

Jean Carlo Rissatti

**REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E OS FATORES QUE
INFLUENCIAM A VOTAÇÃO DOS ACIONISTAS
EM ASSEMBLEIAS GERAIS**

Dissertação submetida ao Programa de
Programa de Pós-Graduação em
Contabilidade da Universidade Federal
de Santa Catarina para a obtenção do
título de Mestre em Contabilidade.
Orientador: Prof. Dr. José Alonso
Borba

**Florianópolis
2019**

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Rissatti, Jean Carlo

Remuneração de executivos e os fatores que influenciam a votação dos acionistas em assembleias gerais / Jean Carlo Rissatti ; orientador, José Alonso Borba , 2019.

107 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico, Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Florianópolis, 2019.

Inclui referências.

1. Contabilidade. 2. Remuneração de Executivos. 3. Votação dos Acionistas. 4. Ativismo de Investidores. 5. Governança Corporativa. I. , José Alonso Borba. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.

Jean Carlo Rissatti

**REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E OS FATORES QUE
INFLUENCIAM A VOTAÇÃO DOS ACIONISTAS
EM ASSEMBLEIAS GERAIS**

Esta Dissertação foi julgada adequada para obtenção do Título de
“Mestre” em Contabilidade e aprovada em sua forma final pelo
Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal
de Santa Catarina.

Florianópolis, 12 de abril de 2019.

Prof. ^a Ilse Maria Beuren, Dr.^a
Coordenadora do Curso

Banca Examinadora:

Prof. José Alonso Borba, Dr.
Orientador
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof.^a Patrícia Maria Bortolon, Dr.^a (Videoconferência)
Universidade Federal do Espírito Santo

Prof.^a Suliani Rover, Dr.^a
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Alex Mussoi Ribeiro, Dr.
Universidade Federal de Santa Catarina

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente à minha família por terem me apoiado nessa etapa. Ao meu orientador José Alonso Borba por ter aceito mais uma vez o desafio de me orientar.

O amigo João Antônio Salvador de Souza que participou da pré-qualificação e aos professores que fizeram parte das bancas qualificação e defesa, Patrícia Maria Bortolon, Suliani Rover e Alex Mussoi Ribeiro, e que contribuíram para o desenvolvimento do trabalho.

Aos meus colegas que estiveram ao meu lado, nos trabalhos, conversas e merendinhas: João Antônio Salvador de Souza, Fábio Minatto, Lucas Martins Dias Maragno, Paulo Knupp, Alessandro Jacó de Carvalho, Janaína da Silva Ferreira, Marília Paranaíba Ferreira, Renata Mendes de Oliveira e aos demais integrantes do Núcleo de Estudos em Contabilidade e Controladoria (NECC) e outros colegas do mestrado e doutorado.

Por fim, meus agradecimentos aos demais professores do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGC) e do departamento de Contabilidade, à Universidade Federal de Santa Catarina, à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) e o PPGC pela bolsa fornecida.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo identificar e analisar as propostas de remuneração dos executivos propostas às assembleias gerais a fim de serem votadas pelos acionistas no ano de 2018 em empresas listadas na B3, bem como identificar e analisar quem são os investidores que fazem parte do mercado acionário brasileiro e como estes se comportam na votação dos pacotes de remuneração. Para tanto, foi realizada uma análise documental e logística. Foram analisados formulários de referência, posições acionárias, propostas das administrações, atas das assembleias gerais, mapas finais de votação analítico e sintético, totalizando 2.076 documentos. Na primeira parte, busca identificar como as propostas de remuneração dos executivos são elaboradas. Na segunda parte, visa identificar os investidores que fazem parte do mercado acionário brasileiro na B3. Na terceira parte, é analisada a votação dos acionistas no que se refere aos pacotes de remuneração. Os dados obtidos foram analisados por meio de análise descritiva e, posteriormente, utilizou a regressão logística para verificar os fatores que influenciam a chance de o investidor votar a favor dos pacotes de remuneração dos executivos. Para tanto, utilizou-se o software SPSS®. Como resultados encontrados, evidenciou-se que a maior parte das empresas divulgou os valores propostos da remuneração dos executivos; a maior parcela da remuneração é composta por valores fixos; a existência de concentração acionária, além de grandes investidores internacionais possuírem participações nas empresas brasileiras. Foi possível observar que existe espaço para melhoras quanto à divulgação e clareza das informações, pois algumas empresas divulgam a remuneração de forma geral. Em relação aos fatores que influenciam na votação, observou-se que o acionista controlador, benefícios diretos e indiretos e outros valores fixos influenciam positivamente a chance de aprovação do pacote de remuneração, enquanto ser residente no exterior, pertencer ao Estado, alta dissidência (empresas com mais de 20% de rejeição de votos) e os benefícios de pós-emprego influenciam negativamente a chance de aprovação.

Palavras-chave: Remuneração de Executivos. Votação dos Acionistas. Ativismo de Investidores. Governança Corporativa.

ABSTRACT

The aim of this paper is to identify and analyze executive compensation proposals proposed at general meetings in order to be voted by shareholders in 2018 in companies listed in B3, as well as to identify and analyze who are the investors that are part of the stock market, and how they behave in the voting of the compensation packages. For that, a documentary and logistic analysis was carried out. Reference forms, stock positions, management proposals, minutes of general meetings, final analytical and summary voting maps were analyzed, totaling 2,076 documents. In the first part, it seeks to identify how executive compensation proposals are prepared. In the second part, it aims to identify the investors that are part of the Brazilian stock market in B3. In the third part, it is analyzed the vote of the shareholders regarding the compensation packages. The data obtained were analyzed by means of descriptive analysis and later used the logistic regression to verify the factors that influence the chance of the investor to vote in favor of executive compensation packages. For this purpose, SPSS® software was used. As results found, it was evidenced that most of the companies disclosed the proposed values of executive compensation; the largest part of the compensation is composed of fixed amounts; the existence of a stockholding concentration, in addition to large international investors holding stakes in Brazilian companies. It was possible to observe that there is room for improvement regarding the disclosure and clarity of information, as some companies disclose the compensation in general. Regarding the factors influencing the voting, it was observed that the controlling shareholder, direct and indirect benefits, and other fixed values positively influence the chance of approval of the remuneration package, while residing abroad, belong to the State, high dissent (companies with more than 20% rejection of votes) and post-employment benefits negatively influence the chance of approval.

Keywords: Executive Compensation. Shareholders Voting. Shareholder Activism. Corporate governance.

LISTA DE FIGURAS

- Figura 1 - Investidores presentes no mercado acionário brasileiro. 62
Figura 2 - Proposta de remuneração geral das empresas brasileiras. 65

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Estudos relacionados às votações dos pacotes de remuneração.	41
Quadro 2 - Descrição das variáveis.	49

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Amostra das empresas com remuneração executiva conforme os segmentos de listagem da B3.....	45
Tabela 2 - Classificação dos investidores por atividades desenvolvidas	46
Tabela 3 - Classificação remuneração dos executivos conforme o item 13.2 do FR.....	47
Tabela 4 - Empresas por setor econômico da B3.	61
Tabela 5 - Características dos investidores institucionais mais frequentes.....	63
Tabela 6 - Investidores por setor econômico e nível de governança corporativa da B3.	63
Tabela 7 - Remuneração de todas as empresas da amostra (em %).	65
Tabela 8 - Propostas das remunerações dos executivos por setor econômico (em %).	67
Tabela 9 - Maiores e menores porcentagens por tipo de remuneração (em %).	69
Tabela 10 - Remuneração dos executivos por setor econômico (em R\$ mil).	70
Tabela 11 - Proposta de remuneração por tipo de administrador.	72
Tabela 12 - Perfil da votação em assembleia (N= 296 empresas).	73
Tabela 13 - Concentração acionária (n= 367 empresas).	75
Tabela 14 - Resultados da Regressão Logística - Equação 1a. Todos Acionistas.....	76
Tabela 15 - Resultados da Regressão Logística – Equação 1b. Acionistas Relevantes.	78
Tabela 16 - Resultados Regressão Logística – Equação 2. Todos Acionistas.....	81

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AAGE - Ata da Assembleia Geral Extraordinária
AAGO - Ata da Assembleia Geral Ordinária
AGE - Assembleia Geral Extraordinária
AGO - Assembleia Geral Ordinária
AMEC - Associação de Investidores do Mercado de Capitais
B3 - Brasil, Bolsa, Balcão
CEO - *Chief Executive Officer*
CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM - Comissão de Valores Mobiliários
EUA - Estados Unidos da América
FR - Formulário de Referência
GC - Governança Corporativa
IBEF - Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças
IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IN - Instrução Normativa
LSA - Lei das Sociedades Anônimas
NGC - Nível de Governança Corporativa
OECD - *Organisation for Economic Co-operation and Development*
PA - Propostas da Administração
SOP - *Say-On-Pay*
SOX - *Lei Sarbanes-Oxley*
SPSS - *Statistical Package for the Social Sciences*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	21
1.1	OBJETIVOS	24
1.1.1	Objetivo geral	24
1.1.2	Objetivos específicos	24
1.2	JUSTIFICATIVA.....	24
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	29
2.1	GOVERNANÇA CORPORATIVA E TEORIA DE AGÊNCIA.....	29
2.2	VOTAÇÃO DA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS	31
2.3	REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS.....	34
2.4	INVESTIDORES INSTITUCIONAIS	37
2.5	ESTUDOS RELACIONADOS À VOTAÇÃO DOS PACOTES DE REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS	40
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	45
3.1	POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	45
3.2	COLETA DE DADOS	47
3.3	VARIÁVEIS	49
3.3.1	Descrição das Variáveis	53
3.4	MODELO EMPÍRICO DE ANÁLISE DE DADOS	56
4	ANÁLISE DE RESULTADOS	61
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA	64
4.1.1	Análise da Remuneração Geral	64
4.1.2	Análise da Remuneração por Setor Econômico	66
4.1.3	Análise da Remuneração por Nível de Governança Corporativa	71
4.1.4	Análise da Remuneração por Tipo de Administrador	71
4.1.5	Análise da Votação em Assembleia Geral	73
4.2	REGRESSÃO LOGÍSTICA	76
5	CONCLUSÃO	85
	REFERÊNCIAS	89
	APÊNDICE A – Remuneração dos executivos por nível de governança corporativa	105

