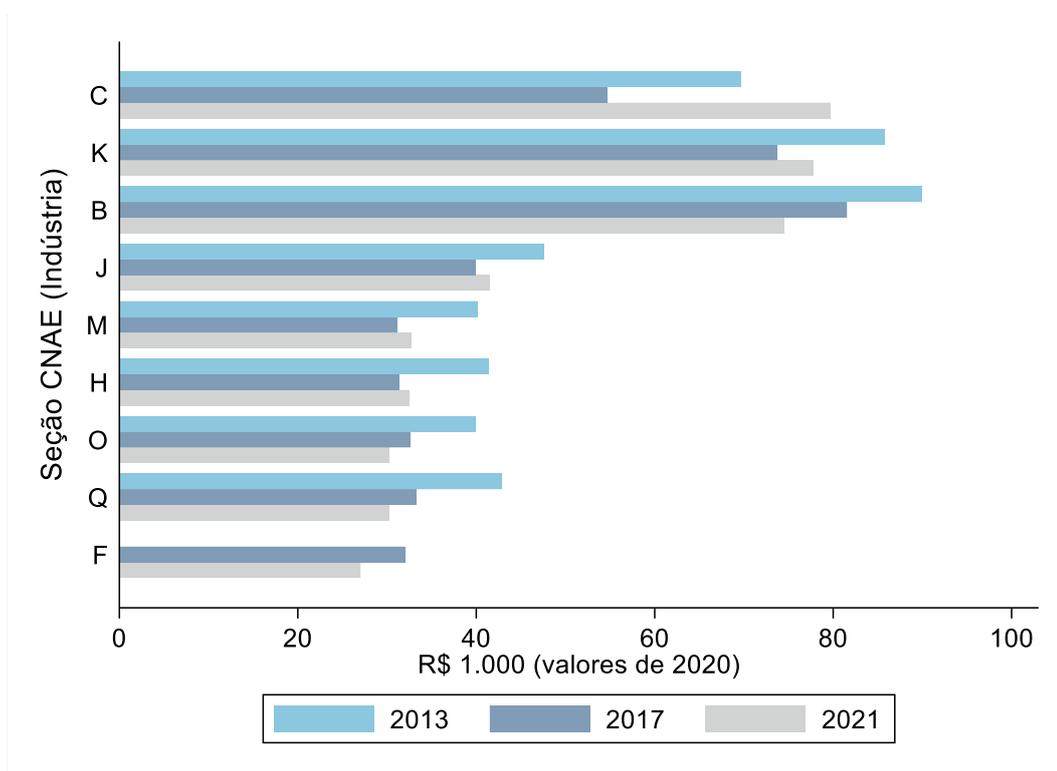


Painel B: Média mensal em valores reais em R\$ 1.000, deflacionados para valores de 2020.



Quando se consideram as remunerações de executivos *C-level* das empresas estatais brasileiras (sem considerar os da rubrica “outros tipos de pagamentos”) desagregadas por setor econômico, é possível constatar que um ordenamento similar ao apresentado na Figura 9 permanece válido. Conforme a Figura 13 demonstra, há diferenças substanciais na remuneração média mensal equivalente (valores reais de 2020), nos anos de 2013, 2017 e 2021, em virtude do segmento de atuação da estatal. As tendências seguem aquelas demonstradas anteriormente na Figura 9.

Figura 13: Remuneração média mensal equivalente por setor (em R\$1.000 – valores reais de 2020).



*Observação: os códigos CNAE utilizados na figura, de acordo com cada CNPJ informado pelas empresas estatais, são os seguintes: B (indústria extrativa, somente uma empresa, a PPSA); C (indústria de transformação, seis empresas); F (construção, somente uma empresa, a VALEC); H (transporte, armazenagem e correio, 12 empresas); J (informação e comunicação, quatro empresas); K (atividades financeiras, oito empresas); M (atividades profissionais, científicas e técnicas, três empresas); O (administração pública, oito empresas) e Q (saúde humana e serviços sociais, três empresas).

As Figuras 14 e 15 mostram a evolução da composição, entre 2013 e 2021, do valor total da remuneração nos itens remuneração fixa, variável e benefícios adicionais e a composição da remuneração média mensal nesses três itens, respectivamente, para os executivos *C-level* de empresas estatais brasileiras (valores reais de 2020). De maneira similar ao registrado para os CEOs anteriormente, houve declínio dos pagamentos relativos à remuneração fixa em termos reais, de modo que, mesmo considerando as outras formas de pagamento, houve recuo na remuneração real dessa categoria para os anos nos quais os valores corresponderam aos valores percebidos. Para os anos com informações aprovadas (2018-2021), os níveis de pagamento foram maiores, mas não houve crescimento nesse período.

Figura 14: Composição do valor total para remuneração (anos de 2013 a 2021, em R\$ 1.000 - valores reais de 2020) e % do valor total.

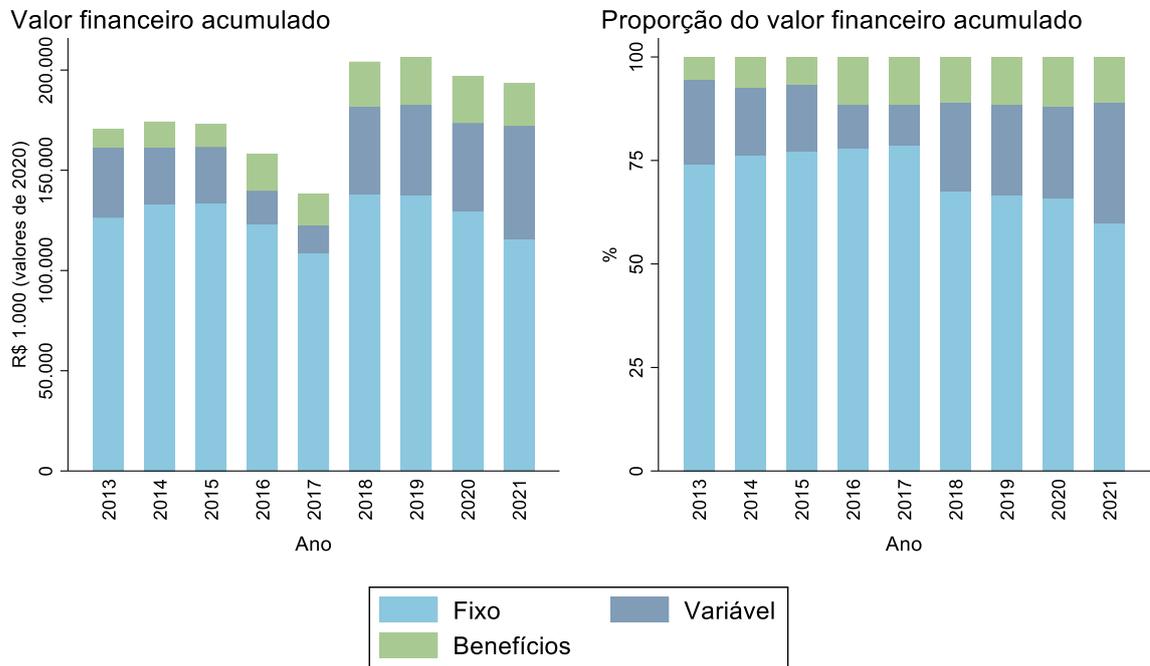
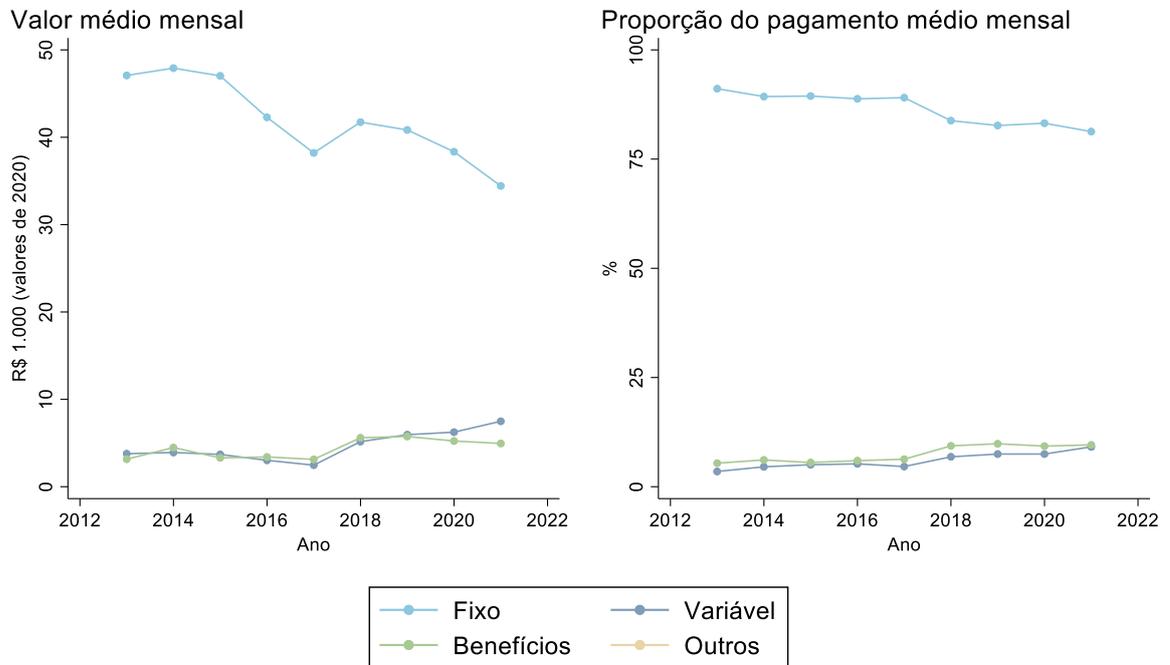


Figura 15: Composição da remuneração média equivalente ao mês (anos de 2013 a 2021, em R\$ 1.000 - valores reais de 2020) e % do valor total.



SALÁRIOS DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Salário total e seus componentes

O Quadro 4 traz os dados relativos às remunerações desagregadas de membros do conselho administrativo, em empresas estatais, entre os anos de 2013 e 2021, em termos reais ajustados para 2020. De acordo com as informações apresentadas, os representantes com esses cargos receberam, em média, R\$ 4.200 em remuneração fixa. Adicionalmente, foram dispendidos, em média, R\$ 60,00 em benefícios e R\$ 60,00 em outras categorias.

Quadro 4: Remuneração média mensal de membros do conselho administrativo de empresas estatais entre 2013 e 2021 (valores em R\$ 1.000 atualizados para o ano de 2020).

	% com dados	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Pagamento fixo	100%	4,2	2,1	1,8	3,7	22,5
Pagamento variável	0%	0	0	0	0	0
Benefícios	9,6%	0,06	0,3	0	2,9	3,1
Outros (excluídos de análises selecionadas)	1,5%	0,06	0,6	0	0	8,8
Observações	396	-	-	-	-	-

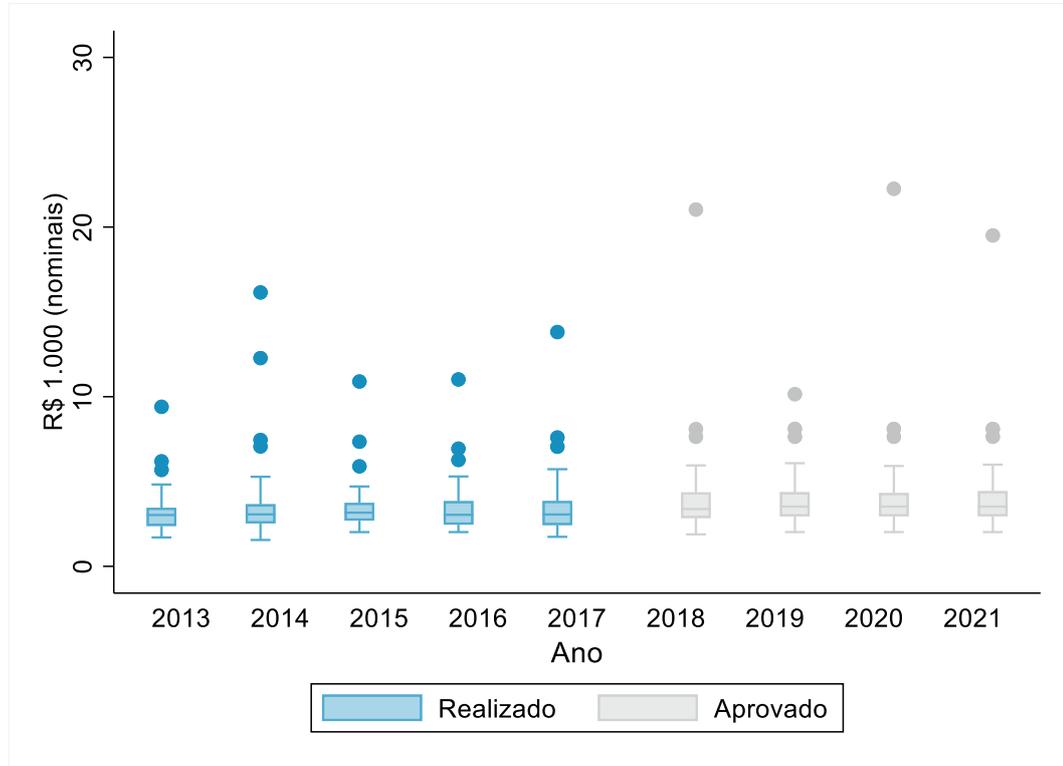
*Observação: a remuneração média mensal de conselheiros representa a remuneração mensal total de cada respectiva categoria de pagamento dividida pelo número de cargos de conselheiros com salário fixo de nível básico no ano. Por exemplo, se as informações fornecidas pela SEST apontam o pagamento total de R\$ 180.000 em remuneração variável para todos os integrantes do Conselho de Administração, em um ano, numa empresa com três outros executivos *C-level*, a remuneração variável média mensal equivalente dos integrantes do Conselho de Administração da estatal será de $R\$ 180.000 / (12 * 3) = R\$ 5.000$. A amostra até 2017 considera empresas com informações sobre pagamentos percebidos, enquanto a amostra entre 2018 e 2021 considera empresas com informações sobre os valores aprovados para pagamento.

Análises sem as contribuições sociais

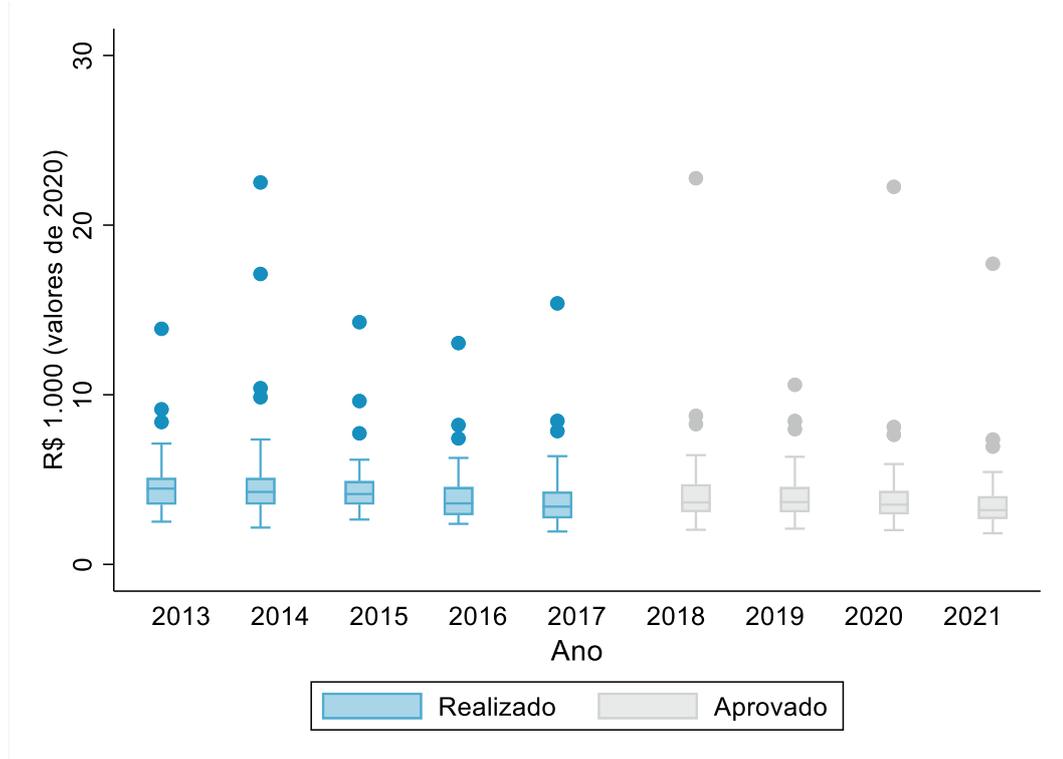
Os painéis A e B da Figura 16 retratam a evolução na remuneração total de membros do conselho administrativo de empresas estatais brasileiras de 2013 a 2021, em valores nominais e com a série deflacionada para valores de 2020 respectivamente. No entanto, os números apresentados não consideram os dispêndios referentes às contribuições sociais. Ambas as figuras mostram relativa estabilidade, com leve decréscimo em termos reais ao longo de todo o período analisado.

Figura 16: Evolução da remuneração total entre 2013 e 2021

Painel A: Média mensal em valores nominais em R\$ 1.000.



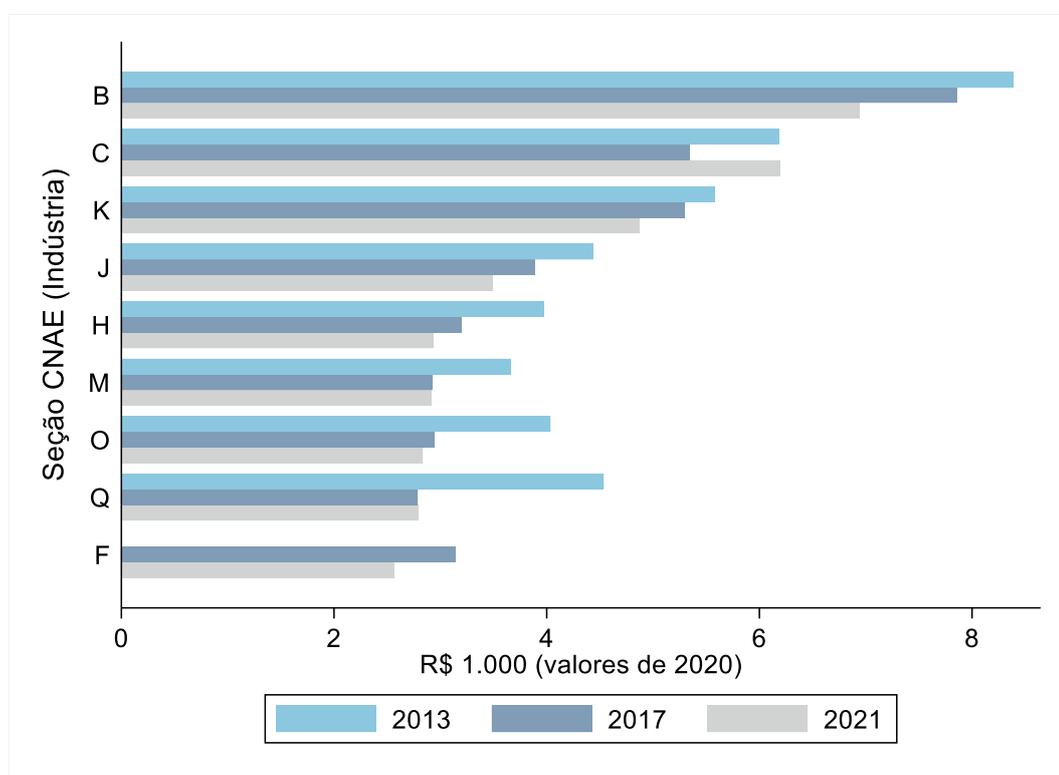
Painel B: Média mensal em valores reais em R\$ 1.000, deflacionados para os valores de 2020.



Quando considerada a distribuição do número de empresas com base nas taxas de crescimento da remuneração total, constata-se que, na maior parte das estatais analisadas, não houve aumento real (e, em muitos casos, ocorreu até mesmo a diminuição) nos vencimentos dos membros do comitê administrativo. Esse cenário se verifica tanto nas empresas dependentes como nas não dependentes do Tesouro Nacional.

Com base na Figura 17, é possível notar que, com exceção de um segmento (empresas da indústria de transformação, seção CNAE C), a remuneração média mensal, em termos reais de 2020, dos membros do conselho administrativo das estatais brasileiras sofreu reduções em termos reais, entre 2013 e 2017, e potenciais reduções entre 2017 e 2021.

Figura 17: Remuneração média mensal equivalente por setor (em R\$ 1.000 - valores reais de 2020).

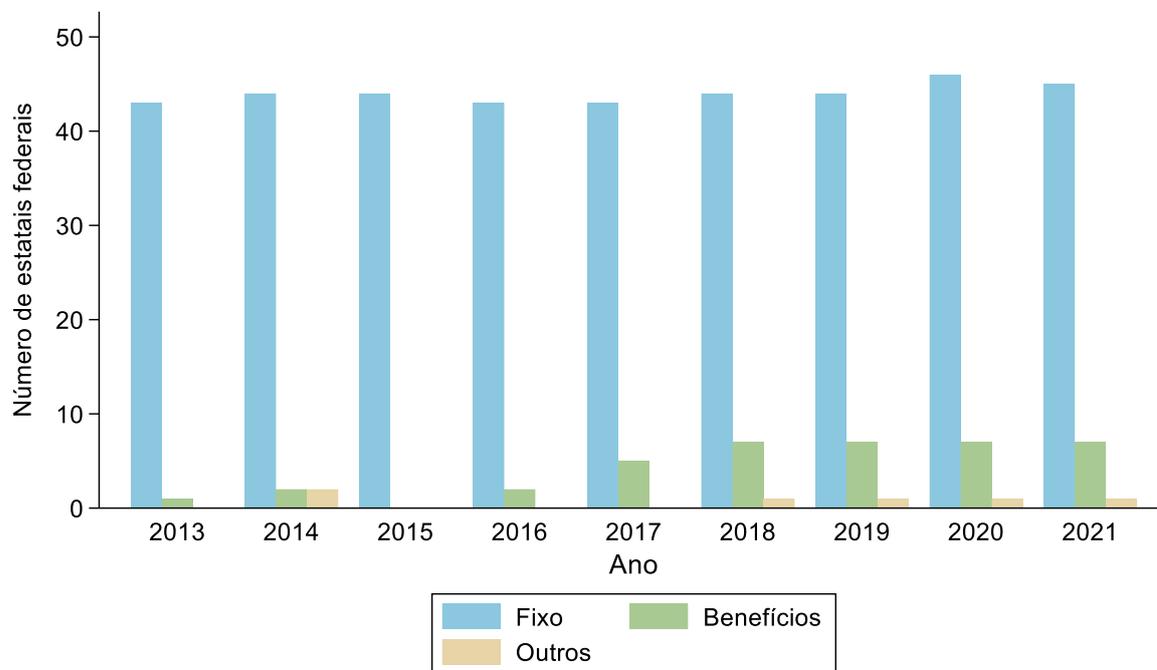


*Observação: os códigos CNAE utilizados na figura, de acordo com cada CNPJ informado pelas empresas estatais, são os seguintes: B (indústria extrativa, somente uma empresa, a PPSA); C (indústria de transformação, seis empresas); F (construção, somente uma empresa, a VALEC); H (transporte, armazenagem e correio, 12 empresas); J (informação e comunicação, quatro empresas); K (atividades financeiras, oito empresas); M (atividades profissionais, científicas e técnicas, três empresas); O (administração pública, oito empresas) e Q (saúde humana e serviços sociais, três empresas).

Conforme mostrado na Figura 18, a principal adição à remuneração dos representantes do conselho administrativo foi por intermédio da rubrica “benefícios adicionais”, de acordo com definição apresentada no Quadro 1. Com base nos dados fornecidos, entre 2013 e 2021, o número de empresas estatais que incluíram, entre as remunerações desses membros, pagamentos relativos à remuneração fixa manteve-se relativamente estável em todo o período. No entanto, a partir de 2017,

passou a ganhar relevância o número de empresas que adotaram o item “benefícios adicionais” na remuneração.

Figura 18: Evolução do número de empresas que informaram cada tipo de pagamento como parte do pacote de remuneração (2013-2021).



Por fim, as Figuras 19 e 20 retratam, respectivamente, a evolução da composição do valor total da remuneração e a composição da remuneração média equivalente ao mês, no período de 2013 a 2021, para os membros do conselho administrativo de empresas estatais brasileiras em valores reais de 2020. Ao contrário do que ocorreu com os executivos, não se verifica o aumento dos “outros tipos de pagamentos”, conforme a definição do Quadro 1. Também não se nota a diminuição da relevância nos pagamentos fixos nos últimos anos para esse grupo, como aconteceu para os principais gestores dessas empresas.

Figura 19: Composição do valor total aprovado para a remuneração (anos de 2013 a 2021, em R\$ 1.000 - valores reais de 2020) e % do valor total.

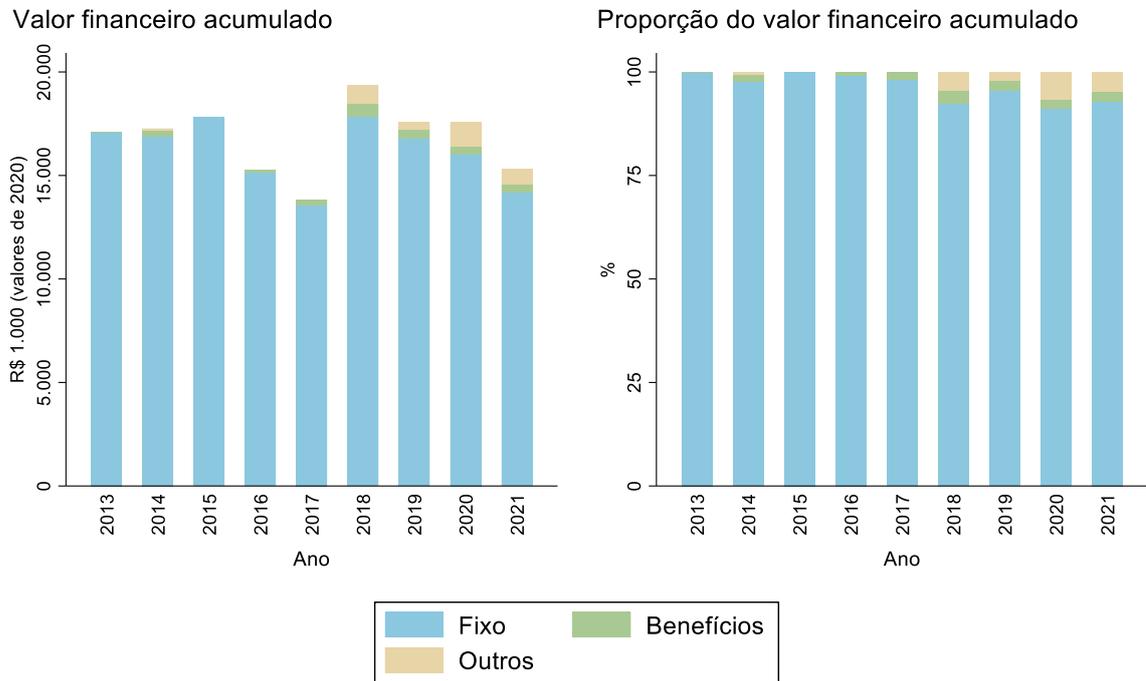
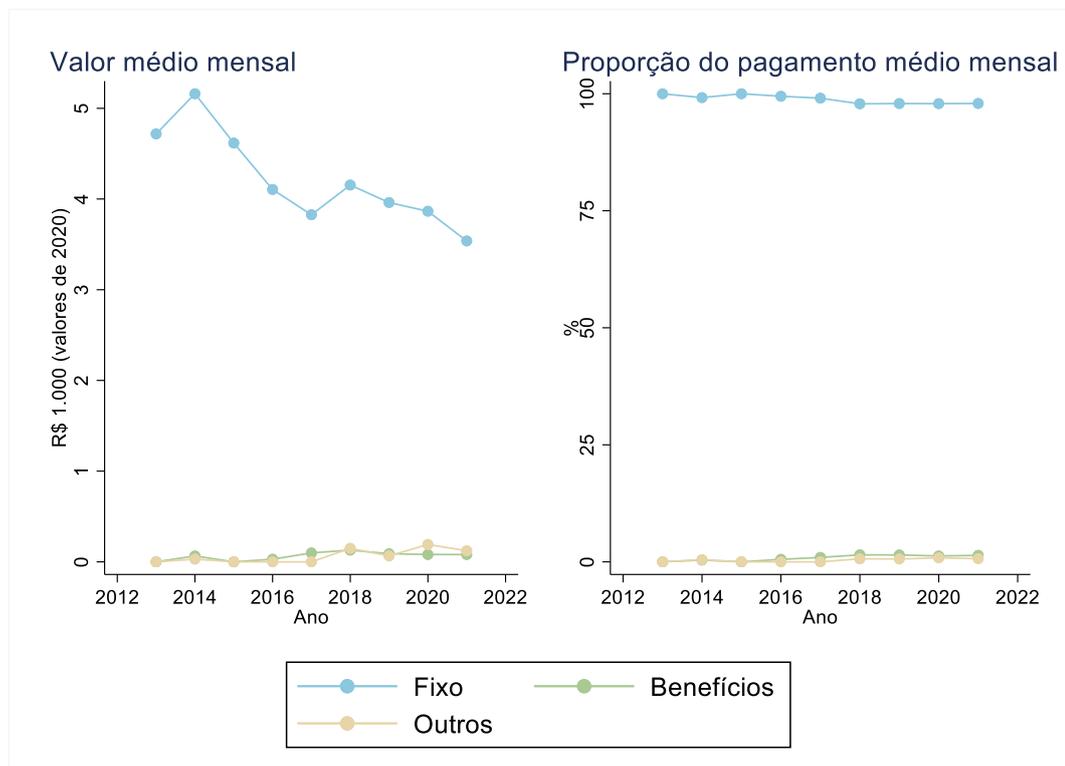


Figura 20: Composição da remuneração média equivalente ao mês (anos de 2013 a 2021, em R\$ 1.000 - valores reais de 2020) e % do valor total.



SALÁRIOS DE MEMBROS DO CONSELHO FISCAL

Salário total e seus componentes

O Quadro 5 apresenta os dados referentes à remuneração desagregada dos membros do conselho fiscal, em empresas estatais, entre os anos de 2013 e 2021, em termos reais ajustados para 2020. De acordo com as informações obtidas, esse grupo recebeu, em média, R\$ 4.300 em remuneração fixa ao mês. Também foram auferidos, em média, R\$ 40,00 em benefícios e R\$ 50,00 em outras categorias.

Quadro 5: Remuneração média mensal equivalente de membros do conselho fiscal de empresas estatais entre 2013 e 2021 (valores em R\$ 1.000 atualizados para o ano de 2020).

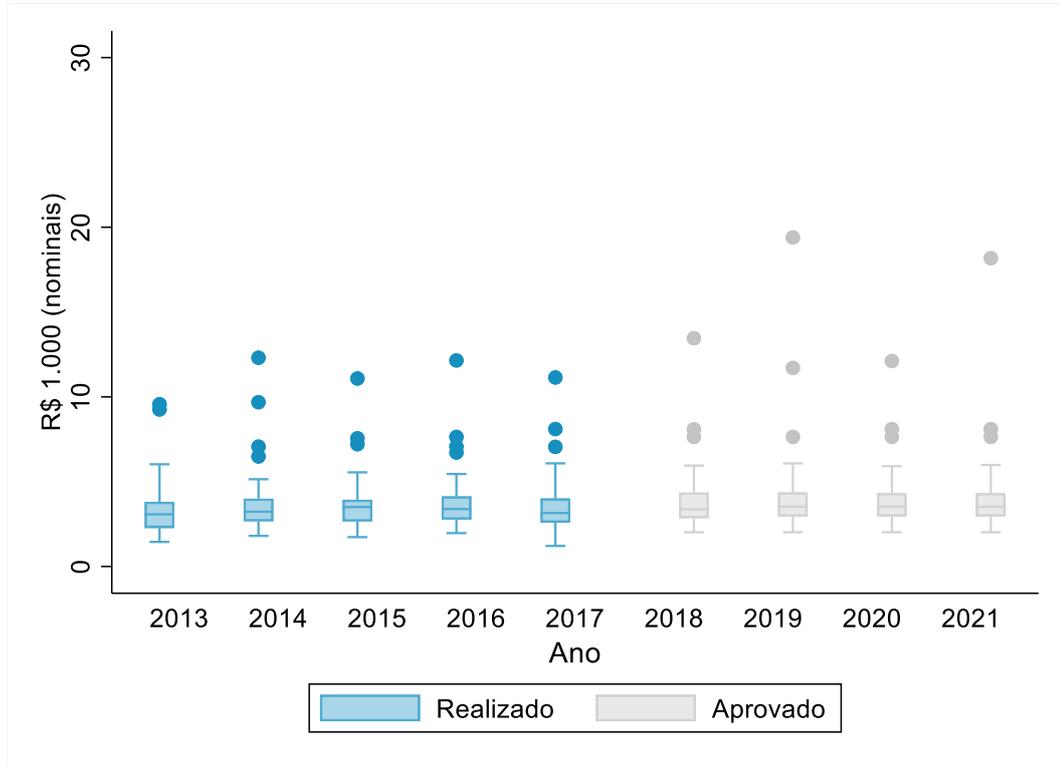
	% com dados	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Pagamento fixo	100%	4,3	2,1	1,4	3,8	14,5
Pagamento variável	0%	0	0	0	0	0
Benefícios	7,7%	0,04	0,2	0	0	2,9
Outros (excluídos de análises selecionadas)	0,1%	0,05	0,8	0	0	13,9
Observações	389	-	-	-	-	-

*Observação: a remuneração média mensal de conselheiros representa a remuneração mensal total de cada respectiva categoria de pagamento, dividida pelo número de cargos de conselheiros com salário fixo de nível básico no ano. Por exemplo, se as informações fornecidas pela SEST apontam o pagamento total de R\$ 180.000 em remuneração variável para todos os integrantes do Conselho de Administração, em um ano, numa empresa com três outros executivos *C-level*, a remuneração variável média mensal equivalente dos integrantes do Conselho de Administração da empresa estatal será de $R\$ 180.000 / (12 \times 3) = R\$ 5.000$. A amostra até 2017 considera empresas com informações sobre pagamentos percebidos, enquanto a amostra entre 2018 e 2021 considera empresas com informações sobre os valores aprovados para pagamento.