APÊNDICE B – Frequência das variáveis *dummy* 107

1 INTRODUÇÃO

As diferenças entre mercados, empresas e informações detidas pelas diversas partes envolvidas podem gerar o conflito de agência que decorre da assimetria informacional entre as partes (JENSEN; MECKLING, 1976). Nos EUA, observa-se o modelo clássico do problema de agência entre acionistas e executivos, enquanto no Brasil observa-se o conflito entre acionistas majoritários e minoritários (SILVEIRA, 2010), uma vez aqui há a predominância da propriedade concentrada e forte presença de empresas familiares, diferentemente dos mercados desenvolvidos, onde há a presença de grandes investidores institucionais e maior ativismo por parte dos acionistas (IBGC, 2018).

Os grandes escândalos ocorridos no início dos anos 2000 mostraram falhas nos mecanismos de governança corporativa (GC) das empresas (SILVEIRA, 2011), bem como estavam associados a abusos da remuneração (HODGSON, 2003), como citado por Funchal e Terra, (2006), onde as opções de ações e os salários dos executivos forneciam incentivos para manipulação dos relatórios e preços das ações (FERRI; GÖX, 2018). Além disso, com a crise de 2008, mudanças na volatilidade do mercado acionário e o ativismo de investidores impulsionaram o interesse por melhorias nos sistemas de GC (SILVEIRA, 2010). Com isso, parte da atenção se voltou aos planos de remuneração dos executivos, às mudanças dos procedimentos de divulgação e à votação da remuneração desses profissionais (MORGAN; POULSEN; WOLF, 2006).

Nos Estados Unidos, com a falta de credibilidade no mercado de capitais após os já citados casos de escândalos contábeis (Enron, Worldcom, Tyco, etc.), foi elaborada a Lei *Sarbanes-Oxley* em 2002, conhecida como *SOX*, que aumentou a responsabilização da administração, criou novas medidas de GC e aprimorou a padronização das demonstrações financeiras. Entretanto, mesmo após a aprovação dessa legislação, críticas surgiram quanto aos CEOs escolhendo suas próprias remunerações, pagamentos excessivos e desvios de recursos (KAPLAN; KAPLAN, 2008). Além disso, falhas na governança impulsionaram o escândalo das opções de ações, onde eram manipuladas as datas de concessão dos planos de opções (SILVEIRA, 2010). Nesse sentido, com a *SOX*, reguladores e acionistas ativistas implementaram medidas que aumentaram a influência dos investidores nas diretorias por meio do aumento ao acesso destes nas mesmas (CAI; WALKLING, 2011).

Outra forma de fortalecer a GC, nos EUA, foi a lei conhecida como *Dodd-Frank Act* (2010), resultado da crise financeira de 2008, que gerou mudanças significativas na regulamentação financeira da remuneração executiva e da governança corporativa (ILIEV; VITANOVA, 2019). Assim, surgiu um novo mecanismo de governança que passou a chamar a atenção e receber suporte nos últimos anos, o *Say-on-Pay* (SOP) (CUCARI, 2019), por meio do qual os acionistas obtiveram novos direitos, como mais acesso e controle da remuneração dos executivos, permitindo aos acionistas opinarem sobre a remuneração dos executivos pelo menos uma vez a cada três anos (MONKS; MINOW, 2011).

Já no cenário brasileiro, a Lei 6.404 (1976) e a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1995 fortaleceram a GC. Com a crescente preocupação dos investidores com a transparência das informações, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) promulgou a Instrução Normativa (IN) 480/2009, cuja finalidade foi instituir o Formulário de Referência (FR) com o intuito de fortalecer a governança e aumentar a transparência das informações divulgadas pelas empresas, evidenciando, por exemplo, a remuneração dos executivos, foco deste estudo.

Em 2010, o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF) obteve uma liminar contra a CVM com o direito de não divulgar a remuneração anual individual mínima, média e máxima dos administradores das empresas de capital aberto no Brasil alegando questão de segurança (BARROS; SILVEIRA; BORTOLON; LEAL, 2015; TORRES, 2018). Contudo, em 2018, a liminar foi derrubada e a CVM voltou a exigir a divulgação dos valores da remuneração dos executivos (SCHINCARIOL, 2018).

Heloisa Bedicks, superintendente-geral do IBGC, ressalta que as empresas devem ser transparentes quanto aos valores gastos com remuneração dos seus gestores. Além disso, Bedicks diz que: "cabe aos acionistas, de posse dos detalhes e justificativas, comparecer às assembleias e eventualmente questionar esses valores, se acharem que é o caso" (RAGAZZI, 2018). Assim, como afirma Bedicks, um dos assuntos a serem discutidos em assembleias gerais é a aprovação da remuneração dos administradores e conselheiros fiscais, onde os investidores podem comparecer e exercer seu direito concedido por meio da participação no capital votante da companhia, além de apresentar ideias e opiniões (IBGC, 2015).

Neste cenário, existem os *blockholders*, grandes acionistas, que proporcionam melhor governança nas definições da política de

remuneração em comparação aos acionistas minoritários (DAVID; KOCHHAR; LEVITAS, 1998). Carvalho e Souza (2014) ressaltam que o papel desempenhado pelos investidores institucionais como investidores ativistas é crucial para melhorar a GC, uma vez que estes possuem maior motivação, pois os benefícios em larga escala superam os custos de monitoramento. Ademais, Gillan e Starks (2000) mostram que os investidores institucionais possuem mais força na negociação com a direção da empresa e, conseqüentemente, mais chances de proporem melhorias. Além disso, o ativismo é incentivado em empresas grandes, baixa governança e quando controladas pelo Estado (VARGAS; BORTOLON; BARROS; LEAL, 2018).

Com o intuito de adequar a demanda dos investidores e aprimorar as medidas para proteção aos acionistas minoritários, a CVM promulgou a IN 594/2017, modificando a IN 481/2009, que obriga as companhias a divulgarem o mapa final de votação detalhado (formato analítico) em até sete dias após a realização da assembleia. Ademais, a partir de 1º janeiro de 2018, as empresas foram obrigadas a aderirem ao voto à distância em assembleias. Porém, ressalta-se que algumas empresas já haviam aderido de forma facultativa no exercício de 2016 (CVM, 2015). O objetivo dessa medida é facilitar a participação dos investidores minoritários e estrangeiros nas decisões da companhia, garantindo maior transparência e promovendo a GC (LEITE, 2018).

Em revisão recente sobre os estudos de remuneração executiva elaborada por Araujo e Ribeiro (2017) destaca-se que a maioria das pesquisas que aborda esse assunto é feita nos Estados Unidos e Reino Unido. Além disso, os trabalhos estão principalmente relacionados com os desempenhos dos executivos e das organizações (SANTOS; SILVA, 2017). Dada a concentração dos estudos de remuneração dos executivos sobre os temas citados por Santos e Silva (2017), é oportuno abranger novas temáticas, como a votação nos pacotes de remuneração.

Dado o exposto e levando em consideração a importância, a necessidade de proteção e a participação dos acionistas minoritários em um mercado assimétrico, com alta concentração acionária, fraca proteção ao acionista e onde o conflito de agência é entre acionistas controladores e minoritários como o brasileiro (DALMÁCIO; LOPES; REZENDE; NETO, 2013; SILVEIRA, 2002, 2014), este trabalho tem o intuito de investigar a dinâmica da remuneração de executivos e como o ativismo dos acionistas nas empresas tem se tornado mais relevante no mercado nos últimos anos (DENES; KARPOFF; MCWILLIAMS, 2017). Ademais, o *Say-on-Pay* (SOP) é um importante mecanismo para governança, pois pode promover o ativismo dos acionistas, dar mais voz

aos proprietários (CUCARI, 2019) e ajudar a alinhar os interesses entre acionistas e a direção (ILIEV; VITANOVA, 2019). Para tanto, elaborou-se a seguinte pergunta de pesquisa: Quais fatores influenciam a votação da remuneração dos executivos nas assembleias gerais?

Para responder à pergunta de pesquisa, formularam-se os seguintes objetivos geral e específicos.

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 Objetivo geral

Identificar quais fatores influenciam a votação da remuneração dos executivos nas assembleias gerais.

1.1.2 Objetivos específicos

- a) Mapear a composição e os níveis das propostas de remuneração dos executivos das empresas listadas na B3.
- b) Identificar os principais investidores institucionais participantes do capital ordinário das empresas listadas na B3.
- c) Apurar a votação dos principais investidores institucionais nas propostas de remuneração dos executivos das empresas listadas na B3.

1.2 JUSTIFICATIVA

Este estudo é relevante na medida em que diversifica a discussão sobre o tema, uma vez que os trabalhos anteriores, como apontam Santos e Silva (2017), estão focados em relacionar a remuneração de executivos com o desempenho. Apesar dos diversos trabalhos sobre a remuneração, há uma predominância de estudos acerca da remuneração de executivos no âmbito internacional (ARAUJO; RIBEIRO, 2017; SANTOS; SILVA, 2017).

Os estudos internacionais investigaram o ativismo de acionistas por meio dos investidores institucionais e mecanismos de GC (GILLAN; STARKS, 2000; GILLAN; STARKS, 1998); das propostas de remuneração executiva (ERTIMUR; FERRI; MUSLU, 2011; JOHNSON; PORTER; SHACKELL, 1997; JOHNSON; SHACKELL,

1997); das votações dos acionistas em assembleias (AGGARWAL; SAFFI; STURGESS, 2015; CONYON; SADLER, 2010).

No Brasil, os estudos têm abordado o ativismo de acionistas por meio dos investidores institucionais, relacionando-os com: as políticas de governança corporativa (ALMEIDA, 2017; CARVALHAL; SOUZA, 2014; PUNSUVO; KAYO; BARROS, 2007; OLIVEIRA, 2005; VARGAS ET AL., 2018); eficiência (GUIMARAES; LEAL; WANKE; MOREY, 2019); gerenciamento de resultados (JUNIOR, 2013; HOLANDA; REBOUÇAS; COELHO, 2013); as características e os determinantes do ativismo dos acionistas (VARGAS, 2013), como mecanismo de monitoramento (SILVA, 2017) e desempenho (CRISÓSTOMO; GONZÁLEZ, 2006).

Apesar da temática remuneração de executivos e ativismo de acionistas ter sido mais explorada pelos acadêmicos, há uma lacuna em trabalhos que investigaram a votação dos investidores em relação aos pacotes de remuneração dos executivos no âmbito nacional. Ao contrário dos estudos internacionais, como o de Obermann e Velte (2018), que analisaram os determinantes e as consequências do ativismo de acionistas relacionados à remuneração de executivos e aos votos de SOP, como resultado encontraram cinco principais grupos de fatores: o nível e a estrutura da remuneração de executivos, as características da empresa, os mecanismos de GC, a composição acionária e os *stakeholders*.

Tendo em vista que o mercado acionário brasileiro é emergente e assimétrico devido à concentração de propriedade (SILVEIRA, 2002, 2014), o Brasil utiliza o modelo *Insider System* (Europa Continental e Japão) de GC, que possui dentre outras características: a predominância da propriedade concentrada, forte presença de empresas familiares e controladas pelo Estado (IBGC, 2018). Além disso, pode acarretar em expropriação de riqueza por parte dos majoritários e prejudicar os minoritários (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007).

No entanto, à medida que o mercado de capitais e os investidores institucionais ganham destaque, o modelo brasileiro de GC se aproxima do modelo anglo-saxão, *Outsider System* (Estados Unidos e Reino Unido), que possui, dentre outras características: mercado acionário desenvolvido, empresas com capital pulverizado, ativismo e grandes investidores institucionais (IBGC, 2018), podendo assim atrair mais investidores (FERRI; SOARES, 2009).

Dentre os diversos tipos de investidores, existem aqueles que administram recursos de terceiros (fundos de investimentos, investidores institucionais, por exemplo) e podem exercer seu voto nas decisões da

companhia (IBGC, 2015). No Brasil, observa-se predominância dos fundos de pensão no papel dos investidores institucionais. Esses administradores de recursos acabam adquirindo influência sobre a gestão das empresas (PUNSUVO et al., 2007).

Além disso, Silveira (2010) ressalta que até a década de 1980, os investidores institucionais utilizaram o mecanismo de “saída” (venda da participação acionária) quando estavam insatisfeitos com o desempenho das empresas. Porém, com o desenvolvimento do mercado, os investidores visam utilizar o mecanismo de “voz” com o intuito de melhorar o desempenho das empresas que atuam por meio da atuação conjunta e maior engajamento nas assembleias.

Assim, a presença de acionistas institucionais, que detêm grandes quantidades de ações, pode ajudar a monitorar os administradores e a exercer seus direitos contra ações prejudiciais dos gestores (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 1998). Destaca-se a importância da participação dos investidores, por meio de votação em assembleias, por exemplo, dada a relevância reconhecida pelo mercado acionário. Prova disso é que as empresas brasileiras estão buscando avançar no modelo de “uma ação um voto”, pulverizando o capital das companhias e, assim, impulsionando o ativismo (VALENTI, 2018) por meio da adesão ao nível de governança, da B3, Novo Mercado (SILVEIRA, 2014).

Ademais, faz-se necessário incentivar os diversos acionistas, principalmente os minoritários, a utilizarem sua “voz”, uma vez que empresas como a Oi S.A., em processo de recuperação judicial, mesmo reduzindo seus ganhos aprovam remunerações consideradas elevadas diante dos seus pares. Em 2016, dois meses antes do início do processo, acionistas aprovaram bônus superiores aos seus pares; não obstante, no ano seguinte, a proposta de pagamento aos diretores a ser referendada previa pagar valores quatro vezes maiores do que seus concorrentes (DURÃO, 2017) e continuaram fixando valores quase três vezes acima do valor previsto para a líder do mercado móvel, a Telefônica (CARRO; MAGALHÃES, 2018). Já Batista (2018) relata que em menos de meia hora foram aprovados todos os itens da assembleia geral ordinária (AGO), na qual o BNDESPar se posicionou contra a proposta da administração.

Há outros casos, como o da PDG, que teve sua proposta de remuneração dos executivos e conselheiros rejeitada por quase 60% dos presentes (CARVALHO; TORRES, 2011); o fundo soberano da Noruega, considerado o maior fundo do mundo, com mais de US\$ 1 trilhão em ativos, que liquidou sua participação na JBS por motivos de

corrupção (MAMONA, 2018); a Gafisa e a Ambev, que estão enfrentando desavenças entre os acionistas devido ao modelo de gestão por parte de alguns investidores institucionais (ADACHI; BOUÇAS; 2019; BONATELLI, 2019).

Já no Reino Unido, por exemplo, os acionistas têm se revoltado contra os altos salários da cúpula da gestão. Nas assembleias anuais ocorridas em 2018, os acionistas mostraram através do voto indignação com as altas remunerações, resultando em um aumento expressivo nas rejeições das propostas de remuneração (MOONEY, 2018). Casos e investidores como esses devem ser explorados, visto que movimentam grandes volumes de investimentos e podem influenciar a decisão de outros investidores que não possuem capacidade de monitoramento.

Por fim, este trabalho visa colaborar com os estudos referentes à remuneração dos executivos, GC e ativismo de investidores, objetivando examinar as votações dos acionistas quanto às propostas da gestão no que se refere aos pacotes de remuneração dos executivos e, conseqüentemente, incentivar os acionistas a exercerem seus direitos como detentores do capital. Além disso, acredita que possui importantes implicações para estudos futuros, regulação, empresas e melhores práticas de GC, na medida em que os acionistas passam a exercer o direito ao voto e as empresas podem usufruir dos resultados das votações para melhor alinhamento de interesses entre os acionistas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA E TEORIA DE AGÊNCIA

Governança corporativa (GC) pode ser definida como o sistema de regras, leis e fatores que controlam as operações da companhia (GILLAN; STARKS, 1998), envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes relacionadas (IBGC, 2015). Além de melhorar a reputação das organizações, pode melhorar seu desempenho interno, torná-las mais atrativas para investidores, ajudando a prevenir escândalos, fraudes e possíveis problemas civis e criminais (LIPMAN; LIPMAN, 2006).

Segundo Silveira, Barros e Famá (2003), a GC é um conjunto de mecanismos de incentivo e controle que juntos minimizam o “conflito de agência” decorrente da assimetria informacional entre o principal e o agente que possui o poder de decisão sobre a propriedade. Entretanto, o principal pode limitar as divergências entre seus interesses estabelecendo incentivos apropriados para o agente e incorrendo em custos de monitoramento (JENSEN; MECKLING, 1976).

O conflito inerente entre os administradores e os acionistas existirá enquanto um for contratado para tomar decisões em benefício do outro. Sendo assim, sempre haverá algum tipo de incompatibilidade de interesses e, por isso, os problemas de agência sempre estarão presentes, sejam em corporações, parcerias, organizações sem fins lucrativos, agências governamentais e até mesmo em famílias (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004).

As boas práticas de GC podem ser traduzidas em princípios básicos como: Transparência, Equidade, Prestação de Contas (*accountability*) e Responsabilidade Corporativa, dentre os quais a Equidade se destaca, pois se refere ao tratamento justo e igualitário de todas as partes interessadas, sejam elas minoritárias ou majoritárias, no exercício de seus direitos, deveres, necessidades e expectativas (IBGC, 2015). Este princípio aborda o conceito de uma ação – um voto, que vincula o direito político de forma proporcional ao seu interesse econômico na empresa (SILVEIRA, 2010). Ademais, segundo a OECD (2004), geralmente os investidores individuais estão preocupados com o tratamento justo por parte dos controladores e da administração ao invés de buscarem exercer os direitos de governança.

No início dos anos 2000, algumas mudanças impulsionaram a GC no Brasil, como a criação dos níveis especiais de GC da B3: Nível 1,

Nível 2 e Novo Mercado (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006; SILVEIRA, 2010), que possuem regras rígidas e possibilitam melhores avaliações das empresas perante os investidores, uma vez que buscam a redução de riscos ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas (B3, 2018). Além de alterações realizadas na Lei das Sociedades Anônimas (LSA) pela Lei nº 10.303/2001 que introduziu direitos aos acionistas não controladores, como a volta parcial do *tag along* (SILVEIRA, 2010). Porém, ressalta-se que, no Brasil, existem ações preferenciais sem direito ao voto. Este mecanismo faz com que as empresas compartilhem o capital sem abrir mão do seu controle (VALADARES; LEAL, 2000).