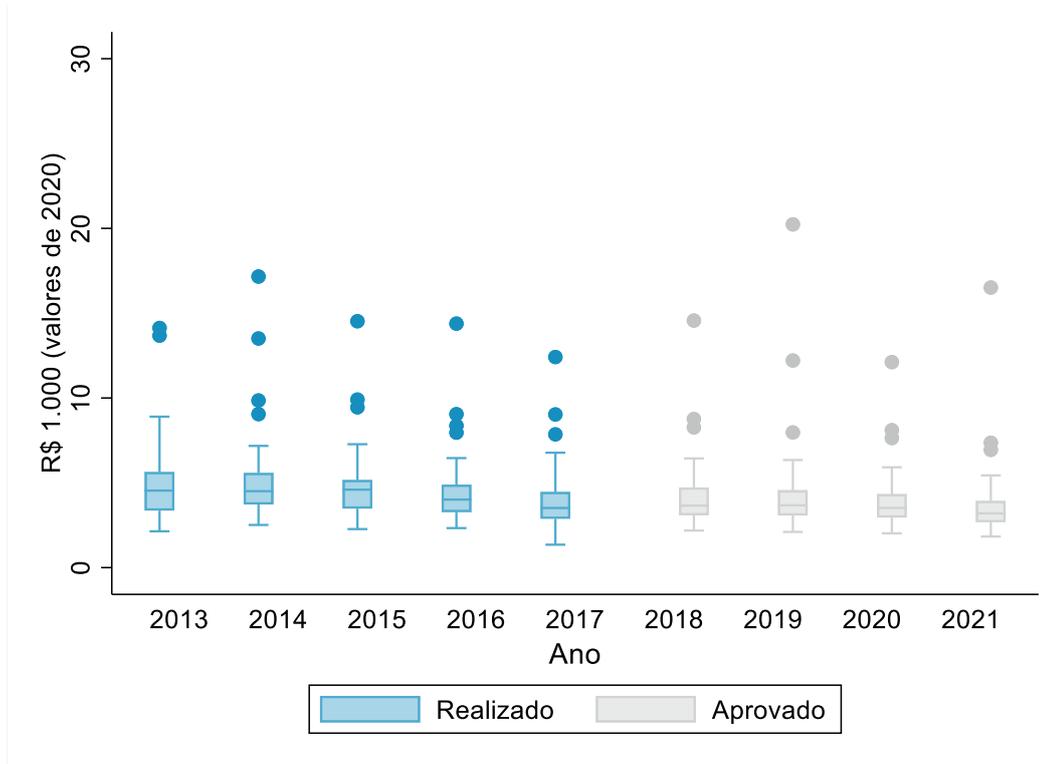
Os painéis A e B da Figura 21 apresentam uma trajetória similar para a evolução na remuneração total de membros do conselho fiscal, em comparação aos representantes do comitê administrativo, em valores nominais e com a série deflacionada para valores de 2020, respectivamente, nas empresas estatais brasileiras. A evolução dos números retrata relativa estabilidade ou declínio ao longo do período analisado.

Figura 21: Evolução da remuneração total entre 2013 e 2021

Painel A: Média mensal em valores nominais em R\$ 1.000.



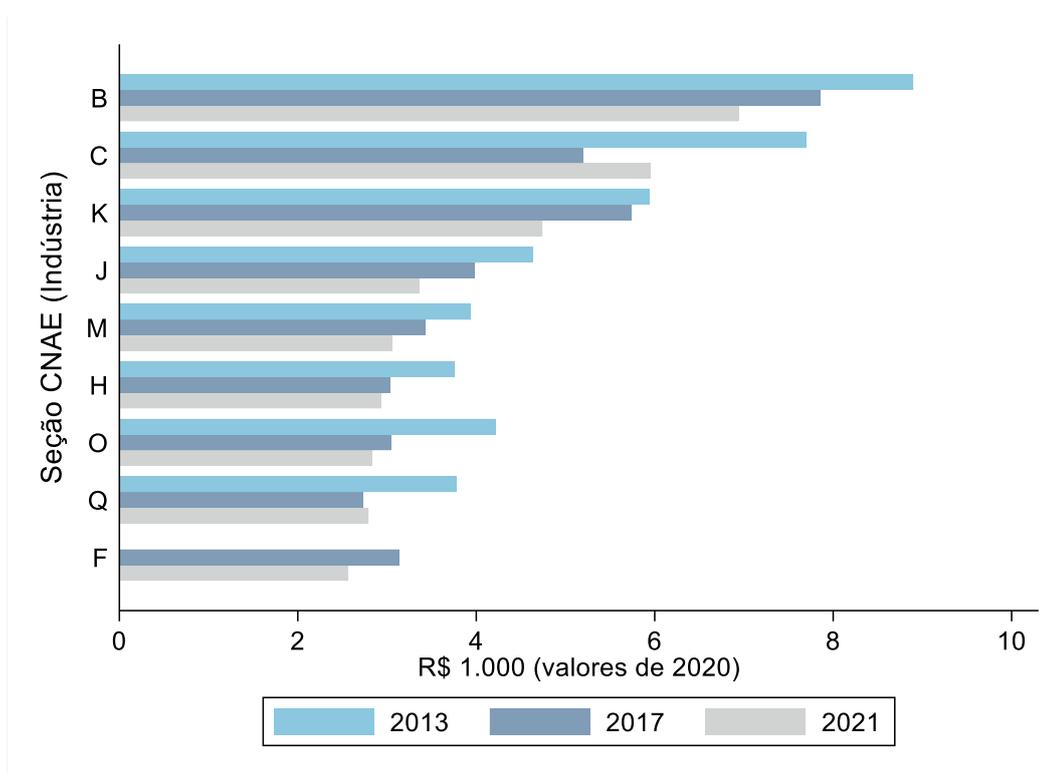
Painel B: Média mensal em valores reais em R\$ 1.000, deflacionados para os valores de 2020.



De maneira similar ao que acontece com os representantes do conselho administrativo, quando se analisa a distribuição de empresas com base na taxa de crescimento da remuneração total dos membros do conselho fiscal, entre 2013 e 2021, verifica-se que, na maior parte das estatais analisadas, não houve aumento real (e, em muitos casos ocorreu até mesmo a diminuição) nos vencimentos. Entre as estatais dependentes, todas tiveram variação negativa, enquanto entre as não dependentes, somente três ficaram no campo positivo: CEAGESP (Companhia de Entrepósitos e Armazéns Gerais de São Paulo), BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e SERPRO (Serviço Federal de Processamento de Dados).

Quando se analisa a remuneração média mensal equivalente, em termos reais de 2020, dos membros do conselho fiscal das estatais brasileiras, mostrada na Figura 22, é possível notar que três segmentos apresentaram remunerações mais elevadas em 2013, 2017 e 2020: a indústria extrativa (que inclui, nesse caso, somente uma empresa), a de transformação (com seis empresas) e o setor de atividades financeiras (que agrega oito companhias). Exceção feita a essas, os representantes do comitê fiscal das demais estatais analisadas tiveram remunerações similares.

Figura 22: Remuneração média mensal equivalente por setor (em R\$ 1.000 - valores reais de 2020).



*Observação: os códigos CNAE utilizados na figura, de acordo com cada CNPJ informado pelas empresas estatais, são os seguintes: B (indústria extrativa, somente uma empresa, a PPSA); C (indústria de transformação, seis empresas); F (construção, somente uma empresa, a VALEC); H (transporte, armazenagem e correio, 12 empresas); J (informação e comunicação, quatro empresas); K (atividades financeiras, oito empresas); M (atividades profissionais, científicas e técnicas, três empresas); O (administração pública, oito empresas) e Q (saúde humana e serviços sociais, três empresas).

Quando se analisa a evolução da composição da remuneração dos membros do conselho fiscal, constata-se, similarmente aos representantes do comitê administrativo, a inclusão, principalmente a partir de 2017, da rubrica “benefícios adicionais”, conforme definida no Quadro 1. Há relativa estabilidade dos pagamentos referentes à remuneração fixa em todo o período.

Nas Figuras 23 e 24, é possível constatar, para os membros do conselho fiscal, a evolução da composição do valor total da remuneração e da composição da remuneração média equivalente ao mês, entre 2013 e 2021, em valores reais de 2020. Ao contrário do que ocorreu para os executivos, não se verificou o aumento dos “outros tipos de pagamentos”, conforme a definição do Quadro 1. Ademais, não ocorreu diminuição da relevância dos pagamentos fixos nos últimos anos para esse grupo, como apontado no caso dos gestores dessas empresas.

Figura23: Composição do valor total aprovado para a remuneração (anos de 2013 a 2021, em R\$ 1.000 - valores reais de 2020) e % do valor total.

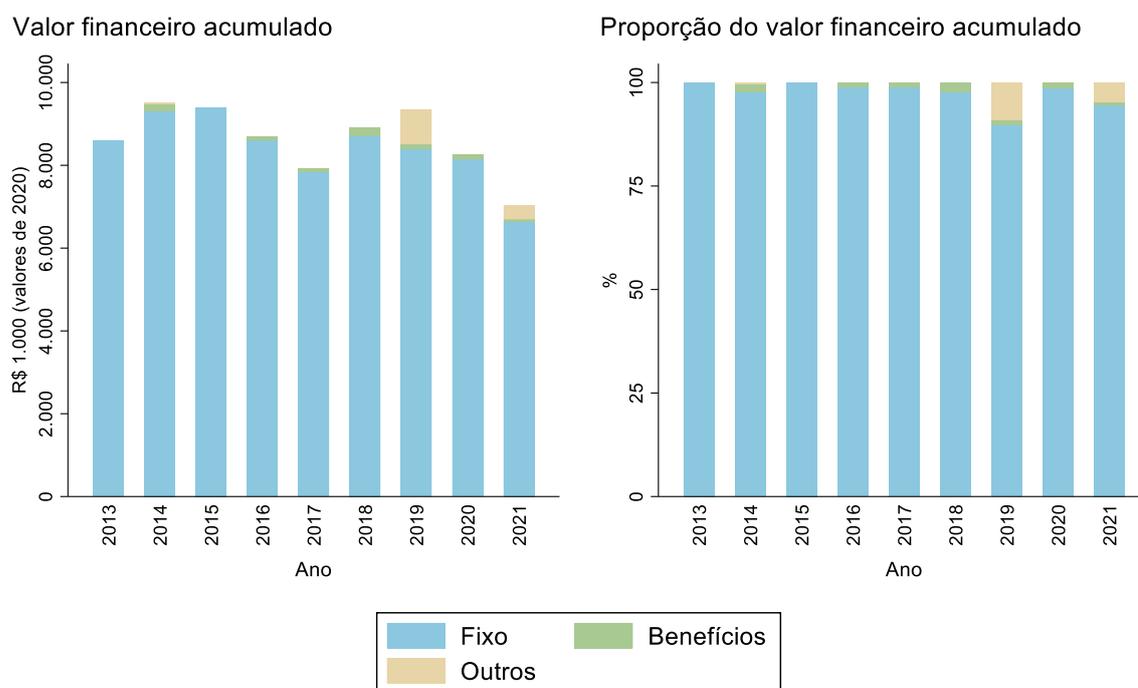
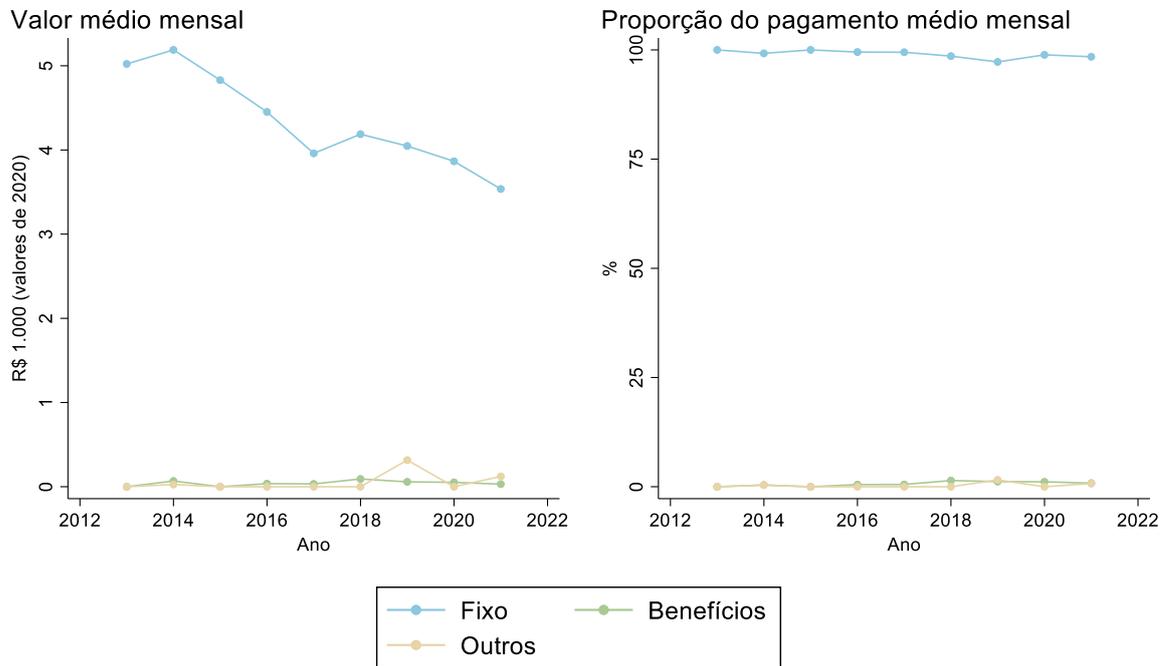


Figura 24: Composição da remuneração média equivalente ao mês (anos de 2012 a 2020, em R\$ 1.000 - valores reais de 2020) e % do valor total.



ANÁLISE COMPARATIVA DE SALÁRIOS DE ESTATAIS E EMPRESAS PRIVADAS

Nesta seção, realiza-se uma análise comparativa dos salários de executivos e membros do conselho de empresas estatais e empresas privadas no Brasil.

Os estudos prévios sobre remuneração de executivos de estatais indicam, em geral, que as remunerações auferidas no setor público são inferiores quando comparadas com as congêneres da iniciativa privada. Além disso, são encontradas evidências de que, proporcionalmente, uma parte maior da remuneração é distribuída por meio de rendimentos variáveis no setor privado em comparação às estatais. Um resumo desses estudos é apresentado nos Quadros A1 e A2 no apêndice.

Um passo importante nessa comparação é o ajuste por diferenças de características entre estatais e empresas privadas – por exemplo, tamanho ou setor –, a fim de garantir que os salários reflitam condições organizacionais e de mercado similares.

Metodologia

Com o objetivo de verificar a existência de diferenças de remuneração entre representantes da diretoria estatutária e dos conselheiros, em empresas privadas e em estatais federais, o presente estudo faz uso de três medidas relativas a salários auferidos. A primeira refere-se ao salário médio, que inclui os componentes salário fixo, variável, benefícios obrigatórios por lei e demais benefícios. A segunda diz respeito ao item remuneração fixa. Por fim, a terceira considera a proporção do salário médio recebido composta pela remuneração fixa.

Para esse exame, foram feitas análises de regressão em painel com as medidas salariais descritas acima como dependentes. Nesses modelos, o interesse principal reside no coeficiente de uma variável dicotômica, que indica se a empresa é estatal federal ou privada. O coeficiente dessa variável foi calculado para verificar se há diferença estatisticamente significativa entre estatais e empresas privadas.

Para incorporar possíveis diferenças decorrentes de escolhas metodológicas, inclusão/exclusão de variáveis de controle ou mostrar a robustez dos resultados relativos a abordagens alternativas, as regressões foram elaboradas com base em cinco especificações distintas:

- 1) modelo **sem controles**, incluindo apenas a variável dicotômica, indicando se a empresa é estatal ou privada, além de efeitos fixos de ano e setor;
- 2) modelo **com controles**, incluindo, adicionalmente, variáveis relativas aos atributos da empresa, quais sejam, log (receita bruta), log (ativos totais), proporção de ativos não circulantes sobre ativos totais, ROA e o setor do qual a empresa faz parte;
- 3) modelo **com controles** e com atribuição de pesos para empresas estatais e privadas comparáveis, utilizando **equiparação por escore de propensão (Propensity Score Matching, PSM)** (Angrist; Pischke, 2008; Wooldridge, 2010);
- 4) modelo **com controles e equiparação por escore de propensão (PSM)**, com a exigência de que estatais e empresas privadas apresentem equiparação exata por

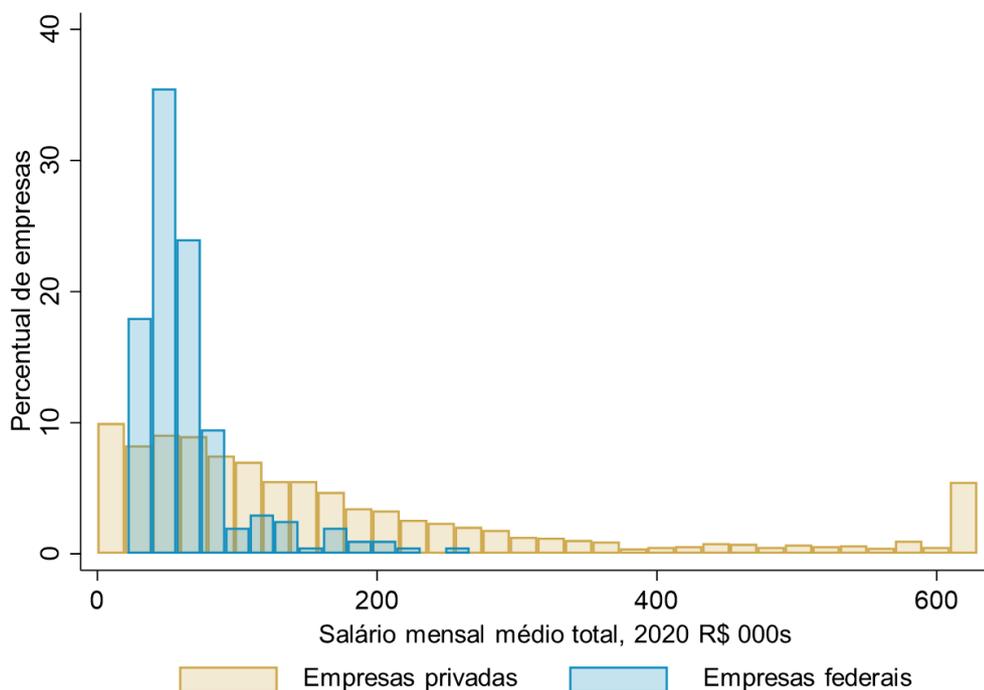
setor (nível de agregação setorial por CNAE-2 dígitos – *exact industry matching*). Chamaremos esse modelo de PSM-EI;

5) modelo **com controles** e incluindo pesos a partir de **equiparação via Coarsened Exact Matching (CSM)**. Nessa metodologia (Iacus *et al.*, 2012), as diversas características das empresas são divididas em coortes com características similares.