Em 2009, a CVM promulgou a IN 480, que instituiu o Formulário de Referência (FR) que visa, em conjunto com melhores mecanismos de GC, a redução da assimetria informacional, o que pode acarretar em conflitos e danos aos acionistas minoritários, como a expropriação das riquezas por parte dos majoritários (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007).

Dentre diversas pesquisas realizadas pelo IBGC, em 2014 foi realizada uma pesquisa que mostrou a evolução nas práticas de GC nas empresas listadas em bolsa no Brasil. Nas quatro dimensões abordadas na pesquisa – transparência, conselho de administração, ética e conflito de interesses e direitos dos acionistas – todas apresentaram melhorias. Destaca-se o aumento na adesão da divulgação das informações relativas à remuneração da administração de forma segregada, por órgão e tipo no nível de detalhamento (IBGC, 2014).

A GC possui mecanismos internos (conselho de administração, sistema de remuneração e estrutura de propriedade) e externos (divulgação de relatórios periódicos fiscalizados externamente, mercado de aquisição hostil e mercado de trabalho competitivo) que juntos buscam o alinhamento de interesse entre as partes e a redução do conflito de interesse (SILVEIRA et al., 2003), além de poder assegurar o retorno dos investimentos realizados, reduzir a ineficiência na aplicação dos recursos (SHLEIFER; VISHNY, 1997), pois o principal estando bem informado, por meio de informações confiáveis e transparentes, sente-se mais seguro. Assim, quanto maior a qualidade nas informações, menor a assimetria de informações (NARDI; NAKAO, 2009).

Os problemas de agência entre acionistas e conselhos advêm da separação de controle e propriedade, o que pode impulsionar o ativismo dos acionistas cujo foco se volta para os problemas de governança corporativa (GILLAN; STARKS, 1998) e maior monitoramento por

parte dos investidores institucionais (GILLAN; STARKS, 2000). Segundo Silveira (2002), a atuação dos investidores institucionais, como fundos de pensão, se tornou sinônimo de governança corporativa como resposta aos casos de abuso de poder e expropriação de riqueza.

Variáveis de governança corporativa, características dos conselhos, diretores independentes, características dos executivos, investidores institucionais, entre outras, podem impactar significativamente na remuneração dos executivos (CROCI; GONENC; OZKAN, 2012). Estudos anteriores mostraram que empresas que possuem sistemas de governança fracos tendem a pagar seus executivos excessivamente (FEITO-RUIZ; RENNEBOOG, 2017). Nesse sentido, variáveis como a presença de investidores institucionais estrangeiros (CROCI et al., 2012), propriedade institucional e conselhos independentes (FERNANDES; FERREIRA; MATOS; MURPHY, 2013) possuem impacto positivo na remuneração.

Além desses mecanismos de GC mais debatidos em âmbito internacional, Ashraf e Jayaraman (2007) apresentam o direito ao voto como outro mecanismo, pois permite aos acionistas exercerem seus direitos de proprietário e reduzir o conflito de interesse entre as partes. A OECD (2004), por sua vez, coloca a participação e a votação em encontros dos acionistas como direito básico dos acionistas.

2.2 VOTAÇÃO DA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

O Reino Unido, em 2002, foi o primeiro país a exigir a votação da remuneração de executivos (FERRI; MABER, 2013), conhecido como *Say-on-pay* (SOP) em 2011, depois que a SEC, por meio do *Dodd-Frank Act* (2010), tornou o SOP obrigatório para as empresas norte-americanas quanto à aprovação dos acionistas sobre a remuneração dos executivos, que deve ocorrer pelo menos uma vez a cada três anos (SEC, 2011).

O SOP pode ser obrigatório ou voluntário, vinculativo ou não vinculativo, *ex-ante* ou *ex-post*, e pode ser utilizado para diferentes conteúdos, como a remuneração total, elementos específicos de remuneração ou a política de compensação de longo prazo. Quanto aos prazos, a votação pode ocorrer uma vez ao ano (Reino Unido e Austrália), a cada dois ou três anos (EUA), ou a decisão fica sob a responsabilidade da gerência (Alemanha e Canadá) (OBERMANN; VELTE, 2018). Em relação às votações vinculativas, temos a Suíça e o Reino Unido, que introduziu o mecanismo em 2002 e utilizava o voto de forma não vinculativa, porém, em 2012, alterou para o voto vinculativo

(HOOGHIEMSTRA; KUANG; QIN, 2015). Nesse caso, as empresas devem seguir o voto da maioria dos acionistas.

No processo de votação, os acionistas possuem três opções quanto ao voto no *SOP* – aprovar, rejeitar e abster –, o que permite aos acionistas influenciarem a remuneração dos executivos (HOOGHIEMSTRA et al., 2015). Além de funcionar como mecanismo para monitorar e incentivar os executivos, também é usado pelos acionistas para se expressarem quanto às suas aprovações ou reprovações em relação ao desempenho do CEO como um voto de confiança ou punição (CUÑAT; GINÉ; GUADALUPE, 2016). Ressalta-se que o *SOP*, por ser um processo consultivo (SEC, 2011), pode ser utilizado pelos demais membros do conselho para possíveis remoções de pessoal (CUÑAT et al., 2016), bem como a ameaça de votos negativos pode pressionar o CEO a se esforçar mais (ILIEV; VITANOVA, 2019).

No Brasil, existe um mecanismo semelhante no art.152 da LSA, onde a remuneração dos executivos deverá ser fixada em assembleia geral dos acionistas. Ainda segundo essa Lei, art. 123 item d, os acionistas que representem, no mínimo, 5% do capital podem convocar assembleias gerais. Esses mecanismos podem ser utilizados pelos acionistas contra os abusos dos gestores (PINTO; LEAL, 2013).

Nesse contexto, há duas espécies de assembleias gerais, ordinária e extraordinária (AGE), que podem ser realizadas no mesmo dia e local. A ordinária deve ser realizada anualmente nos primeiros quatro meses seguintes ao término do exercício social. A administração deve comunicar com 1 (um) mês de antecedência a data marcada para a AGE (BRASIL, 1976). E, para se instalar uma assembleia é necessária a presença de acionistas que representem, no mínimo, 25% do capital com direito de voto, em primeira convocação, porém em segunda convocação será instalada com qualquer presença.

Ademais, existem outros procedimentos a serem seguidos, tais como: i) a assinatura dos acionistas em livro de presença, ii) deliberações tomadas devem ser por maioria absoluta dos votos, e iii) a elaboração da ata, que deve conter as deliberações, assinaturas dos membros da mesa e acionistas presentes, documentos e propostas submetidos à assembleia.

Em seu papel de reguladora do mercado de ações, a CVM promulgou a Instrução 481, de dezembro de 2009, que surgiu com o intuito de disciplinar assuntos relacionados às assembleias gerais, dentre os quais a participação e a votação à distância, onde no Art. 21-A diz que “o acionista pode exercer o voto em assembleias gerais por meio do

preenchimento e entrega do boletim de voto a distância.” Além disso, o art.12 dispõe que:

Sempre que a assembleia geral dos acionistas for convocada para fixar a remuneração dos administradores, a companhia deve fornecer, no mínimo, os seguintes documentos e informações: i) a proposta de remuneração dos administradores; e ii) as informações indicadas no item 13 do formulário de referência.

Depois de realizada a assembleia e computados todos os votos proferidos, a companhia deve divulgar: i) mapa final de votação sintético, identificando as aprovações, rejeições ou abstenções que cada matéria recebeu; e ii) mapa final de votação detalhado, contendo os 5 (cinco) primeiros números da inscrição do acionista no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ, o voto por ele proferido em relação a cada matéria e a informação sobre a posição acionária.

Velasco (2006) ressalta que os investidores individuais por possuírem pequenas parcelas das ações não se interessam ou não são capazes de exercerem seus direitos de controle efetivamente. Porém, quando não comparecem às assembleias podem votar por procuração (ASHRAF; JAYARAMAN, 2007), mecanismo utilizado pelos investidores institucionais para exercerem influência nas companhias (AGGARWAL et al., 2015).

Ferri e Maber (2013) apontam que para os investidores do Reino Unido, o SOP não só funcionou como mecanismo de monitoramento, mas também como forma de pressionar as empresas a retirarem práticas controversas de remuneração, como os contratos de rescisão. Já Cai e Walking (2011) constataram que a pressão dos votos por parte dos acionistas cria mais valor para as empresas que estejam dispostas a melhorar as práticas de compensação. Correa e Lel (2016) identificaram uma redução nos pagamentos aos executivos após a adoção do SOP em países da Europa.

David, Kochhar e Levitas (1998) dizem que os *blockholders*, acionistas com mais de 5% de participação, aprimoram a governança corporativa na elaboração das políticas de remuneração em comparação aos demais investidores. Ademais, a formação de *blockholders* é facilitada pela liquidez das ações e, conseqüentemente, impulsiona o ativismo (STATHOPOULOS; VOULGARIS, 2016). Entretanto, por

negociarem diretamente com a gestão, os *blockholders* são menos interessados no SOP (BELCREDI; BOZZI; CIAVARELLA; NOVEMBRE, 2017).

Nesse sentido, como exposto por Hirschman (1970), os grandes acionistas podem exercer a governança por meio de dois principais mecanismos, “voz” e “saída”, em que o primeiro busca intervir nas companhias sugerindo mudanças de estratégia via propostas de acionistas, cartas privadas para a administração ou votos contrários aos diretores, enquanto no segundo os acionistas podem vender suas participações influenciando os preços das ações e, conseqüentemente, punir os administradores (EDMANS, 2014).

Além disso, outros fatores podem influenciar a votação dos acionistas. Como observado por Jong, Mertens e Roosenboom (2006), o sistema de governança holandês é caracterizado pela concentração de capital e fundos de pensão, bancos e companhias de seguro possuem grandes quantidades de ações. Além disso, as análises dos 245 encontros no período de 1998-2002 revelaram que cerca de 30% dos acionistas estavam presentes nos encontros, considerado baixo em comparação a países anglo-saxões. Cuñat et al. (2016), por sua vez, encontraram que o SOP exerce um forte impacto na contabilidade da empresa e no desempenho operacional em anos subsequentes aos votos. Os autores, no entanto, não encontraram grandes mudanças no nível ou estrutura na remuneração de executivos.

Sendo assim, investigar esse mecanismo de governança corporativa se faz imprescindível, uma vez que pode reduzir conflitos, melhorar as práticas de remuneração e criar mais valor para as companhias.

2.3 REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

Os estudos acadêmicos, em sua maioria, analisaram a remuneração executiva com base na abordagem ótima da contratação. Essa abordagem reconhece que não existem contratos alinhados perfeitamente aos interesses de acionistas e executivos, entretanto, é aquela que minimiza os custos de agência por meio dos pacotes de remuneração dos executivos (BEBCHUK; FRIED; WALKER, 2002).

Assim, os sistemas de remuneração e a posse de ações por parte dos executivos são considerados mecanismos internos da governança corporativa (SILVEIRA et al., 2003), que visam o alinhamento dos interesses dos executivos e acionistas (KRAUTER, 2013). Na prática, os pacotes de remuneração são de responsabilidade dos conselhos de

administração e seus comitês de remuneração (CONYON, 2014; MONKS; MINOW, 2011), que procuram estabelecer incentivos adequados aos executivos na tentativa de maximizar o retorno ao acionista (BEBCHUK et al., 2002).

Segundo Jensen e Murphy (1990b), existem diversos mecanismos para melhorar os incentivos, como, por exemplo, atrelar a remuneração ao desempenho da companhia: bônus, opções de ações, etc. Na tentativa de melhor alinhar os interesses entre as partes, os conselhos utilizam diversos componentes na remuneração, podendo ser uma parcela fixa e/ou variável, que possuem diferentes efeitos na motivação e risco dos empregados, bem como nos custos para as empresas (BALSAM, 2002).

O pacote de remuneração executiva pode conter diversos componentes. Dentre os componentes mais utilizados tem-se o salário, bônus, opções de ações, pensões, benefícios e privilégios (BALSAM, 2002). Murphy (1999) divide em salário base, bônus anual, opções de ações (*stock options*), ações restritas (*restricted stock*), planos de incentivo de longo prazo e planos de aposentadoria. Ellig (2007) divide em salário, benefícios, incentivos de curto e longo prazo e privilégios de executivos. Goergen e Renneboog (2011) dividem os pacotes de remuneração em salário base, bônus anual, ações ou opções de ações, seguros, benefícios de pensão e indenizações.

Conyon (2006) salienta que as opções de ações, ações restritas e os contratos de longo prazo são incluídos nos pacotes de remuneração na tentativa de alinhar os interesses entre as partes fornecendo incentivos adequados aos CEOs. No estudo realizado por Conyon (2014), é possível observar a predominância das opções de ações (42%) e ações restritas (6%) até 2001, porém, em 2012, as parcelas da remuneração em opções de ações representavam 14%, enquanto as ações restritas representavam 35%. Entretanto, no Brasil, observa-se a predominância das opções de ações (RISSATTI; SOUZA; BORBA, 2019).

Dentre as possibilidades de pagamentos, Giroux (2015) relata que executivos tendem a receber benefícios (seguro de saúde, vida, auxílio creche, educação, carros corporativos, entre outros) e privilégios (jatos corporativos, jantar executivo ou associações em clubes). Além disso, dentre os privilégios, o jato corporativo é símbolo dos problemas de agência (YERMACK, 2006). Dessa forma, este grupo de benefícios, geralmente, atrai votos contrários dos acionistas nos pacotes de remuneração (BALSAM; BOONE; LIU; YIN, 2016).

Pacotes de remuneração bem definidos podem reduzir os problemas de agência alinhando os interesses dos administradores e

acionistas, assim como políticas de GC bem definidas podem atenuar os conflitos de agência definindo regras, processos, verificações e balanços que ajudam os conselhos de administração a cumprirem seus deveres fiduciários para com os acionistas (JENSEN et al., 2004).

Esses pacotes de remuneração são discutidos em assembleia-geral que, de acordo com o art.152 da Lei n. 6.404/ 1976:

A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.

Nesse sentido, os benefícios a serem empregados são discutidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) 33 (R1), que definem os tipos de remuneração como: i) benefícios de curto prazo: salários, contribuições previdenciárias, licenças anuais, médicas, participação nos lucros e bônus; benefícios não remunerados (assistência médica, moradia, carros ou serviços gratuitos); ii) benefícios de pós-emprego: aposentadoria, seguros de vida, assistência médica, etc. iii) benefícios de longo prazo: ausências remuneradas, jubileu, invalidez; e iv) benefícios rescisórios. O pagamento baseado em ação é tratado pelo CPC 10 (R1).

Adicionalmente, com a promulgação da IN 480/2009 foi estabelecido o Formulário de Referência (FR) que determinou a divulgação da remuneração dos administradores em seu item 13, sendo dividida entre conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal. Ressalta-se que essas informações devem compor o conjunto de informações disponibilizadas pela empresa no processo de votação dos acionistas em assembleia, conforme dispõe o art.12 da IN 481/2009.

Estudos envolvendo a remuneração dos executivos e o papel dos investidores institucionais, como de Hartzell e Starks (2003), demonstraram que estes influenciam a remuneração de executivos e, em conjunto com a compensação, tendem a mitigar o conflito de agência. No entanto, Croci et al. (2012) demonstram que a presença do investidor institucional afeta a estrutura de remuneração com o aumento do uso de pagamento baseado em ação em empresas familiares e não familiares.

Obermann e Velte (2018) afirmam que o nível e a estrutura da remuneração do executivo são um dos fatores que impulsionam o

ativismo dos acionistas, pois os níveis de remuneração executiva podem afetar a votação dos acionistas. Morgan et al. (2006) descobriram que os acionistas tendem a votar contra os planos potencialmente prejudiciais, enquanto Armstrong, Gow e Larcker (2013) observaram que as propostas de pagamentos baseadas em ações atraíram mais desaprovações do que qualquer outra matéria levada à votação. No Reino Unido, Conyon e Sadler (2010) observaram que os investidores são mais propensos a rejeitar as propostas que tratam dos pagamentos a diretores das que não tratam.

Ademais, são diversas as temáticas que podem causar impacto na remuneração dos executivos, como características dos executivos, características da empresa, governança corporativa e, recentemente, o ativismo dos acionistas por meio dos investidores institucionais.

2.4 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Na última década, os diversos estudos sobre a remuneração de executivos, ativismo de acionistas e SOP tem aumentado na medida em que o ativismo tem se tornado mais eficaz (OBERMANN; VELTE, 2018). Nesse sentido, o ativismo de investidores se tornou uma ferramenta de proteção aos acionistas minoritários, uma vez que tem sido considerado mecanismo de governança corporativa.

Acionistas ativistas são investidores que, insatisfeitos com algo na empresa, visam mudar a gestão através da sua “voz”, sem, no entanto, mudar o controle da companhia (GILLAN; STARKS, 1998). O ativismo dos acionistas tornou-se importante característica dos mercados financeiros, visto que miram empresas com desempenho insatisfatório e pressionam a administração para melhorar o seu desempenho (GILLAN; STARKS, 2000), além de buscarem assentos nos conselhos (MONKS; MINOW, 2011), uma vez que estes possuem a responsabilidade de monitorar seus gerentes (GILLAN; STARKS, 1998).

No mercado norte-americano, no final dos anos 1980, investidores institucionais passaram a participar mais ativamente no exercício de seus direitos em reação aos abusos da era de aquisições. Durante os anos 1980 e 1990, fundações, fundos de pensão, empresas de investimentos, entre outros, aumentaram suas participações acionárias nas companhias e passaram a deter grandes quantidades de ações (GILLAN; STARKS, 2000). Até aquele momento, as maiores participações ficavam a cargo dos fundos de pensão e fundos da união, cedendo espaço para fundos de *hedge* e *private equity*, que se tornaram importantes investidores do mercado (GILLAN; STARKS, 2007).

Dentre os principais investidores ativistas, há os investidores institucionais, definidos como "investidor que negocia uma grande quantidade de títulos" (CIA; GUARITA; CIA, 2002). No Brasil, os investidores institucionais são os fundos de investimentos, fundos de pensão, companhias seguradoras, sociedades de capitalização, clubes de investimento, entidade de previdência privada aberta e fechada (ASSAF NETO, 2014), fundos de *hedge*, fundações, fundos soberanos, dentre outros (SILVEIRA, 2010).