Resultados da comparação entre executivos *C-level* de estatais e empresas privadas

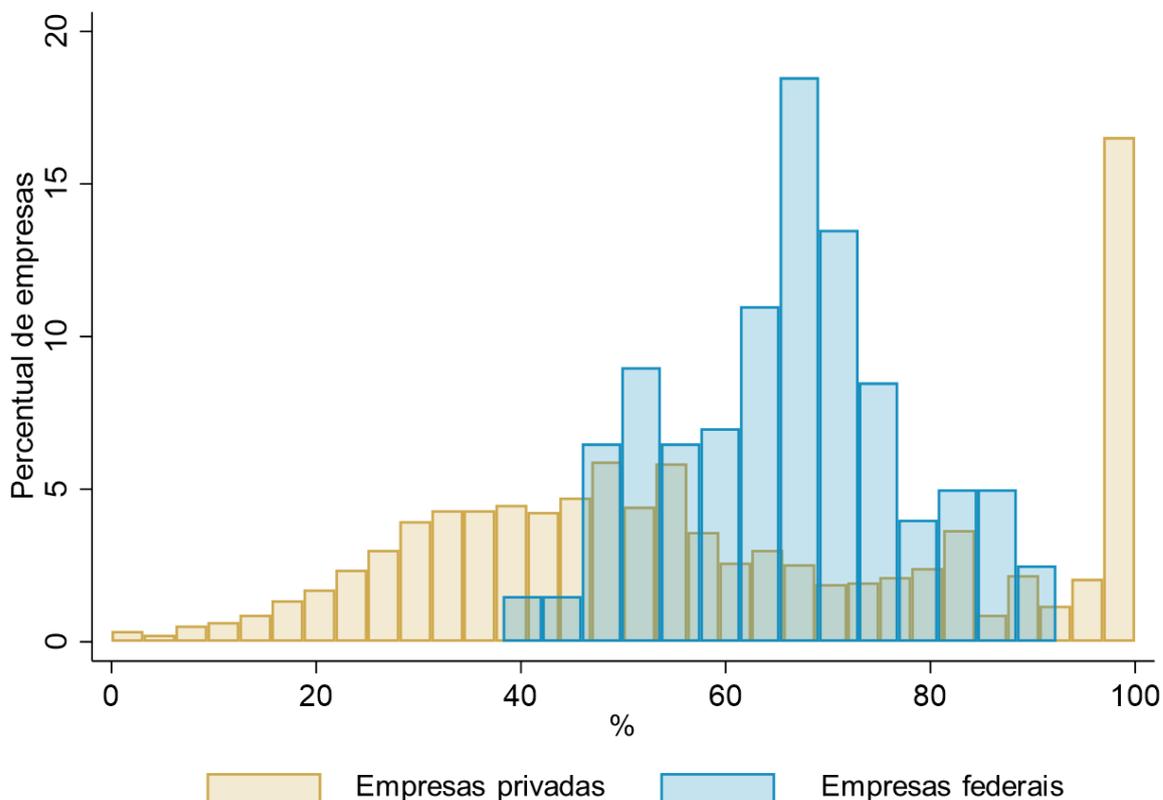
Os salários recebidos pela diretoria estatutária em empresas estatais federais apresentaram menor variância, quando comparados aos seus congêneres na iniciativa privada, conforme demonstra a distribuição da média mensal do salário total, realizada entre os anos de 2013 e 2017, descrita na Figura 25. Os dados desagregados entre **remuneração** fixa (composta por salário fixo mensal, excluindo abonos e contribuições sociais) e demais remunerações (referentes a todas as outras remunerações, que incluem benefícios e componentes variáveis) demonstram que esse padrão de maior dispersão dos vencimentos em empresas privadas, quando comparado às estatais, persistiu quando se analisaram tanto o salário fixo quanto os demais componentes salariais.

Figura 25: Comparação da distribuição do salário total realizado (média mensal) para o executivo médio (2013-2017).



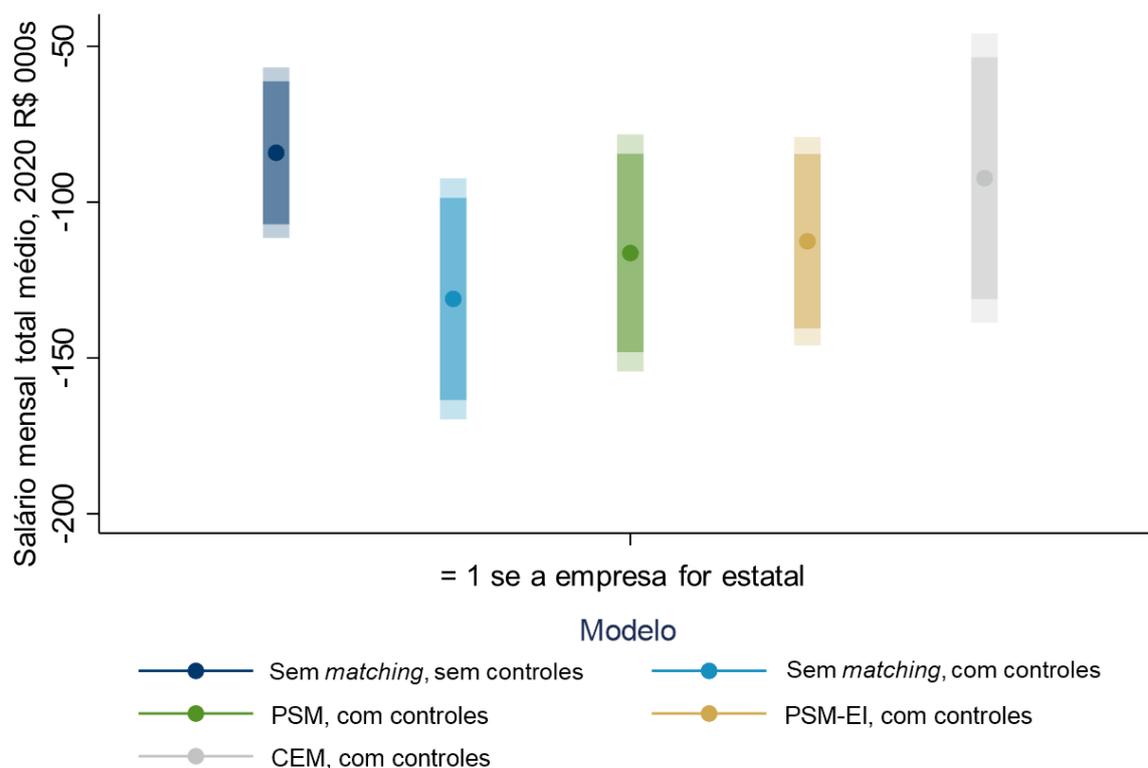
Ainda relativo à dispersão dos dados, a comparação da proporção que a remuneração fixa ocupa da remuneração total em empresas privadas e estatais aponta para a ampla variabilidade na fração paga por meio de salário fixo em ambos os setores. Ainda assim, com base nos dados de 2013 a 2017, a Figura 26 mostra concentração maior entre as estatais.

Figura 26: Comparação da distribuição da proporção do salário representada pelo seu principal componente fixo (2013 - 2017).



A Figura 27 apresenta os coeficientes estimados de uma variável dicotômica que indica se a empresa é estatal federal ou privada e seus respectivos intervalos de confiança, tendo como variável dependente a remuneração total média entre 2013 e 2017. Os salários auferidos por executivos da diretoria estatutária nas estatais foram, em média, menores do que nas empresas privadas, sendo as diferenças estatisticamente significativas em quatro das especificações. Quando considerados apenas os modelos de *matching*, que restringem a comparação a empresas similares, constatou-se que a remuneração mensal média (considerando todos os elementos salariais, com exceção de contribuições sociais) de membros da diretoria estatutária de empresas estatais foi de R\$ 92.000 a R\$ 131.000 menor do que os salários de empresas privadas com características financeiras comparáveis.

Figura 27: Comparação de estimativas da diferença salarial entre executivos da diretoria estatutária de empresas estatais *versus* empresas privadas (2013-2017).

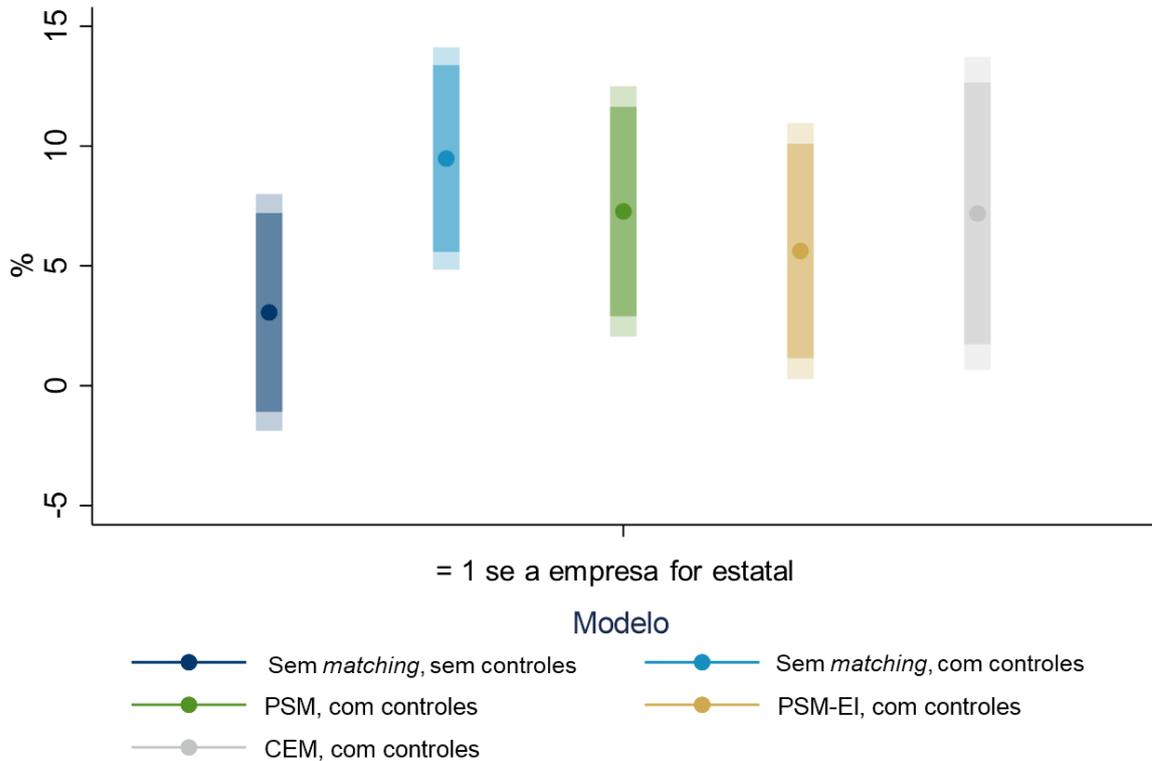


Nota: barras escuras e claras representam, respectivamente, intervalos de confiança de 90% e 95%.

No que se refere à remuneração fixa e às demais remunerações, os modelos de *matching* apontam que a remuneração fixa de membros da diretoria estatutária de empresas estatais foi, em média, de aproximadamente R\$ 34.000 a R\$ 37.000 menor que em empresas privadas com características financeiras similares. Já nas demais remunerações, essa diferença foi, em média, de R\$ 57.000 a R\$ 86.000, a depender do modelo de *matching* considerado.

A Figura 28 traz os coeficientes estimados e os respectivos intervalos de confiança de uma variável independente dicotômica (se a empresa for estatal federal ou privada) em um modelo cuja variável dependente é a proporção que a remuneração fixa tem da remuneração total. Com base em dados de 2013 a 2017, as cinco especificações apontam que o componente fixo foi relativamente maior nas estatais do que nas empresas privadas, sendo estatisticamente significativo em quatro dos modelos. Considerando os modelos de *matching* avaliados, a fração da remuneração fixa relativa à remuneração total de um membro da diretoria estatutária ficou entre 5 e 10 pontos percentuais nas empresas estatais.

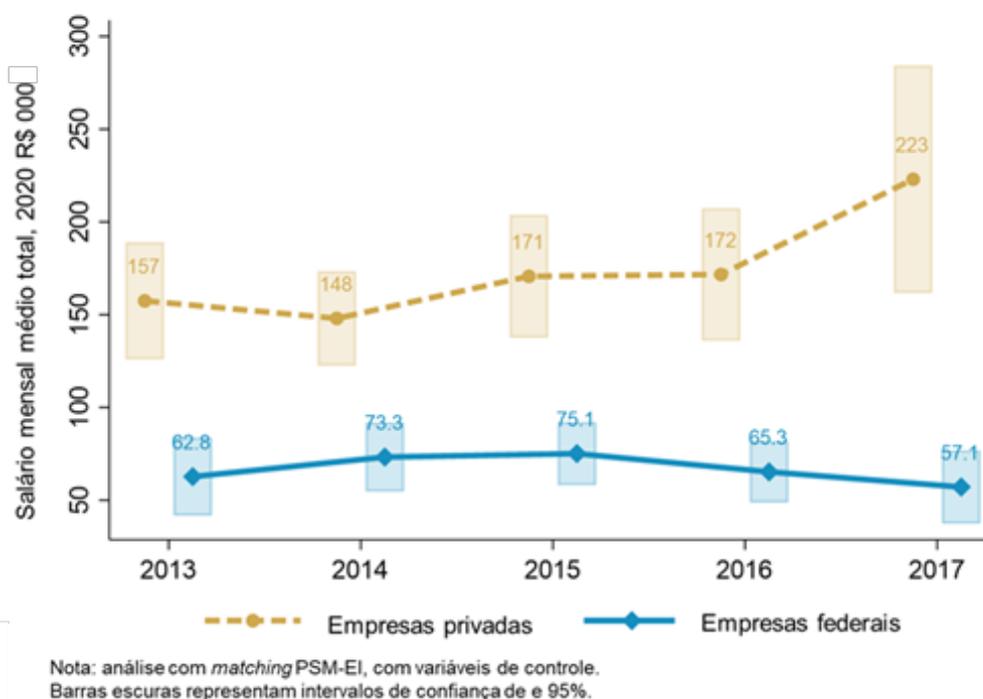
Figura 28: Comparação da diferença estimada entre a proporção do salário de executivos representada pelo salário fixo (empresas estatais *versus* empresas privadas, 2013-2017).



Nota: barras escuras e claras representam, respectivamente, intervalos de confiança de 90% e 95%.

Com base no modelo com controles, a equiparação por escore de propensão e restrição de comparação entre empresas do mesmo setor (nível de agregação setorial por CNAE-2 dígitos) (PSM-EI), estimou-se a evolução do salário médio (em valores reais de 2020) no período de 2013 a 2017. Essas estimativas e seus respectivos intervalos de confiança são apresentados na Figura 29. Os números estimados são consistentes com o verificado no período. Enquanto o salário real médio dos membros da diretoria estatutária das empresas privadas aumentou, a tendência verificada nas empresas estatais foi de manutenção ou leve redução no salário médio real. Como consequência, observou-se o movimento de ampliação na diferença de remuneração entre esses dois grupos ao longo do tempo.

Figura 29: Estimativas no modelo com *matching* PSM-EI da evolução do valor do salário mensal médio (empresas privadas *versus* estatais, 2013-2017).

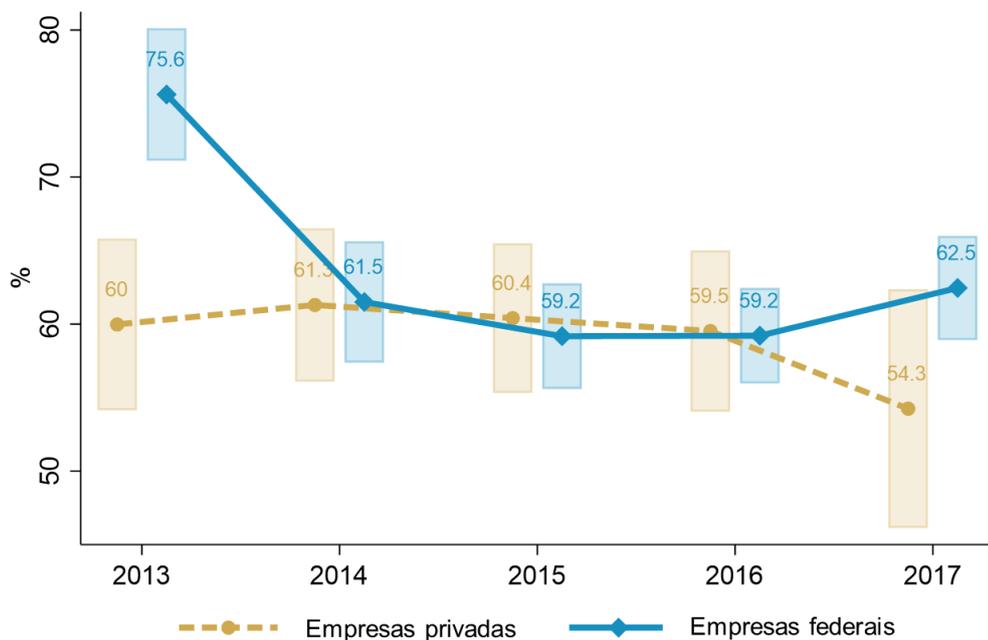


Uma das possíveis explicações para o movimento mostrado na Figura 29 refere-se à diferença na evolução da remuneração fixa entre membros da diretoria estatutária de empresas privadas e estatais federais. Houve tendência de aumento na diferença de remuneração entre empresas privadas e estatais, principalmente devido à redução do salário fixo real médio nas estatais.

Quando se analisa a evolução das estimativas do valor das demais remunerações, não se identificou um padrão tão claro de distanciamento entre estatais e empresas privadas como o verificado para a remuneração total e a fixa. Considerando as estimativas para as estatais, os demais componentes salariais aumentaram ou permaneceram relativamente estáveis, entre 2013 e 2017, embora existisse um movimento de crescimento nas empresas privadas.

Por fim, quando se analisa a evolução da proporção que o componente fixo assume em relação ao salário total, as estimativas apontam que houve aproximação entre as empresas privadas e as estatais federais. Os valores estimados e os intervalos de confiança para o período analisado são demonstrados na Figura 30. De maneira geral, tanto nas empresas privadas quanto nas estatais, houve redução na fração relativa ao salário fixo, de 75,6% para 62,5%, para as primeiras, e de 60% para 54,3%, para as últimas, entre 2013 e 2017.

Figura 30: Estimativas no modelo com *matching* PSM-EI da evolução da composição salarial referente ao salário fixo (empresas privadas *versus* estatais, 2013-2017).



Nota: análise com *matching* PSM-EI, com variáveis de controle.
Barras escuras representam intervalos de confiança de e 95%.

Resultados da comparação entre membros do conselho de estatais e empresas privadas

De maneira similar ao que ocorreu com a diretoria estatutária, houve menor dispersão dos salários recebidos pelos conselheiros de estatais federais em comparação aos congêneres de empresas privadas, de acordo com o apontado na Figura 31, que apresenta a distribuição da média mensal do salário total médio, realizado entre os anos de 2013 e 2017, de um membro do conselho.

Com base na Figura 32, que retrata a distribuição da fração da remuneração total ocupada pela remuneração fixa, de 2013 a 2017, é possível verificar que a remuneração de conselheiros das estatais federais foi majoritariamente composta pela remuneração fixa. No caso das empresas privadas, houve maior dispersão dos dados.

Figura 31: Comparação da distribuição do salário total realizado (média mensal) de um conselheiro (2013-2017).

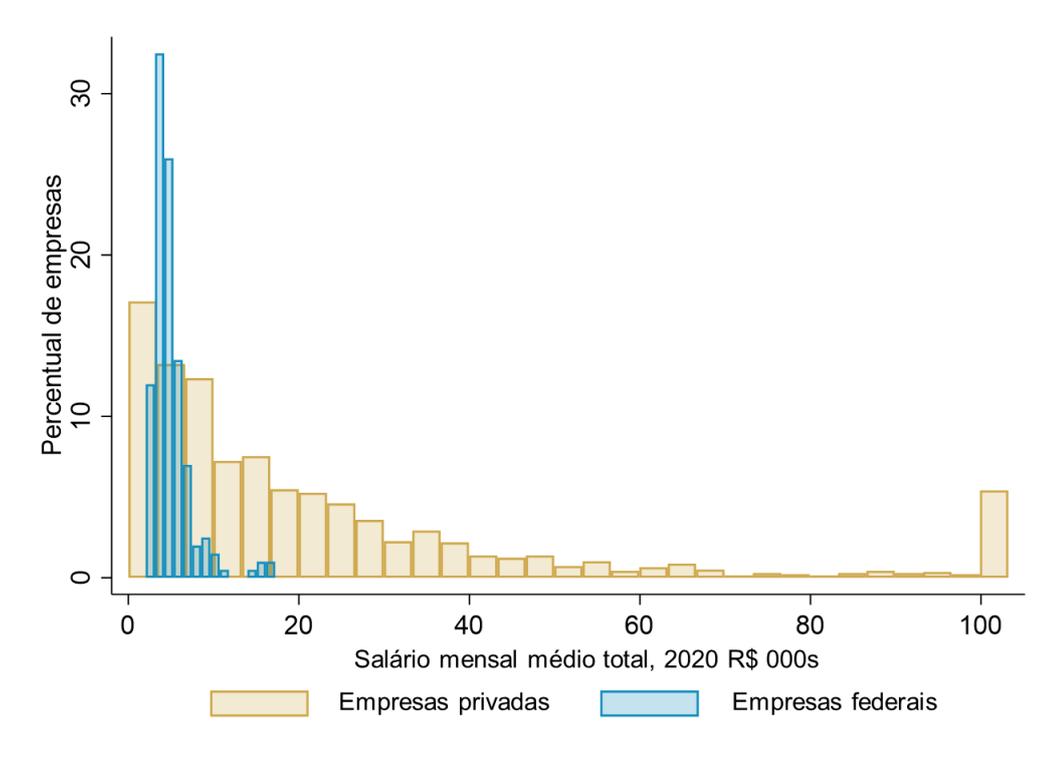
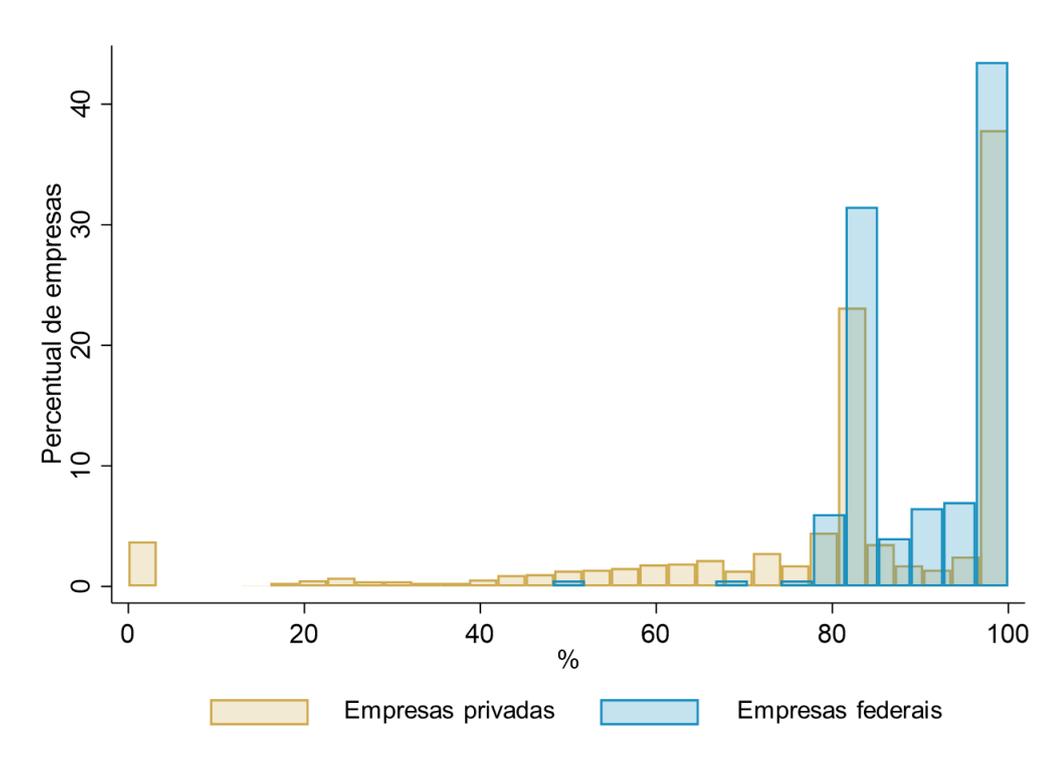


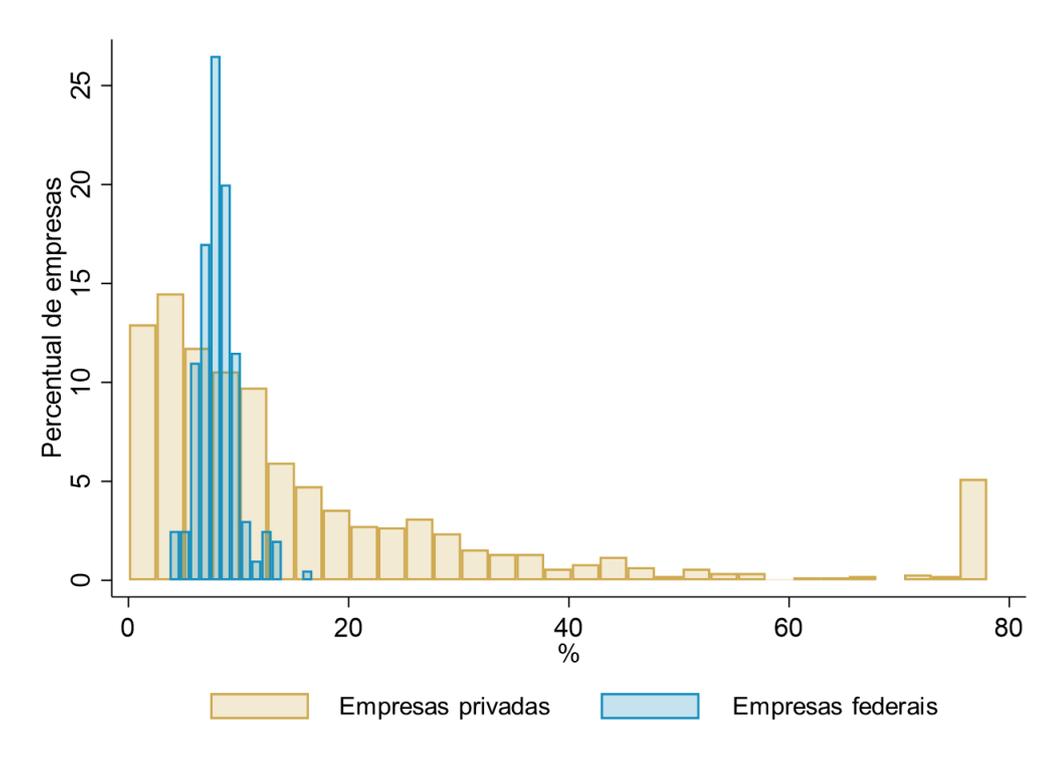
Figura 32: Comparação da distribuição da proporção do salário representado pelo seu principal componente fixo (2013 - 2017).



A Figura 33 mostra a diferença entre a remuneração de conselheiros das estatais federais e empresas privadas, no que diz respeito à proporção entre a remuneração

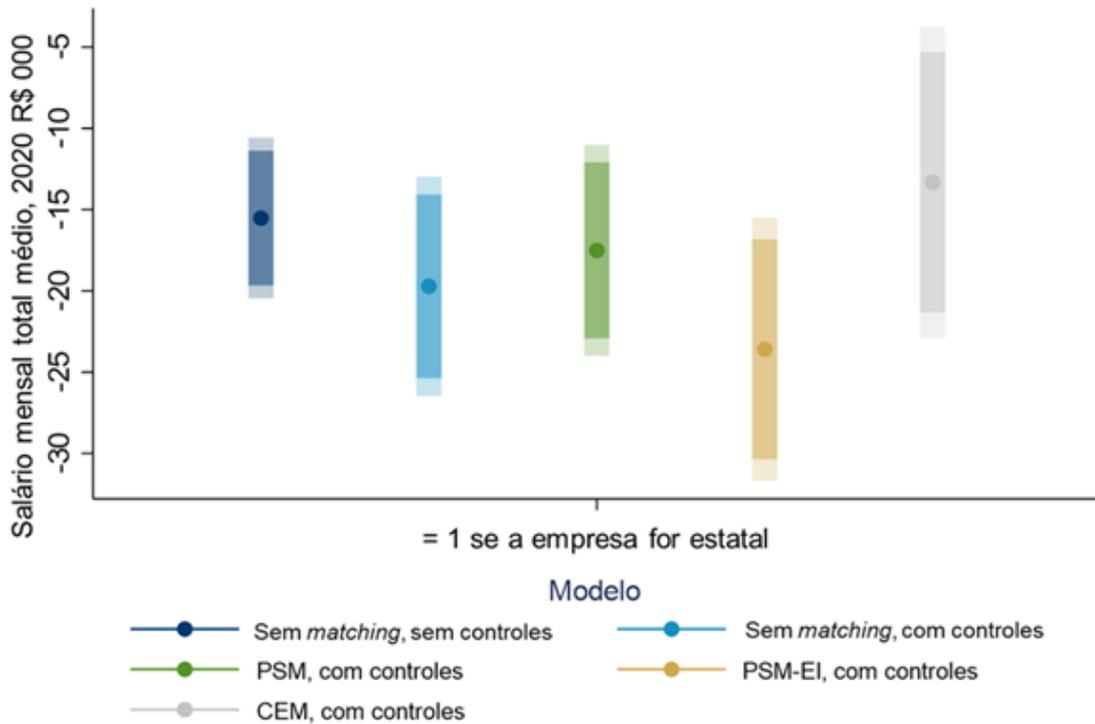
média de um conselheiro em relação à remuneração de um diretor executivo. Enquanto conselheiros de empresas estatais federais têm remuneração de aproximadamente 10% do valor da remuneração média de um executivo, essa proporção apresenta maior variação no setor privado.

Figura 33: Comparação da distribuição da proporção do salário médio de um conselheiro em relação ao salário médio de um diretor executivo (2013 - 2017).



A Figura 34 mostra os coeficientes estimados e seus respectivos intervalos de confiança para uma variável dicotômica, que indica se a empresa é estatal federal ou privada. O modelo utiliza como variável dependente a remuneração total média realizada entre 2013 e 2017. Foram testadas cinco especificações distintas e, em todas elas, os resultados indicaram, de modo estatisticamente significativo, que os conselheiros de estatais receberam, em média, remunerações inferiores a seus congêneres no setor privado. Os modelos de *matching* apontaram que a remuneração média de conselheiros foi entre R\$ 13.000 e R\$ 23.000 menor nas empresas estatais em relação às empresas privadas com características financeiras similares (a depender do modelo de *matching* considerado).

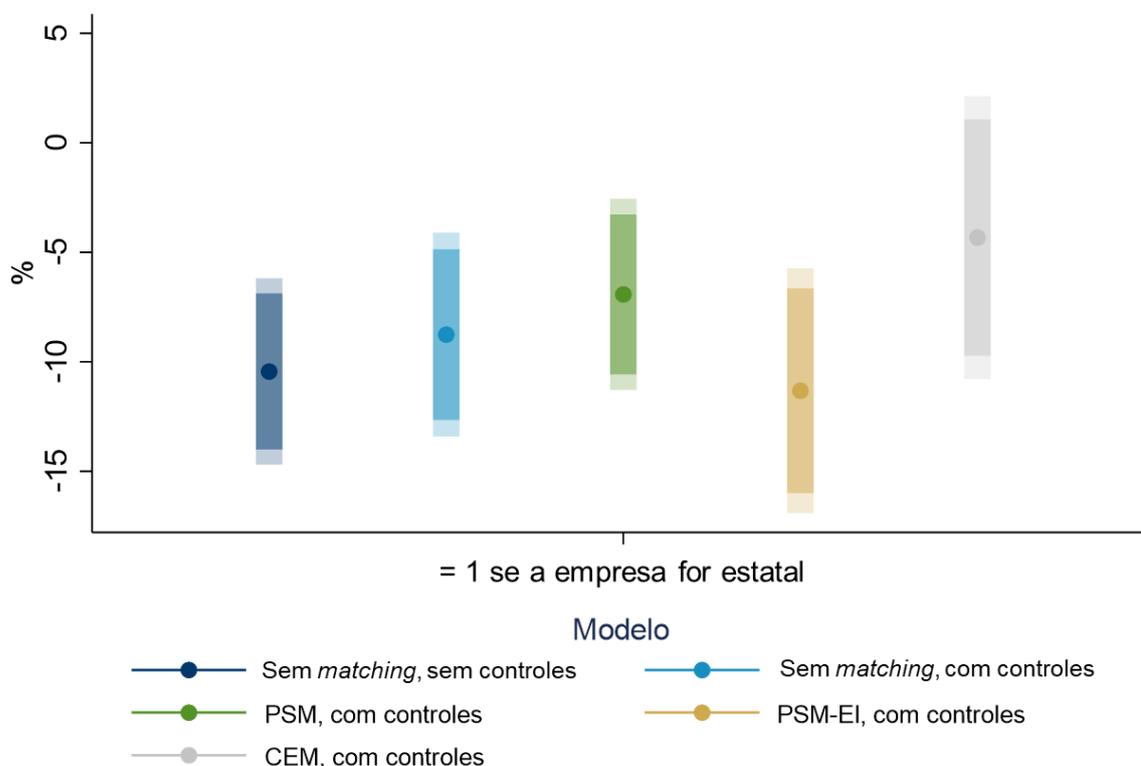
Figura 34: Comparação de estimativas da diferença salarial entre conselheiros de empresas estatais *versus* empresas privadas (2013-2017).