Esse grupo de investidores possui papel importante no monitoramento das atividades da empresa (BEBCHUK; FRIED, 2003; JENSEN; MECKLING, 1976), pois dispõe de grande volume financeiro, visa investimentos de longo prazo (ASSAF NETO, 2014), detém grandes blocos de ações e possui mais acesso às informações da companhia (BAINBRIDGE, 2005). Nesse sentido, pode reduzir os custos de agência, além de ser responsável por grande parte dos negócios nas principais bolsas de valores (CIA et al., 2002).

Breitinger (2017) ressalta que o ativismo de acionistas existe desde que o acionista passou a ter o direito de voto nas companhias em que detém ações. Além dos *hedge funds* que procuram altos retornos em curto espaço de tempo, existem os investidores institucionais moderados que visam o longo prazo, tais como: fundos de pensão e fundos soberanos. Com o foco no longo prazo estes ajudam a proteger as empresas de práticas controversas, principalmente em casos de remuneração executiva excessiva e investimentos grandes. Nesse sentido, o código da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) ressalta que no cumprimento de seu dever fiduciário os investidores institucionais devem, dentre outras ações, monitorar os emissores de valores mobiliários investidos e ser ativos e diligentes no exercício dos seus direitos de voto (AMEC, 2016).

Acionistas tornam-se ativistas quando acreditam que a gestão não está maximizando o potencial da companhia. O ativismo pode ser dar de formas diferentes dependendo do investidor ou do que eles almejam. O estudo de Loop, Bromilow e Malone (2018) mostrou que investidores institucionais – fundos de pensão, gestores de ativos, fundos mútuos e companhias de seguros – normalmente procuram investimentos de longo prazo, sendo que em 2016 a porcentagem do total de ações em circulação dos EUA detidas por acionistas institucionais representavam 70%, enquanto que em 1950 era de apenas 6,1%. Observaram ainda que os maiores participantes do mercado eram BlackRock (US\$ 5,1T), Vanguard Group (US\$4,0T), State Street Global (US\$ 2,5T), Fidelity Investments (US\$2,1T), J.P.Morgan Chase (US\$ 1,8T) e Bank of New

York Mellon (US\$1.6T). Nesse sentido, em junho de 2017, as autoras constataram que 42% de todos os ativos de fundos de ações dos EUA eram mantidos por *Index funds*. Outros resultados obtidos foram que 42% dos diretores entrevistados disseram que os conselhos têm discutido assuntos como supervisão de estratégias (37%) e remuneração dos executivos (36%) com acionistas.

Estudos como de Armstrong, Gow e Larcker (2013) observaram que as recomendações de votos contrárias às propostas dos planos de remuneração baseada em ação foram feitas pelos acionistas institucionais. Silveira (2011b) mostrou existir uma forte associação entre investidores institucionais com melhores práticas de governança corporativa, além da predominância dos fundos de pensão no mercado acionário brasileiro. Entretanto, em outro estudo realizado pelo autor, observou-se um aumento na participação de investidores institucionais nas empresas listadas na BM&FBovespa, com destaque para os fundos de investimento e *private equity*, que se tornaram investidores relevantes no mercado brasileiro. Porém, notou-se uma redução na participação dos fundos de pensão no período analisado (SILVEIRA, 2014).

Carvalho e Souza (2014) analisaram 649 empresas listadas no período de 2002 a 2009 e encontraram que os fundos de *private equity* no papel de investidores institucionais ativistas possuem influência positiva na GC e que as empresas com estes acionistas tendem a possuir melhor índice de governança, além de estarem listadas em maior parte no Novo Mercado. Entretanto, Vargas et al. (2018) observaram que as ações de ativismo tendem a diminuir em empresas com melhor índice de práticas de GC, assim como no Novo Mercado.

No estudo de Morgan, Poulsen, Wolf e Yang (2011) que investigou o voto de fundos mútuos nas propostas dos acionistas, os resultados sugerem maior probabilidade de aprovação de uma proposta com posterior implementação pela administração quando esta for apoiada pelos fundos mútuos. Além disso, os fundos mútuos visam apoiar propostas que visam empresas com governança mais fraca.

Uma pesquisa com 49 investidores institucionais globais que gerenciam um total de \$31T de dólares, elaborada pela Morrow Sodali (2018), ressaltou que a remuneração dos executivos mostraria discordâncias entre acionistas e conselhos, uma vez que os investidores institucionais buscariam maior divulgação nas métricas de pagamento e melhores alinhamentos entre pagamento e desempenho, ainda mais com a obrigatoriedade ocasionada pela seção 953(b) do *Dodd-Frank Act* de divulgação do índice de remuneração do CEO (SEC, 2017).

Para os autores como Cuñat et al. (2016) e Gillan e Starks (2007), os investidores, quando insatisfeitos, podem se expressar através das vendas de suas participações como podem se engajar na gestão da companhia. Ademais, Admati e Pfleiderer (2009) salientam que a ameaça de venda de ações possuem efeitos disciplinares nas companhias, pois essa ameaça não exclui outras formas de ativismos, mas pode aumentar a eficácia.

Edmans (2014) ressalta que os grandes investidores tanto podem minimizar os problemas de agência quanto agravá-los, pois podem extrair benefícios privados de controle, como induzir a empresa investida a negociar com outra empresa em que são proprietários. Hooghiemstra, Kuang e Qin (2017) afirmam que o aumento da participação dos investidores institucionais diminui o uso de estratégias de ofuscação nos relatórios de remuneração.

David et al. (1998) ressaltam que devido às grandes parcelas nos capitais, os investidores institucionais encontraram dificuldade tanto para encontrar investimentos alternativos quanto para vender suas ações em caso de desempenho abaixo do esperado, uma vez que pode afetar o preço das ações, o que acaba por incentivar os investidores a utilizarem a sua “voz” na tentativa de aprimorar a companhia e influenciar o nível e os pacotes de remuneração dos executivos.

O crescente fluxo de capital internacional permite às empresas buscarem novas fontes de financiamento. Assim, os investidores institucionais como proprietários estão buscando cada vez mais voz na governança corporativa, pois podem influenciar significativamente o comportamento corporativo. O exercício dos direitos de propriedade deve ser facilitado para todos os acionistas, assim como os investidores institucionais em seu dever fiduciário devem demonstrar suas responsabilidades, governança corporativa, política de votos às pessoas que representam (OECD, 2004).

2.5 ESTUDOS RELACIONADOS À VOTAÇÃO DOS PACOTES DE REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS

Os estudos que investigaram a temática do SOP é recente, uma vez que os primeiros trabalhos surgiram em 2010 (LOZANO-REINA; SÁNCHEZ-MARÍN, 2019). Na revisão de literatura realizada a respeito da associação entre o mecanismo de governança corporativa (votação) e a remuneração de executivos, destacam-se os trabalhos de Obermann e Velte (2018), que relataram cinco principais grupos de fatores que impulsionam o ativismo dos acionistas, sendo: o nível e a estrutura da

remuneração de executivos, as características da empresa, os mecanismos de GC, a composição acionária e os *stakeholders*. Os estudos em questão são principalmente internacionais, que investigaram a temática da remuneração executiva com a votação em assembleia, enquanto os estudos nacionais têm analisado o ativismo de acionistas nas empresas, porém não direcionam para a votação dos pacotes de remuneração, como se observa no Quadro 1:

Quadro 1 - Estudos relacionados às votações dos pacotes de remuneração.

Autores	Amostra e/ou Procedimentos	Resultados
Carter e Zamora (2009)	Examinaram os votos dos acionistas no projeto de remuneração dos executivos em empresas do Reino Unido no período de 2002 a 2006.	Encontraram que os acionistas desaprovam salários mais altos e com maior potencial de diluição no pagamento de ações, levando os conselhos a reduzir o excesso de salário e a diluição das concessões de opções de ações.
Conyon e Sadler (2010)	Analisaram o comportamento dos votos dos acionistas e sua relação com a remuneração do <i>CEO</i> no Reino Unido no período de 2002 a 2007.	Os autores encontraram como resultados que: menos de 10% dos acionistas se abstêm ou são contrários às propostas no Reino Unido e que essa porcentagem reduziu no período; os acionistas tendem a votar contra pagamentos como opções de ações, planos de incentivos de longo prazo, bônus e altas remunerações; e quanto maior a participação de investidores institucionais na propriedade menor a dissidência dos votos.
Armstrong et al. (2013)	Com duas bases de dados, <i>Equilar Inc</i> e <i>ISS Voting Analytics</i> , obtiveram uma amostra total de 9.420 votos.	Encontraram que as propostas de pagamentos baseadas em ações atraem mais desaprovações por parte dos acionistas do que outras propostas levadas à votação pela empresa. Assim, como acionistas tendem a desaprovar salários mais elevados e pagamentos baseados em ações que possuem maior potencial de diluição.