Nota: barras escuras e claras representam, respectivamente, intervalos de confiança de 90% e 95%.

Na remuneração dos conselheiros, o componente fixo é proporcionalmente maior nas estatais federais do que nas empresas privadas. Considerando os modelos de *matching*, a proporção fixa relativa é entre 7% e 15% maior nas estatais do que nas empresas privadas de características financeiras comparáveis, com base em dados de 2013 a 2017. A Figura 35 demonstra que empresas estatais federais e empresas privadas também possuem diferenças nos salários relativos entre conselheiros e diretores. Especificamente, a estimativa da diferença entre essa proporção varia entre 4 e 11 pontos percentuais, a depender do modelo de *matching* considerado. Com exceção do modelo de *coarsened exact matching* (CEM), todas as diferenças são estatisticamente significativas ao grau de significância de 95%.

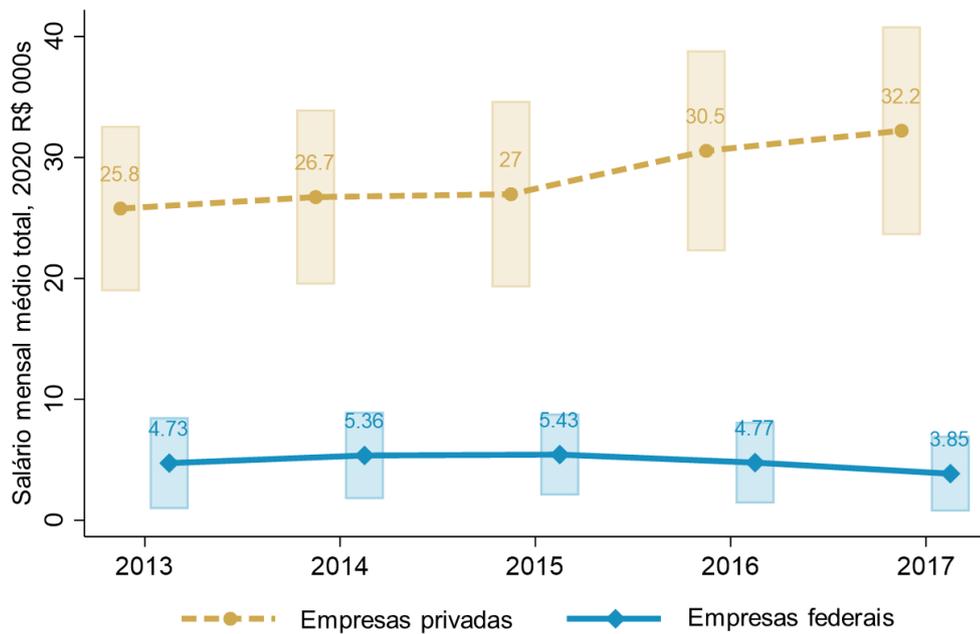
Figura 35: Comparação da diferença estimada entre a proporção do salário médio de um conselheiro em relação ao salário médio de um diretor executivo (empresas estatais *versus* empresas privadas, 2013-2017).



Nota: barras escuras e claras representam, respectivamente, intervalos de confiança de 90% e 95%.

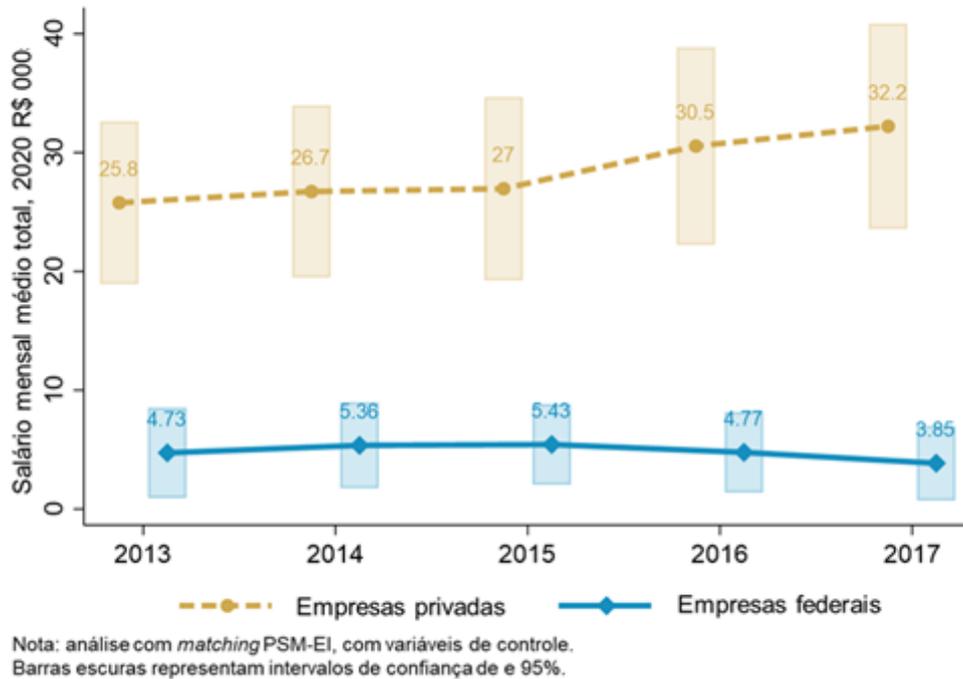
A diferença entre os valores estimados para o salário médio (em valores reais de 2020) entre as empresas privadas e estatais federais manteve-se relativamente estável no período de 2013 a 2017, conforme mostrado na Figura 36. De maneira geral, é possível constatar que os valores estimados para a remuneração dos conselheiros de empresas privadas e de estatais federais mantiveram-se relativamente estáveis em todo o período analisado. Já as estimativas para a proporção que o componente fixo assumiu em relação ao salário total apontaram para a redução na diferença entre empresas privadas e estatais federais, conforme visto na Figura 37.

Figura 36: Estimativas no modelo com *matching* PSM-EI da evolução do valor do salário mensal médio (empresas privadas *versus* estatais, 2013-2017).



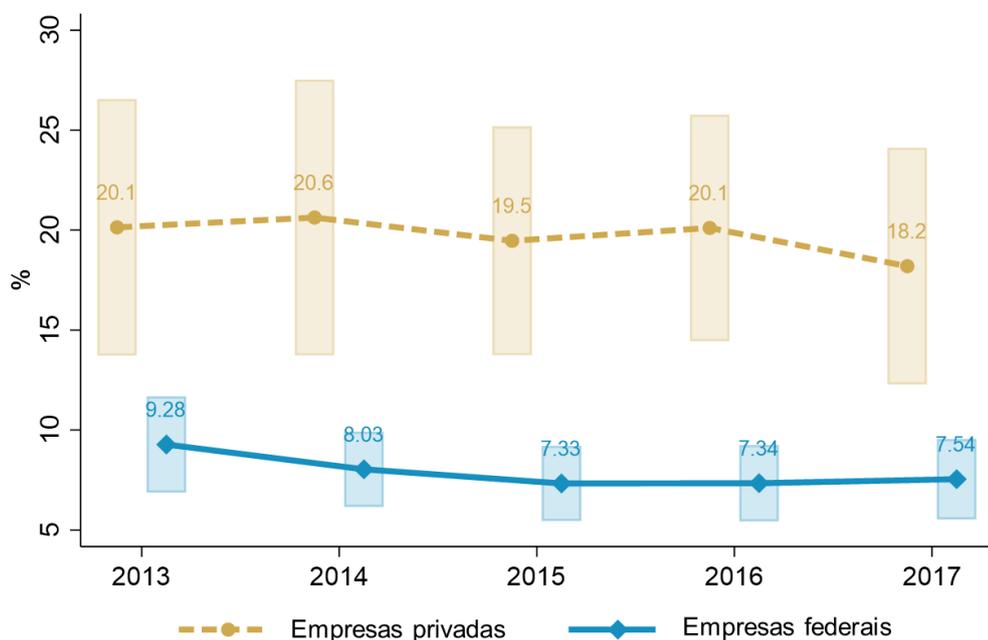
Nota: análise com *matching* PSM-EI, com variáveis de controle.
Barras escuras representam intervalos de confiança de e 95%.

Figura 37: Estimativas no modelo com *matching* PSM-EI da evolução da composição salarial referente ao salário fixo (empresas privadas *versus* estatais, 2013-2017).



Finalmente, a Figura 38 mostra que a diferença entre empresas estatais federais e empresas privadas, no que tange à proporção do salário de conselheiros em relação ao salário de diretores executivos, permaneceu relativamente constante entre 2013 e 2017.

Figura 38: Estimativas no modelo com *matching* PSM-EI da evolução da proporção do salário médio de um conselheiro em relação ao salário médio de um diretor executivo (empresas privadas *versus* estatais, 2013-2017)



Nota: análise com *matching* PSM-EI, com variáveis de controle. Barras escuras representam intervalos de confiança de e 95%.

Em resumo, os resultados apontaram que os salários dos executivos da diretoria estatutária foram, em média, menores nas estatais federais do que nas empresas privadas com características similares. A remuneração menor em estatais apareceu tanto no salário fixo quanto nos demais componentes salariais. Os dados mostraram ainda a tendência de ampliação na diferença de remuneração entre estatais e o setor privado, ao longo do tempo, em decorrência, principalmente, da diminuição do salário fixo real médio nas estatais. Na comparação dos vencimentos de conselheiros, a análise também indica que a remuneração média nas estatais federais foi inferior à das empresas privadas semelhantes. No entanto, para esse segmento, verificou-se que o componente fixo foi proporcionalmente maior nas estatais federais do que nas empresas privadas.

CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Com base nos resultados da análise efetuada, é possível identificar alguns padrões relativos à evolução das remunerações de executivos e membros do conselho de empresas estatais brasileiras. Em termos de tendências de evolução de salários, quando se fala de valores deflacionados, notaram-se poucas mudanças ao longo do tempo, com sinais de leve decréscimo. A abertura dos dados entre a remuneração fixa, a variável, os benefícios e outras formas de pagamento proporcionaram uma visão complementar da composição dos vencimentos.

A desagregação de componentes do salário permitiu constatar dois efeitos relevantes. O primeiro diz respeito ao aumento da importância da remuneração variável de executivos de estatais ao longo do tempo. Esse movimento está em linha com a literatura, que, em vários contextos, relata a tendência de aumento da remuneração variável de executivos de estatais, possivelmente para aumentar os incentivos gerenciais pró-eficiência e produtividade. O segundo trata do papel que a rubrica “outras formas de pagamento” passou a ter, principalmente sobre os valores aprovados, influenciada pelo pagamento de contingência de seis meses para executivos que deixam as estatais, em conformidade com a Lei 12.813/2013.

Além disso, chama a atenção o fato de que, conforme esperado, são encontradas diferenças substanciais nas remunerações dos CEOs das estatais analisadas em virtude de três fatores: setor de atuação, se a empresa possui capital aberto ou não e se a estatal é dependente ou não do Tesouro Nacional. Os resultados sugerem que a remuneração dos executivos se diferencia por segmento, refletindo a produtividade no trabalho do setor, com os CEOs de empresas ligadas a atividades financeiras, da indústria de transformação e da indústria extrativa, em média, com maiores remunerações. Também é possível constatar que os CEOs das estatais de capital aberto recebem consideravelmente mais que os congêneres das estatais de capital fechado. Conclui-se o mesmo sobre as empresas dependentes e não dependentes do Tesouro Nacional, com os executivos destas recebendo, em média, maiores remunerações. Movimento semelhante é visto em relação aos membros do conselho, embora sejam remunerados prioritariamente por intermédio de remuneração fixa.

Já a análise comparativa entre a remuneração dos membros da diretoria estatutária e conselheiros das empresas privadas e estatais mostra, de maneira geral, que os salários auferidos nas primeiras são, em média, maiores que os das últimas. Para a diretoria estatutária, estima-se que os vencimentos mensais médios das estatais (considerando todas as linhas de remuneração, com exceção de contribuições sociais) sejam entre R\$ 92.000 e R\$ 131.000 menores. Para os conselheiros, essa diferença seria de R\$ 13.000 a R\$ 23.000. O estudo indica, principalmente no caso da diretoria estatutária, que as remunerações menores nas estatais aparecem tanto nos pagamentos fixos quanto nos demais componentes salariais. Com base nas estimativas que consideram a evolução ao longo do tempo, verifica-se a tendência de ampliação na diferença da remuneração entre os dois grupos. Esse aumento da diferença entre privado e público deve-se, em grande medida, à diminuição do salário fixo real médio nas estatais.

Ainda que o objetivo deste estudo seja primordialmente descritivo e comparativo, podem-se, à luz dos resultados, elencar algumas conclusões e recomendações de política pública:

1) a tendência de aumento da proporção do salário total proveniente do componente variável de executivos das estatais segue o verificado em experiências internacionais e, portanto, é uma ação que pode continuar sendo reforçada em rodadas de interações com a alta gestão e o conselho das estatais (que deve revisar e acompanhar a implementação dessas políticas);

2) no entanto, como as estatais têm objetivos sociais além do desempenho econômico, sugere-se determinado grau de prudência no pagamento atrelado a metas unicamente financeiras, uma vez que a maior ênfase em objetivos ou indicadores financeiros pode não estar totalmente alinhada com a missão da estatal. Dessa forma, além da remuneração variável atrelada a resultados financeiros, pode-se também condicionar esses pagamentos de acordo com os objetivos estabelecidos em seu estatuto, os quais, por sua vez, devem estar alinhados com o marco legal que norteou a criação e permanência da empresa sob controle público. É possível que alguns desses objetivos sejam difíceis de quantificar e avaliar. Nesses casos, recomenda-se cautela no aumento das porções variáveis de salário, devendo o desempenho da empresa e dos executivos serem monitorados a partir de mecanismos mais amplos de avaliação e considerando atributos de desempenho ligados à missão da empresa;

3) no caso das estatais que concorrem com as empresas privadas, especialmente em setores com elevada produtividade do trabalho, recomenda-se que as remunerações totais dos executivos sejam alinhadas com os vencimentos praticados no mercado. Reconhece-se, no entanto, que o perfeito alinhamento da remuneração total dos executivos com as práticas de mercado possa ser difícil, pois pode existir pressão social contra aumentos elevados de salários de gestores de estatais, especialmente em situações nas quais os critérios técnicos para indicação desses executivos não sejam claros. Uma recomendação é que os critérios de apontamento de executivos e a definição dos seus salários sejam definidos por meio de processos formalizados e explicitados em interações da SEST com o conselho e a alta gestão, a fim de se discutir a viabilidade e os cuidados no alinhamento de salários com as condições de mercado;

4) para subsidiar a análise acima indicada e como análise complementar ao presente trabalho, sugere-se a realização de estudo sobre a propensão de executivos em migrar entre os setores privado e público, com o intuito de identificar eventuais interesses particulares não pecuniários que possam influenciar essas decisões. Isso pode ser feito a partir da análise de bases de dados, codificando a evolução individual de cada executivo: como migrou do setor privado ao público (ou vice-versa) e quais salários teve em cada um desses regimes. Como citado anteriormente, os salários aceitos pelos executivos podem resultar de oportunidades que tenham em empresas alternativas. Em setores competitivos e com alta produtividade do trabalho, os salários tendem a ser maiores no setor privado, o que pode levar os executivos a exigirem salários também maiores nas estatais. Entretanto, alguns executivos podem querer migrar para as estatais, de acordo com suas preferências profissionais ou em função de experiências progressas em setores similares. Uma análise detalhada das transições individuais dos executivos poderia lançar luz a essa questão;

5) no caso de membros do conselho, o presente estudo identificou que as remunerações são, em média, inferiores nas estatais, em comparação com empresas privadas similares, assim como acontece com os executivos. Embora os

vencimentos dos conselheiros sejam legalmente atrelados aos salários dos executivos, para aumentar a atração de membros qualificados para esses cargos, é recomendável reforçar a implementação das cláusulas da Lei das Estatais, para garantir mais independência do conselho e clareza nos objetivos técnicos das estatais a serem atingidos pelos ocupantes desses cargos. De forma semelhante ao item anterior, seria possível realizar estudos adicionais sobre a atração e migração de diretores para os conselhos de empresas estatais e privadas;

6) no processo de coletar dados para comparar empresas estatais e privadas, detectaram-se algumas diferenças de metodologia de coleta e análise por outros órgãos públicos (notadamente, a CVM). Para facilitar a contínua comparação de salários entre empresas estatais e privadas, é importante que as bases de dados sejam uniformizadas, com padrões e metodologias de coleta similares. Da mesma forma, recomenda-se o esforço para mais detalhamento de salários entre os seus diversos componentes (como fixo, variável e benefícios), no caso empresas de capital fechado não negociadas em bolsa. A inclusão dessas empresas pode garantir maior comparabilidade com as estatais, que podem atuar em áreas menos competitivas e com menor incidência de empresas de capital aberto.