Ertimur, Ferri e Oesch (2013)	Investigaram 147 empresas visadas pelas recomendações contrárias feitas pela ISS	Descobriram que: as agências de voto tendem a votar contra quando os níveis da remuneração são considerados altos; empresas com maior propriedade institucional; e quando as empresas são menores.
Ferri e Maber (2013)	Examinaram 3.305 observações empresas/ano no período de 2000 a 2005.	Os efeitos do SOP no valor ao acionista e nas práticas de remuneração dos executivos no Reino Unido. Os autores encontraram oposição aos acordos de rescisão, considerados recompensas por fracasso.
Balsam, Boone, Liu e Yin (2016)	Investigaram o impacto do SOP na remuneração executiva de 2010 em 981 empresas.	Encontraram que a dissidência de votos é alta quando a empresa paga remunerações totais altas ou quando possui altos valores em outras compensações (benefícios, gratificações). Observaram também que o salário é capaz de reduzir a dissidência dos votos.
De Falco, Cucari e Sorrentino (2016)	Utilizaram uma amostra composta por 120 empresas em três países (Itália, Austrália e EUA) no período de 2012 a 2014.	Observaram que no contexto italiano, o aumento da concentração acionária está associado com a diminuição na dissidência dos votos; e no contexto americano o aumento na remuneração variável aumenta a dissidência do voto.
Conyon (2016)	Investigou os determinantes da dissidência de acionistas na proposta do <i>say-on-pay</i> . Analisou as empresas da S&P1500 no período de 2010 a 2012.	Descobriu que a dissidência dos acionistas sobre a proposta da empresa sobre remuneração é determinada pelo pagamento alto ou excessivo do CEO, pelo baixo desempenho da empresa e por estruturas fracas de governança corporativa. Além disso, constatou que o pagamento do CEO diminui quando os acionistas votam contra a proposta de pagamento da empresa. Além de a empresa apresentar maior dissidência quando a empresa apresenta estrutura de propriedade concentrada.

Kimbro e Xu (2016)	Examinaram os votos dos acionistas de 2011 e 2012	Encontraram que empresas com alta aprovação no SOP possuem menor propriedade institucional; menor remuneração total de <i>CEOs</i> ; e remuneração baseada em ações restritas não provoca a rejeição dos acionistas como acontece com opções de ações.
Belcredi et al. (2017)	Investigaram o ativismo de acionistas institucionais na Itália, país caracterizado pela propriedade concentrada, no ano de 2012.	Encontraram baixa dissidência dos acionistas do SOP na Itália, porém a dissidência é alta entre investidores institucionais, em particular entre administradores de recursos (tipicamente, fundos mútuos e de pensão diversificados internacionalmente) que detêm pequenas participações (<i>nonblockholders</i>). Eles são mais propensos a discordar quando têm preocupações sobre algum aspecto da remuneração gerencial (em particular, quando a remuneração do CEO é “alta”). Além disso, quanto maior a participação do acionista controlador, maior o seu alinhamento com os investidores minoritários (no que se refere à remuneração gerencial).
Van der Elst e Lafarre (2017)	Analisaram 44 empresas holandesas no período de 2004 a 2014.	Encontraram que na média a dissidência de votos contra a política de remuneração foi de 5,8%; enquanto nas propostas dos planos de bônus a dissidência foi de 12% em média.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Ademais, na literatura sobre a votação e remuneração executiva, existem outras variáveis já investigadas, como o trabalho de Alissa (2015), que investigou os tipos de pagamentos baseado em ações e observou o aumento da dissidência dos votos quando da utilização de ações irrestritas ou opções de ações, modalidade esta de pagamento baseado em ação mais utilizada no cenário brasileiro (RISSATTI et al., 2019).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para o presente trabalho são utilizadas duas amostras de dados, sendo: i) a remuneração executiva e ii) a votação das propostas dos pacotes de remuneração dos executivos.

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A primeira amostra consiste em todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no ano de 2018, que resultou em um total de 367 empresas. Dessa amostra inicial foram excluídas 55 empresas, pois não apresentaram os documentos necessários para verificação dos dados referentes à votação (ata da assembleia, proposta da administração, mapa de votação em formato sintético e analítico) ou apresentaram inconsistências nos valores reportados e divulgaram os valores de forma sintética, não sendo possível classificar dentre os tipos de remuneração, resultando em uma amostra final de 312 empresas classificadas nos segmentos da B3, de acordo com a Tabela 1.

Tabela 1 - Amostra das empresas com remuneração executiva conforme os segmentos de listagem da B3.

Segmentos de Listagem B3	Codificação	Nº de empresas	Frequência Relativa (%)
Novo Mercado	NM	140	44,87
Tradicional	TRAD	98	31,41
Nível 1	N1	27	8,65
Nível 2	N2	18	5,77
Bovespa Mais	MA	14	4,49
Balcão Organizado	MB	12	3,85
Bovespa Mais Nível 2	M2	2	0,64
BDR Nível 3	DR3	1	0,32
TOTAL		312	100

Fonte: Dados da pesquisa.

Para a segunda amostra, ressalta-se que foram analisados apenas os acionistas que possuem direito a voto como definido pelo Art. 110 da Lei 6.404/76, onde “A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral”.

Sendo assim, a segunda amostra partiu das 367 empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 coletadas no *software Economática*®, onde foi possível fazer *download* dos dez principais

acionistas das companhias para o ano de 2018, resultando em uma possível amostra inicial de 3.670 investidores, porém apenas 1.664 investidores possuíam alguma participação acionária com direito ao voto nas empresas, a partir dos quais foram realizadas algumas exclusões: i) investidores/empresas que não divulgaram os documentos (mapas, atas, propostas), e ii) investidores com denominações tais como: ações em tesouraria, pessoas físicas, membros das diretorias, diversas pessoas jurídicas e outras sem classificações. Restaram, assim, 926 investidores.

Em seguida foram excluídas algumas atividades desenvolvidas pelos investidores, tais como: abate de aves, aluguel de imóvel próprio, atividades diversas (associações, atendimento hospitalar, consultoria, organizações), comércio varejista e atacadista, compra e venda de imóveis próprios, construção, corretagem, criação de animais, cultivo, energia elétrica (geração, distribuição e transmissão), extração, fabricação (açúcar, cutelaria, armas de fogo, cabines, peças, fibras, etc.), serviços (engenharia, assistência social), transportes, emissão de vale alimentação, ensino, gestões diversas (ativo intangível e propriedade imobiliária), incorporação imobiliária, alimentação, locação, moagem, outras atividades (serviços financeiros, publicidade, obras de engenharia, etc.), produção de aço, representantes comerciais, serviços de assistência, escritório e engenharia, suporte técnico, telefonia e transporte. Assim, como na Tabela 2, a amostra final foi composta por 771 investidores.

Tabela 2 - Classificação dos investidores por atividades desenvolvidas

Tipo de Investidor	Quantidade de Investidores	Frequência Relativa (%)
Holdings de Instituições não-financeiras	321	41,63
Administração de Fundos	192	24,90
Fundos de Investimentos	131	16,99
Bancos Múltiplos	37	4,80
Previdência Complementar Fechada	31	4,02
Administração Pública em Geral	28	3,63
Holdings de Instituições financeiras	11	1,43
Seguradoras	7	0,91
Clubes de Investimento	5	0,65
Distribuidoras de títulos e Valores Mobiliários	4	0,52
Fundação Privada	4	0,52
TOTAL	771	100

Fonte: Dados da pesquisa.

As atividades desenvolvidas por estes investidores foram classificadas de acordo com a atividade principal cadastradas na Receita Federal do Brasil (RFB) verificadas por meio dos CNPJ, assim temos: administração de fundos por contrato ou comissão, administração pública em geral, bancos, clubes de investimentos, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, fundação privada, fundos de investimentos, *holdings* de instituições financeiras e não financeiras, previdência complementar fechada e seguradoras. Estas atividades foram consideradas como investidores institucionais, pois fazem parte do grupo definido dentro da literatura segundo Assaf Neto (2014) e Silveira (2010). Ressalta-se que, na RFB, alguns investidores institucionais possuem suas atividades cadastradas como *holdings* de instituições não-financeiras, como no caso do BNDESPar, por causa disso as *holdings* foram consideradas como investidores institucionais.

3.2 COLETA DE DADOS

No que concerne à estrutura da remuneração foram utilizadas as remunerações propostas (previstas) para o ano de 2018 votadas em assembleia. Para este dado foram utilizadas as atas das assembleias gerais ordinárias e extraordinárias (AAGOE), propostas da administração (PA) e os formulários de referência (FR) das empresas.

Em relação à composição da remuneração foi utilizada a estrutura de acordo com o item 13.2 do FR, que é segregada conforme a Tabela 3.

Tabela 3 - Classificação remuneração dos executivos conforme o item 13.2 do FR.

i. Remuneração Total fixa anual, segregada em:

- Salário ou pró-labore
 - Benefícios diretos e indiretos
 - Remuneração por participação em comitês
 - Outros
-

ii. Remuneração Total variável, segregada em:

- Bônus
 - Participação nos resultados
 - Remuneração por participação em reuniões
 - Comissões
 - Outros
-

iii. Benefícios pós-emprego

iv. Benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo

v. Remuneração baseada em ações, incluindo opções

vi. Total da Remuneração do conselho de administração (CA) da diretoria estatutária (DE)

Fonte: Dados da Pesquisa. Legenda: IN CVM 490/09. (i) a remuneração fixa é a somatória do salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês e outros; (ii) a remuneração variável é a somatória dos bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões e outros; (vi) a remuneração total é a somatória da (i) remuneração fixa, (ii) remuneração variável, (iii) benefícios pós-emprego, (iv) Benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo, (v) remuneração baseada em ações, incluindo opções.

Os dados referentes às participações dos detentores de ações com direito a voto presentes nas assembleias foram coletados nas AAGOE, mapas sintético e detalhado (analítico), propostas e FR (item 15.1/2 Posição Acionária). Uma vez coletados os nomes dos dez principais acionistas das empresas, foi necessário levantar o CNPJ de cada membro e validá-los com os dados cadastrados na RFB, o que permitiu obter a atividade principal do acionista bem como verificar se o acionista é residente no exterior.