Em geral, há interesse crescente em analisar o desempenho das empresas estatais e garantir mais adequação dos executivos à procura de desempenho elevado por parte delas, bem como reforçar os mecanismos de governança, como os conselhos, para acompanhar e monitorar seu desempenho. A análise e definição de salários é uma peça crucial nessa discussão, requerendo amplo esforço de transparência de dados e análise contínua para se verificar se estão alinhados com os padrões de remuneração do setor privado e com os objetivos específicos das estatais. Os dados disponibilizados neste trabalho não nos permitem comparar se os trabalhadores do setor público auferem salários inferiores aos do setor privado, mantendo o seu desempenho constante. No entanto, esse é um tema promissor para investigações futuras.

APÊNDICE

Quadro A1: Informações complementares de estudos teóricos e normativos sobre remuneração de membros do conselho e executivos *C-level* de empresas estatais.

Referência	Tópico	Resumo	Área/tipo de publicação	Tipo de estudo
Bąk e Michalak (2018)	Teoria da agência/governança corporativa	O trabalho analisa o problema da remuneração de executivos em empresas estatais sob o prisma da teoria da agência para o caso das estatais da Polônia. O ponto principal do estudo é analisar o sistema de remuneração de empresas estatais, mostrando como a introdução de bônus aos executivos pode ser uma forma de reduzir o problema de agência.	Estratégia. Artigo científico.	Teórico
Young <i>et al.</i> (2008)	Teoria da agência	Além do problema de agente-principal, outra questão que eventualmente pode surgir é o problema principal-principal (<i>minority and majority shareholders</i>). O estudo visa elucidar os problemas que decorrem desse conflito, que acabam por alterar a dinâmica corporativa, em virtude da concentração de poder acionário na empresa, da fraca proteção aos acionistas minoritários e das estruturas da empresa.	Estratégia. Artigo científico.	Teórico
BID (2015)	Teoria da agência/governança corporativa	O relatório do BID analisa as empresas estatais da América Latina, com o intuito de gerar um panorama geral da situação em cada país, relacionando o contexto dessas empresas à economia local, e debater soluções para os problemas que as empresas estatais enfrentam. A teoria da agência (governança corporativa) e os problemas fiscais são os dois principais problemas apontados pelo relatório. A remuneração de executivos é relevante tanto para tratar o problema da teoria da agência como pode ser considerada um mecanismo importante para resolver o problema fiscal. No primeiro caso, a remuneração adequada pode diminuir os custos existentes entre os objetivos da empresa e as tomadas de decisão dos executivos, fazendo com que haja mais sinergia entre ambos. No segundo, a remuneração pode ser usada para reduzir a natureza discricionária da extração pública de recursos dessas empresas.	Estratégia/adm nistração pública. Relatório.	Teórico

BID (2019)	Teoria da agência/governança corporativa	Os autores tratam do problema da teoria da agência e da forma que a remuneração de executivos pode ser usada para mitigar ou acabar com ele. O relatório também aborda a remuneração como uma forma de atrair talentos e retê-los nas empresas estatais, por mais que a remuneração adequada não seja condição suficiente para que se atinja a boa performance burocrática.	Estratégia/administração pública. Relatório.	Teórico
Walker (2010)	Remuneração de executivos	O artigo traz uma revisão da teoria e evidência no que diz respeito à remuneração de executivos. Nesse caso, são consideradas as empresas listadas em bolsa. O autor traz as três perspectivas teóricas do processo de remuneração desses executivos: <i>Optimal Contract Theory</i> (teoria clássica da remuneração executiva sendo usada para minimizar os custos de gestão e controle sobre os executivos, além de maximizar o valor aos acionistas); <i>Managerial Power Theory</i> (os fatores da remuneração executiva são inconsistentes com o modelo de otimização de valor das companhias, pois há possibilidade de haver poder de barganha exercido pelos executivos) e <i>Team Production Theory</i> (pela qual os problemas da companhia são mais parecidos com um problema de time/gestão do que relacionados à visão tradicional de principal-agente). O ponto negativo desse artigo é não trazer o debate sobre empresas estatais, dada a diferença nos determinantes e as singularidades de cada tipo de companhia.	Economia/Direito. Artigo científico.	Teórico
OECD (2015)	Remuneração de executivos/governança corporativa	O livro trata de governança corporativa, incluindo o aspecto da remuneração dos executivos de empresas estatais como ponto central. Aborda a relação entre remuneração e performance da companhia e a importância de que as informações de remuneração dos executivos e membros do conselho se tornem públicas, além dos cargos que ocupam dentro da empresa, como forma de melhorar a governança corporativa das estatais.	Governança corporativa. Livro.	Normativo

Quadro A2: Informações complementares de estudos empíricos sobre remuneração de membros do conselho e executivos C-level de empresas estatais.

Referência/área/ tipo de publicação	Tópico	Resumo	País	Inclui empresas privadas ?	Diferença na remuneração?	Fatores que explicam a diferença?	Dados	Método/var. dependente/var. independente
IBGC (2022) Administração pública. Relatório.	Remuneração de executivos de estatais federais e estaduais/gover nança corporativa.	O estudo do IBGC analisou os dados de remuneração que as empresas de capital aberto enviam para a CVM anualmente, com o intuito de comparar as remunerações entre executivos, sejam de empresas estrangeiras, nacionais ou estatais listadas na B3. Além disso, também analisou a governança corporativa dessas companhias a partir da Lei das Estatais. Não explicou a diferença salarial usando teorias ou fatores específicos, somente constatou que existe a diferença.	Brasil	Não	-	-	Os dados são oriundos do Formulário de Referência (FRE), que apresenta um conjunto de informações regulamentadas pela CVM. A amostra desta pesquisa é composta por 252 empresas estatais, sendo 48 federais e 204 estaduais. Além disso, 30 delas são de capital aberto e 222 de capital fechado. Os dados são do FRE de 2020.	Empírico descritivo. - -
Tinoco et al. (2015) Estratégia. Artigo científico.	Análise comparativa da remuneração de executivos do setor elétrico privado e de estatais.	O estudo visa analisar as diferenças salariais no setor elétrico do Brasil, usando dados de empresas listadas na bolsa de valores, sejam de controle da União ou não. Os resultados indicam, por meio de uma análise descritiva, que as diferenças encontradas se devem principalmente à proporção maior de remuneração dos executivos por meio de remuneração fixa nas empresas de controle estatal, enquanto nas companhias de controle privado, observa-se mais equilíbrio. Observa-se também que as empresas privadas remuneram os seus executivos em valores maiores do que as empresas estatais.	Brasil	Sim	Sim	Tamanho da empresa, setor, estabilidade do setor público.	Dados do FRE da CVM de 2013, levando em consideração empresas do setor elétrico privadas e estatais. Análise com oito empresas, sendo quatro estatais e quatro privadas.	Empírico descritivo. - -
IPEA (2019) Estratégia. Capítulo de livro.	Análise comparativa e mecanismos de incentivos /	O capítulo do livro mostra as diferenças na remuneração entre executivos de maneira similar ao estudo do IBGC (2022). No entanto, nesse caso, com o uso da teoria da	Brasil	Sim	Sim	Singularidade e do negócio, multiplicidade e conflito de objetivos,	Os dados são oriundos do FRE, item 13.2, que apresenta um conjunto de informações disciplinado pela CVM, entre as quais estão os esquemas e	Empírico descritivo. - -

	teoria da agência.	agência para justificar a diferença. As empresas estatais, particularmente as listadas, apresentam remuneração bastante inferior às congêneres privadas, equivalentes em termos de porte e setor. Também, em sua grande maioria, carecem de políticas de incentivos de longo prazo, tipicamente baseadas em bônus e na concessão de ações e opções (<i>stock options</i>).				controle do processo, natureza pública do benefício da atuação empresarial, riscos incorridos.	valores da remuneração dos administradores. A amostra desta pesquisa é, em parte, similar à amostra do IBGC (2022), adicionando as empresas privadas listadas na B3, sejam estrangeiras ou de capital privado nacional. A amostra total compreende 256 companhias, sendo oito de capital estrangeiro, 222 de capital privado nacional e 26 de empresas estatais. O período de análise é o ano de 2016.	
Leite (2013) Estratégia. Dissertação.	Teoria da agência/multiplicidade de objetivos das empresas estatais.	O estudo demonstrou que a remuneração variável nas empresas estatais é menor que nas privadas, similar aos resultados de todos os estudos anteriores listados na tabela, atingindo valores médios de cerca de 13% nas empresas controladas pelo Estado e de mais de 60% em empresas privadas comparáveis.	Brasil	Sim	Sim	Variáveis como o ativo da empresa e lucratividade tiveram significância estatística para explicar as duas variáveis dependentes : remuneração e a amplitude salarial.	Dados do FRE da CVM - 19 empresas estatais e 86 empresas privadas para o período de 2009-2011.	Uso de modelo econométrico: equiparação com escore de propensão. Var. dep.: uma para cada hipótese, remuneração variável (hipótese 1) e amplitude (hipótese 2). Var. indep.: ativos, lucratividade, investimento em capital fixo, produtividade, segmento e variável binária, indicando se é empresa estatal ou privada.
Lin (2018) Estratégia. Artigo científico.	Teoria da agência/multiplicidade de objetivos das empresas estatais.	O ponto central do estudo é avaliar a remuneração dos executivos a partir da determinação dada pela Comissão Estatal para a Supervisão e Administração dos Ativos do Estado (State-owned Assets Supervision and Administration Commission of	China	Não	-	-	O estudo inclui 105 empresas estatais e 930 executivos dessas companhias para o ano 2015.	Uso de modelo econométrico: MQO. Var. dep.: remuneração (= salário fixo e bônus).

		the State Council, SASAC, do inglês) de tornar públicas as informações sobre remuneração dos executivos. Nesse ponto, o estudo incluiu a relação entre remuneração e incentivos não financeiros, dado o forte papel social que as empresas estatais devem cumprir na China, além de uma <i>proxy</i> para a preocupação com questões ambientais.						Var. indep.: indicadores de performance (ROE, ROA), performance política e ambiental.
Chan et al. (2007) Contabilidade. Artigo científico.	Valor adicionado distribuído/remuneração de executivos/eficiência das empresas estatais e privadas.	O estudo analisa dados de demonstrações de valor adicionado para verificar se as empresas estatais destinam a maior parte da riqueza aos funcionários (o estudo não aborda somente executivos). Para a remuneração dos acionistas, os resultados não sugerem que haja diferenças significativas entre as empresas privadas e as estatais.	Brasil	Sim	Não	-	Banco de dados da FIPECAFI, com 4.000 empresas que divulgam a Demonstração de Valor Adicionado (DVA). Foram selecionadas todas as empresas do setor de serviços públicos que disponibilizaram a DVA e que dispunham de informações relativas ao número de empregados, total do ativo, vendas e patrimônio líquido. Período de 1998-2002.	Uso de modelo estatístico: análise de <i>cluster</i> multivariada. Var. dep.: remuneração dos funcionários e do conselho. Var. indep.: ativos totais, número de funcionários e número de vendas.
Chen e Jeremias (2012) Estratégia.Contabilidade. Artigo científico.	Performance da empresa/remuneração de executivos.	O estudo visa analisar a relação entre variáveis de performance da empresa e remuneração com variáveis relevantes, como a estratégia da empresa e sua diferenciação, por exemplo.	EUA	Sim	-	-	A amostra inclui todas as empresas listadas que compõem a base Compustat S&P 500 para o período de 2000-2005.	Uso de modelo econométrico: Método de estimação em 2 estágios e análise de <i>cluster</i> . Var. dep.: remuneração baseada em performance e no quanto foi pago aos executivos. Var. indep.: tamanho da empresa, risco do negócio, ativos totais e variável binária

								se a empresa for líder no setor ou não.
Guimarães (2020) Estratégia. Artigo científico.	Mudanças de CEOs/remuneração de executivos.	O estudo analisa a relação das mudanças de CEOs com a performance da empresa, incluindo uma variável binária sobre se ela é estatal ou não. O estudo aponta que, com base nos dados analisados, as estatais compõem o grupo de empresas que mais apresentaram mudanças de CEOs. O estudo não diferencia o salário das estatais com as empresas privadas.	Brasil	Sim	-	-	O estudo considera 298 empresas brasileiras listadas na B3 de 2010-2017.	Uso de modelo econométrico: MQO e regressão logística. Var. dep.: performance da companhia e mudança de CEO. Var. indep.: tamanho da empresa, endividamento, ROE e ROA.
Firth et al. (2006) Estratégia/finanças corporativas. Artigo científico.	Remuneração de executivos/fatores de performance da empresa.	O estudo analisa empresas chinesas estatais e privadas, com o intuito de demonstrar quais seriam as melhores práticas para as estatais, dadas as reformas econômicas à época. A ideia era investigar se melhorar/aumentar a remuneração dos executivos afetaria a performance das empresas estatais.	China	Sim	Sim	Modelo de incentivos de pagamento - a mudança na riqueza dos acionistas mostrou-se positivamente associada à mudança nas formas de remuneração.	A amostra consiste em 549 companhias e 1647 observações de companhia-ano, no período de 3 anos, de 1998 até 2000.	Uso de modelo econométrico: MQO. Var. dep.: remuneração. Var. indep.: mudança na riqueza dos acionistas, mudança na receita operacional e ativos totais.

Tabela A1 - Comparação de variáveis financeiras nas amostras sem *matching*, com *matching* PSM e com *matching* PSM-EI (variáveis médias entre 2012 e 2014)

	Sem <i>matching</i>			PSM			PSM-EI		
	Estatais federais	Privadas	Diferença	Estatais federais	Privadas	Diferença	Estatais federais	Privadas	Diferença
Ln(receitas)	12.732	12.669	0,023	12.622	12.437	0,069	12.747	12.654	0,035
Ln(ativos totais)	14.498	13.929	0,242	14.701	14.341	0,153	14.730	14.639	0,039
ROA	-3.343	2.548	-0,375	-0,521	-0,259	-0,017	-0,313	1.477	-0,114
Ativos fixos/ativos totais	0,645	0,671	-0,106	0,687	0,681	0,024	0,693	0,658	0,147

Tabela A2 - Diferença média no Ln(salário total) (estatal vs privada - valor mensal médio por diretor - 2013-2017)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
=1 se empresa for estatal federal	-0,195 (0,231)	-0,721*** (0,000)	-0,485*** (0,007)	-0,605*** (0,000)	-0,747*** (0,000)
Ln(receitas)		0,074** (0,032)	-0,053 (0,211)	-0,049 (0,230)	0,146** (0,028)
Ln(ativos totais)		0,360*** (0,000)	0,251*** (0,001)	0,241*** (0,000)	0,213*** (0,008)
ROA		-0,002 (0,456)	0,005 (0,536)	0,001 (0,709)	0,002 (0,461)
Ativos fixos/ativos totais		0,448 (0,149)	-0,167 (0,666)	-0,467 (0,141)	-0,073 (0,863)
Constante	11.426*** (0,000)	5.208*** (0,000)	8.340*** (0,000)	8.826*** (0,000)	7.375*** (0,000)
Observações	1897	1862	397	395	380
<i>Dummies</i> de ano	X	X	X	X	X
<i>Dummies</i> de setor	X	X	X	X	X
Variáveis de controle		X	X	X	X
Sem <i>matching</i>	X	X			
Com <i>matching</i> - PSM			X		
Com <i>matching</i> - PSM-EI				X	
Com <i>matching</i> - CEM					X

Notas: (1) níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Valores-p indicados entre parênteses. Erros-padrões clusterizados no nível de empresa

Tabela A3 – Diferença média no Ln(principal componente do salário fixo) (estatal vs privada – valor mensal médio por diretor – 2013-2017)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
=1 se empresa for estatal federal	-0,060 (0,668)	-0,462*** (0,000)	-0,291* (0,085)	-0,415*** (0,000)	-0,629*** (0,000)
Ln(receitas)		0,076** (0,014)	-0,014 (0,715)	0,019 (0,618)	0,129** (0,017)
Ln(ativos totais)		0,252*** (0,000)	0,135* (0,053)	0,088 (0,139)	0,071 (0,263)
ROA		-0,004** (0,028)	0,006 (0,329)	0,003 (0,340)	-0,001 (0,705)
Ativos fixos/ativos totais		0,451 (0,109)	-0,085 (0,808)	-0,114 (0,667)	0,017 (0,964)
Constante	10.804*** (0,000)	6.053*** (0,000)	8.933*** (0,000)	9.411*** (0,000)	8.772*** (0,000)
Observações	1897	1862	397	395	380
<i>Dummies</i> de ano	X	X	X	X	X
<i>Dummies</i> de setor	X	X	X	X	X
Variáveis de controle		X	X	X	X
Sem <i>matching</i>	X	X			
Com <i>matching</i> - PSM			X		
Com <i>matching</i> - PSM-EI				X	
Com <i>matching</i> - CEM					X

Notas: (1) níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Valores-p indicados entre parênteses. Erros-padrões clusterizados no nível de empresa

Tabela A4 - Diferença média no Ln(demais componentes salariais) (estatal vs privada - valor mensal médio por diretor - 2013-2017)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
=1 se empresa for estatal federal	-0,516** (0,010)	-0,953*** (0,000)	-0,190 (0,709)	-0,683** (0,010)	-1,059*** (0,000)
Ln(receitas)		0,027 (0,687)	-0,107 (0,244)	-0,074 (0,334)	0,101 (0,444)
Ln(ativos totais)		0,341*** (0,000)	0,414*** (0,009)	0,378*** (0,001)	0,679*** (0,003)
ROA		0,003 (0,600)	0,051* (0,084)	0,004 (0,764)	0,014 (0,162)
Ativos fixos/ativos totais		-0,389 (0,514)	0,467 (0,595)	-0,046 (0,944)	-1,779 (0,145)
Constante	10,491*** (0,000)	5,674*** (0,000)	4,126** (0,043)	5,506*** (0,000)	2,056 (0,157)
Observações	1897	1862	397	395	380
<i>Dummies</i> de ano	X	X	X	X	X
<i>Dummies</i> de setor	X	X	X	X	X
Variáveis de controle		X	X	X	X
Sem <i>matching</i>	X	X			
Com <i>matching</i> - PSM			X		
Com <i>matching</i> - PSM-EI				X	
Com <i>matching</i> - CEM					X

Notas: (1) níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Valores-p indicados entre parênteses. Erros-padrões clusterizados no nível de empresa

Tabela A5 - Diferença média no valor do salário total (estatal vs privada - valor mensal médio por diretor - 2013-2017)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
=1 se empresa for estatal federal	-84.146*** (0,000)	-131.039*** (0,000)	-116.309*** (0,000)	-112.528*** (0,000)	-92.285*** (0,000)
Ln(receitas)		10.393*** (0,008)	-0,997 (0,901)	-8.662 (0,283)	15.084* (0,064)
Ln(ativos totais)		32.847*** (0,000)	28.316** (0,022)	38.009** (0,011)	36.958*** (0,002)
ROA		-0,087 (0,760)	-0,300 (0,796)	-0,782 (0,267)	0,655* (0,075)
Ativos fixos/ativos totais		18.016 (0,520)	29.839 (0,608)	-85.847 (0,226)	-14.215 (0,748)
Constante	174.053*** (0,000)	-426.557*** (0,000)	-258.715** (0,014)	-227.992** (0,043)	-514.884*** (0,001)
Observações	1897	1862	397	395	380
<i>Dummies</i> de ano	X	X	X	X	X
<i>Dummies</i> de setor	X	X	X	X	X
Variáveis de controle		X	X	X	X
Sem <i>matching</i>	X	X			
Com <i>matching</i> - PSM			X		
Com <i>matching</i> - PSM-EI				X	
Com <i>matching</i> - CEM					X

Notas: (1) níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Valores-p indicados entre parênteses. Erros-padrões clusterizados no nível de empresa

Tabela A6 - Diferença média no valor do principal componente do salário fixo (estatal vs privada - valor mensal médio por diretor - 2013-2017)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
=1 se empresa for estatal federal	-23.765*** (0,000)	-37.392*** (0,000)	-33.118*** (0,000)	-34.907*** (0,000)	-34.161*** (0,000)
Ln(receitas)		3.967*** (0,001)	1.551 (0,467)	1.676 (0,491)	6.535*** (0,010)
Ln(ativos totais)		8.815*** (0,000)	4.480 (0,153)	4.557 (0,237)	4.888 (0,155)
ROA		-0,112 (0,135)	0,075 (0,709)	-0,009 (0,954)	0,017 (0,918)
Ativos fixos/ativos totais		5.906 (0,463)	3.034 (0,837)	-15.065 (0,389)	-10.304 (0,557)
Constante	73.776*** (0,000)	-102.793*** (0,000)	-18.674 (0,446)	-6.124 (0,804)	-56.570 (0,156)
Observações	1897	1862	397	395	380
<i>Dummies</i> de ano	X	X	X	X	X
<i>Dummies</i> de setor	X	X	X	X	X
Variáveis de controle		X	X	X	X
Sem <i>matching</i>	X	X			
Com <i>matching</i> - PSM			X		
Com <i>matching</i> - PSM-EI				X	
Com <i>matching</i> - CEM					X

Notas: (1) níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Valores-p indicados entre parênteses. Erros-padrões clusterizados no nível de empresa

Tabela A7 - Diferença média no valor dos demais componentes salariais (estatal vs privada - Valor mensal médio por diretor - 2013-2017)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
=1 se empresa for estatal federal	-55.182*** (0,000)	-86.098*** (0,000)	-73.976*** (0,000)	-67.512*** (0,000)	-57.434*** (0,003)
Ln(receitas)		4.725 (0,107)	-4.375 (0,448)	-9.707 (0,122)	8.333 (0,210)
Ln(ativos totais)		24.510*** (0,000)	24.907*** (0,007)	30.517** (0,010)	35.712*** (0,001)
ROA		0,261 (0,215)	-0,306 (0,731)	-0,734 (0,175)	0,532* (0,070)
Ativos fixos/ativos totais		7.992 (0,724)	9.440 (0,835)	-57.212 (0,315)	-32.499 (0,408)
Constante	92.582*** (0,000)	-314.358*** (0,000)	-229.404*** (0,007)	-204.069** (0,030)	-481.093*** (0,000)
Observações	1897	1862	397	395	380
<i>Dummies</i> de ano	X	X	X	X	X
<i>Dummies</i> de setor	X	X	X	X	X
Variáveis de controle		X	X	X	X
Sem <i>matching</i>	X	X			
Com <i>matching</i> - PSM			X		
Com <i>matching</i> - PSM-EI				X	
Com <i>matching</i> - CEM					X

Notas: (1) níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Valores-p indicados entre parênteses. Erros-padrões clusterizados no nível de empresa

Tabela A8 – Diferença média na % do salário total correspondente ao principal componente do salário fixo (estatal vs privada – valor mensal médio por diretor – 2013-2017)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
=1 se empresa for estatal federal	3.058 (0,225)	9.479*** (0,000)	7.272*** (0,007)	5.622** (0,039)	7.188** (0,031)
Ln(receitas)		0,508 (0,428)	2.279*** (0,009)	3.104** (0,021)	-0,615 (0,752)
Ln(ativos totais)		-6.042*** (0,000)	-6.579*** (0,000)	-7.302*** (0,000)	-8.538*** (0,001)
ROA		-0,168*** (0,000)	0,021 (0,856)	0,021 (0,815)	-0,231** (0,032)
Ativos fixos/ativos totais		0,476 (0,929)	4.961 (0,563)	9.838 (0,371)	8.910 (0,428)
Constante	61.707*** (0,000)	139.290*** (0,000)	127.840*** (0,000)	126.453*** (0,000)	170.380*** (0,000)
Observações	1894	1859	396	394	379
<i>Dummies</i> de ano	X	X	X	X	X
<i>Dummies</i> de setor	X	X	X	X	X
Variáveis de controle		X	X	X	X
Sem <i>matching</i>	X	X			
Com <i>matching</i> – PSM			X		
Com <i>matching</i> – PSM-EI				X	
Com <i>matching</i> – CEM					X

Notas: (1) níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Valores-p indicados entre parênteses. Erros-padrões clusterizados no nível de empresa

Tabela A9 - Diferença média no Ln(salário total) (estatal vs privada - valor mensal médio por conselheiro - 2013-2017)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
=1 se empresa for estatal federal	-0.722*** (0,000)	-0.982*** (0,000)	-0.793*** (0,000)	-1.225*** (0,000)	-0,747** (0,012)
Ln(receitas)		0,028 (0,420)	0,030 (0,519)	0,059 (0,321)	0,198* (0,091)
Ln(ativos totais)		0,267*** (0,000)	0,073 (0,381)	0,056 (0,562)	0,007 (0,955)
ROA		-0,001 (0,728)	0,011 (0,131)	0,005 (0,260)	0,008 (0,170)
Ativos fixos/ativos totais		-0,389 (0,204)	0,798* (0,089)	0,399 (0,418)	-0,165 (0,749)
Constante	9.327*** (0,000)	5.441*** (0,000)	7.134*** (0,000)	7.801*** (0,000)	7.962*** (0,000)
Observações	1569	1548	291	288	338
<i>Dummies</i> de ano	X	X	X	X	X
<i>Dummies</i> de setor	X	X	X	X	X
Variáveis de controle		X	X	X	X
Sem <i>matching</i>	X	X			
Com <i>matching</i> - PSM			X		
Com <i>matching</i> - PSM-EI				X	
Com <i>matching</i> - CEM					X

Notas: (1) níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Valores-p indicados entre parênteses. Erros-padrões clusterizados no nível de empresa

Tabela A10 – Diferença média no valor do salário total (estatal vs privada - valor mensal médio por conselheiro - 2013-2017)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
=1 se empresa for estatal federal	-15.523*** (0,000)	-19.721*** (0,000)	-17.506*** (0,000)	-23.589*** (0,000)	-13.319*** (0,007)
Ln(receitas)		1.307** (0,025)	1.306 (0,143)	1.952 (0,199)	2.702 (0,182)
Ln(ativos totais)		3.360*** (0,000)	0,383 (0,822)	0,610 (0,834)	1.447 (0,539)
ROA		-0,002 (0,966)	0,142 (0,145)	0,071 (0,502)	0,258 (0,110)
Ativos fixos/ativos totais		-4.940 (0,345)	6.077 (0,557)	-2.615 (0,849)	-3.876 (0,675)
Constante	23.065*** (0,000)	-38.126*** (0,000)	-5.760 (0,689)	-5.173 (0,828)	-17.002 (0,528)
Observações	1569	1548	291	288	338
<i>Dummies</i> de ano	X	X	X	X	X
<i>Dummies</i> de setor	X	X	X	X	X
Variáveis de controle		X	X	X	X
Sem <i>matching</i>	X	X			
Com <i>matching</i> - PSM			X		
Com <i>matching</i> - PSM-EI				X	
Com <i>matching</i> - CEM					X

Notas: (1) níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Valores-p indicados entre parênteses. Erros-padrões clusterizados no nível de empresa

Tabela A11 - Diferença média na % do salário total correspondente ao principal componente do salário fixo (estatal vs privada - % - 2013-2017)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
=1 se empresa for estatal federal	7.642*** (0,000)	9.249*** (0,000)	14.715*** (0,000)	12.180*** (0,001)	7.180** (0,014)
Ln(receitas)		0,717 (0,284)	-0,286 (0,755)	1,411 (0,316)	-0,753 (0,641)
Ln(ativos totais)		-3,257*** (0,000)	-1,439 (0,314)	-4,263 (0,111)	-1,053 (0,527)
ROA		-0,073** (0,046)	-0,006 (0,938)	-0,091 (0,318)	-0,253** (0,046)
Ativos fixos/ativos totais		6,500 (0,228)	15,729 (0,129)	24,722* (0,066)	3,850 (0,681)
Constante	82.240*** (0,000)	115.030*** (0,000)	95.081*** (0,000)	109.663*** (0,000)	54.577** (0,012)
Observações	1568	1547	291	287	338
<i>Dummies</i> de ano	X	X	X	X	X
<i>Dummies</i> de setor	X	X	X	X	X
Variáveis de controle		X	X	X	X
Sem <i>matching</i>	X	X			
Com <i>matching</i> - PSM			X		
Com <i>matching</i> - PSM-EI				X	
Com <i>matching</i> - CEM					X

Notas: (1) níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Valores-p indicados entre parênteses. Erros-padrões clusterizados no nível de empresa

Tabela A12 - Diferença média na proporção entre salário de conselheiro por salário de diretores executivos (estatal vs privada - % - 2013-2017)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
=1 se empresa for estatal federal	-10.446*** (0,000)	-8.761*** (0,000)	-6.926*** (0,002)	-11.325*** (0,000)	-4.326 (0,186)
Ln(receitas)		-0,028 (0,966)	0,624 (0,358)	1,038 (0,254)	0,717 (0,636)
Ln(ativos totais)		-1,204 (0,199)	-0,973 (0,452)	-0,335 (0,877)	-0,530 (0,770)
ROA		0,025 (0,445)	0,071 (0,545)	-0,018 (0,796)	0,143 (0,168)
Ativos fixos/ativos totais		-3,377 (0,574)	2,212 (0,724)	-2,026 (0,807)	-7,006 (0,332)
Constante	17.998*** (0,000)	37.538*** (0,000)	22.614** (0,040)	13.328 (0,456)	23.212 (0,236)
Observações	1569	1548	291	288	338
<i>Dummies</i> de ano	X	X	X	X	X
<i>Dummies</i> de setor	X	X	X	X	X
Variáveis de controle		X	X	X	X
Sem <i>matching</i>	X	X			
Com <i>matching</i> - PSM			X		
Com <i>matching</i> - PSM-EI				X	
Com <i>matching</i> - CEM					X

Notas: (1) níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Valores-p indicados entre parênteses. Erros-padrões clusterizados no nível de empresa

REFERÊNCIAS

- ANGRIST, J.; PISCHKE J. **Mostly harmless econometrics: an empiricist's companion**. New Jersey: Princeton University Press, 2008.
- BAI, C-E.; XU, L. C. Incentives for CEOs with multitasks: evidence from Chinese state-owned enterprises. **Journal of Comparative Economics**, v. 33, n. 3, p. 517-539, 2005.
- BAK, P.; MICHALAK, A. The problem of managers' remuneration in state-owned enterprises in the context of corporate governance. **Mineral Resources Management**, v. 34, p. 155-174, 2018.
- BRUTON, G. D. *et al.* State-owned enterprises around the world as hybrid organizations. **Academy of management perspectives**, v. 29, n. 1, p. 92-114, 2015.
- 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**, v. 11, p. 199-218, 2007.
- CHEN, Y.; JERMIAS, J. Business strategy, executive compensation and firm performance. **Accounting & Finance**, v. 54, n. 1, p. 113-134, 2014.
- FIRTH, M.; FUNG, P. M. Y.; RUI, O. M. Corporate performance and CEO compensation in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 4, p. 693-714, 2006.
- FONTES-FILHO, J. R. Remuneração e mecanismos de alinhamento de interesses na governança corporativa das empresas estatais brasileiras. **Empresas estatais: políticas públicas, governança e desempenho**, Ipea, 2019. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/9505/1/Empresa%20estatais_pol%C3%ADticas%20p%C3%ABlicas%2C%20governan%C3%A7a%20e%20desempenho.pdf. Acesso em: 10 ago. 2022.
- GARCIA, G. A.; MUSACCHIO, A.; PINEDA, E. State-owned enterprise reform in Latin America: issues and possible solutions. **Inter-American Development Bank**, 2015.
- GUIMARÃES, S. F. Do performance, ownership and governance influence CEO turnover? Evidence from Brazil. *In*: GUIMARÃES, S. F. **Essays on CEO and executive turnover in Brazil**. Tese (doutorado). Universidade Federal do Rio de Janeiro: Instituto COPPEAD de Administração, 2020. p. 44-75.
- GWON, J. H.; MOON, B. S. Executive compensation in Korea: evidence from a new mandatory disclosure. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, v. 6, n. 3, p. 91-101, 2019.
- HUBER, J. *et al.* **Fixing state-owned enterprises: new policy solutions to old problems**. Inter-American Development Bank, 2019.
- IACUS, S. M.; KING, G.; PORRO, G. Causal inference without balance checking: coarsened exact matching. **Political analysis**, v. 20, n. 1, p. 1-24, 2012.

IBGC. **Remuneração dos Administradores**. 8. ed., 2022. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24531>. Acesso em: 10 ago. 2022.

MUSACCHIO, A.; PINEDA, E.; GARCÍA, G. A. State-owned enterprise reform in Latin America: issues and possible solutions. **IDB (Inter-American Development Bank)**. 2015. Disponível em: <https://publications.iadb.org/en/state-owned-enterprise-reform-latin-america-issues-and-possible-solutions>. Acesso em: 10 ago. 2022.

MUSACCHIO, A. *et al.* Fixing state-owned enterprises: new policy solutions to old problems. **IDB (Inter-American Development Bank)**. 2019. Disponível em: <https://publications.iadb.org/en/fixing-state-owned-enterprises-new-policy-solutions-old-problems>. Acesso em: 10 ago. 2022.

LEITE, P. K. N. Remuneração de administradores em estatais e em empresas privadas. 2013. Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/entities/publication/2c9b00e0-ceb8-4b91-90b4-f603320bf205>. Acesso em: 20 fev. 2025.

LIN, Li-Wen. Revisiting executive pay of China's state-owned enterprises: formal design, fresh data, and further doubts. **UC Davis Bus. LJ**, v. 19, p. 27, 2018.

MEGGINSON, W. L. *et al.* Privatization, state capitalism, and state ownership of business in the 21st century. **Foundations and Trends® in Finance**, v. 11, n. 1-2, p. 1-153, 2017.

MENGISTAE, T.; COLIN XU, L. Agency theory and executive compensation: the case of Chinese state-owned enterprises. **Journal of Labor Economics**, v. 22, n. 3, p. 615-637, 2004.

MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G. **Reinventing state capitalism: Leviathan in business, Brazil and beyond**. Harvard University Press, 2014.

OECD. **G20/OECD Principles of corporate governance**. Paris: OECD Publishing, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>. Acesso em: 10 ago. 2022.

OECD. **Remuneration of boards of directors and executive management in state-owned enterprises**, Paris: OECD Publishing, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/80d6dc04-en>. Acesso em: 10 ago. 2022.

PARGENDLER, M.; MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. **Cornell Int'l LJ**, v. 46, p. 569, 2013.

SILVA, F.; MENEZES-FILHO, N.; KOMATSU, B. Evolução da produtividade no Brasil: comparações internacionais. **Policy Paper**, v. 15, p. 3, 2016.

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. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 18, n. 3, p. 142-161, 2015.

WALKER, D. I. The law and economics of executive compensation: theory and evidence. In: HILL, C. A.; MCDONNELL, B. H. (ed.). **Research handbook on the economics of corporate law**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2012. p. 232-254.

WILLIAMSON, O. E. Public and private bureaucracies: a transaction cost economics perspectives. **The Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 15, n. 1, p. 306-342, 1999.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Cambridge, MA: MIT Press, 2010.

YOUNG, M. N. *et al.* Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. **Journal of management studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.