As votações dos acionistas foram coletadas nos mapas analíticos de votação, disponíveis no site da B3. Quanto às atas, propostas e mapas foram consideradas as divulgadas que aplicaram as alterações realizadas pelas IN 594/2017 em suas assembleias realizadas a partir de 5 de março de 2018 e cujos boletins de voto à distância foram divulgados a partir de 1º de fevereiro de 2018 (CVM, 2017a), ou seja, das empresas que apresentaram os mapas finais de votação sintético e analítico das propostas de remuneração dos diretores como definido pelo Art. 21-W § 6 da IN 594/17.

Por meio do mapa foi possível identificar como os investidores se posicionam nas votações das propostas dos pacotes de remuneração dos executivos, uma vez que devem ser apresentados os cinco primeiros números do CPF ou CNPJ do acionista. Ademais, foi realizada a verificação dos mesmos por meio dos dados disponíveis nos FR de cada empresa da amostra no item 15 “Controle e grupo econômico”, onde foram coletados se o acionista é residente no exterior, é acionista controlador e se participa do acordo de acionistas.

Na coleta da votação dos acionistas, podem-se observar alguns padrões nas votações, que facilitaram a identificação dos votos, como, por exemplo: i) os administradores de fundos utilizam, praticamente, os mesmos grupos de fundos de investimentos nas votações; ii) a divulgação da lista de presença (AAGOE) na mesma ordem que o mapa de votação detalhado; e iii) votação em blocos por procurador. Além disso, foi utilizado o percentual de ações detidas pelos investidores para

ajudar na identificação, assim como confirmar o investidor. Em alguns casos, foi mais prático identificar os votos de rejeição e abstenção ao invés do voto a favor, assim, verificou-se a presença do investidor na lista de presença e, conseqüentemente, seu voto favorável.

Houve casos onde não foi possível identificar a votação dos administradores de fundo, como no caso do *Blackrock*, pois as parcelas das participações acionárias dos fundos administrados por ele eram muito pequenas perto da participação total do administrador. Nesses casos não foram consideradas as votações.

3.3 VARIÁVEIS

As informações referentes às variáveis foram extraídas dos documentos disponibilizados no *website* da B3, Econômica®, Formulários de Referência (FR), Proposta da Administração (PA), Ata das Assembleias Ordinária e Extraordinária (AAGOE), Mapas Analíticos (MA) e Sintéticos (MS) e Receita Federal do Brasil (RFB), como evidenciado na Quadro 2.

Quadro 2 - Descrição das variáveis.

Variáveis	Construtos	Proxy
Dependente		
Votação (VOTO)	Investidores que participaram das assembleias gerais.	Variável <i>dummy</i>
		D=1 – aprovação
		D=0 – rejeição
Explicativas		
Acionista Controlador (ACTR)	Existência de acionista controlador.	Variável <i>Dummy</i>
		D=1 – investidor é AC
		D=0 – investidor não é AC
Acordo de Acionista (ACAC)	Se o investidor faz parte de acordo de acionista.	Variável <i>Dummy</i>
		D=1 – investidor participa do AA
		D=0 – investidor não participa do AA
Acionista Estrangeiro (AEXT)	Se o acionista é residente no exterior	Variável <i>dummy</i>
		D=1 – investidor residente no exterior
		D=0 – investidor não é residente no exterior
Natureza do investidor	Investidor que seja ou pertença ao	Variável <i>Dummy</i>
		D=1 – investidor é publico

(ESTD)	Estado.	D=0 – investidor não é publico
Nível de Governança Corporativa (NGC)	Empresas listadas na B3 que participam do Novo Mercado.	Variável <i>dummy</i>
		D=1 – empresas pertencem ao NM
		D=0 – empresas não pertencem ao NM
Dissidência (DISSID)	Empresas que apresentaram rejeição e abstenção de votos.	Variável <i>dummy</i>
		D=1 – empresas com rejeição e abstenção acima de 20%
		D=0 – empresas com rejeição e abstenção abaixo de 20%
Remuneração total dos Executivos (RTOT)	Remuneração total.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Remuneração Fixa Salário (FSAL)	Parcela fixa da remuneração com salário ou pró-labore.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se possui a remuneração D=0 – se não possui a remuneração
Remuneração Fixa Salário (FSALm)	Parcela fixa da remuneração com salário ou pró-labore.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Remuneração Fixa Benefícios (FBEN)	Parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se possui a remuneração D=0 – se não possui a remuneração
Remuneração Fixa Benefícios (FBENm)	Parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Remuneração Fixa Participação (FPAR)	Parcela fixa da remuneração por participação em comitês.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se possui a remuneração D=0 – se não possui a remuneração

Remuneração Fixa Participação (FPARm)	Parcela fixa da remuneração por participação em comitês.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Remuneração Fixa Outros (FOUT)	Parcela fixa de outras remunerações.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se possui a remuneração D=0 – se não possui a remuneração
Remuneração Fixa Outros (FOUTm)	Parcela fixa de outras remunerações.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Remuneração Variável Bônus (VBON)	Parcela variável da remuneração em bônus.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se possui a remuneração D=0 – se não possui a remuneração
Remuneração Variável Bônus (VBONm)	Parcela variável da remuneração em bônus.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Remuneração Variável Participação nos Resultados (VRES)	Parcela variável da remuneração com participação nos resultados.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se possui a remuneração D=0 – se não possui a remuneração
Remuneração Variável Participação nos Resultados (VRESm)	Parcela variável da remuneração com participação nos resultados.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Remuneração Variável Participação em Reuniões (VREU)	Parcela variável da remuneração por participação em reuniões.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se possui a remuneração D=0 – se não possui a remuneração

Remuneração Variável Participação em Reuniões (VREUm)	Parcela variável da remuneração por participação em reuniões.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Remuneração Variável Participação em Comissões (VCOM)	Parcela variável da remuneração em comissões.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se possui a remuneração D=0 – se não possui a remuneração
Remuneração Variável Participação em Comissões (VCOMm)	Parcela variável da remuneração em comissões.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Remuneração Variável Outros (VOUt)	Parcela variável com outras remunerações.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se possui a remuneração D=0 – se não possui a remuneração
Remuneração Variável Outros (VOUt _m)	Parcela variável com outras remunerações.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Benefícios Pós-Emprego (BPOS)	Parcela da remuneração com benefícios de pós-emprego.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se possui a remuneração D=0 – se não possui a remuneração
Benefícios Pós-Emprego (BPOS _m)	Parcela da remuneração com benefícios de pós-emprego.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Benefícios de Cessação do Cargo (BCEC)	Parcela da remuneração com benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se possui a remuneração D=0 – se não possui a remuneração

Benefícios de Cessação do Cargo (BCECm)	Parcela da remuneração com benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Remuneração baseada em ações, incluindo opções (ACAO)	Parcela da remuneração baseada em ações, incluindo opções.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se possui a remuneração D=0 – se não possui a remuneração
Remuneração baseada em ações, incluindo opções (ACAOm)	Parcela da remuneração baseada em ações, incluindo opções.	Variável <i>Dummy</i> D=1 – se a remuneração está acima da média do setor da empresa D=0 – se a remuneração não está acima da média do setor da empresa
Controle		
Concentração Acionária (CTRA)	Existência de Acionistas Controladores.	Percentual dos três maiores acionistas
Participação do Investidor (PART)	Porcentagem detida pelo investidor.	Percentual de ações ordinárias detidas pelos acionistas

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados da pesquisa.

3.3.1 Descrição das Variáveis

A votação foi considerada como a variável dependente, assim como trabalhos anteriores que utilizaram o voto como variável dependente (GILLAN; STARKS, 2000; MORGAN et al., 2006). Para tanto, foi necessário parametrizar as votações, uma vez que é possível ser favorável, contrário ou se abster do voto, porém foram consideradas apenas duas opções: Aprovação ou Rejeição. A rejeição foi considerada como a soma dos percentuais dos votos contrários e de abstenção (CARTER; ZAMORA, 2009; CONYON; SADLER, 2010; CORREA; LEL, 2016; FERRI; MABER, 2013; HOOGHIEMSTRA et al., 2015; HOOGHIEMSTRA et al., 2017).

A remuneração total é considerada uma das mais importantes razões para a dissidência do voto (OBERMANN; VELTE, 2018). Alguns estudos relataram reações negativas quando a remuneração total

foi alta (ARMSTRONG et al., 2013; BALSAM et al., 2016; CONYON, 2016; CONYON; SADLER, 2010; ERTIMUR et al., 2013; HOOGHIEMSTRA et al., 2017; MORGAN et al., 2006). Utilizou-se a remuneração conforme definido na Tabela 3. Sendo assim, o nível de remuneração considerou a soma da remuneração fixa, variável e benefícios.

Além do nível de remuneração, a estrutura da remuneração também deve ser considerada, uma vez que ela é composta por diversos elementos, tais como: salário, benefícios, bônus, pagamentos baseado em incentivos (remuneração variável) e outras compensações, como acordo de rescisões.

Observa-se, por meio de estudos científicos, que a composição dos pacotes que possuem, por exemplo, a categoria benefícios atraíram votos contrários (BALSAM et al., 2016), assim como os pagamentos de opções de ações, planos de incentivo de longo prazo (CONYON; SADLER, 2010), contratos de rescisão (FERRI; MABER, 2013; HOOGHIEMSTRA et al., 2017), pagamento de bônus (CONYON; SADLER, 2010; VAN DER ELST; LAFARRE, 2017). Entretanto, a remuneração fixa por meio de salários reduz a dissidência de votos (BALSAM et al., 2016).

Uma vez que o nível e a estrutura da remuneração possuem impacto na votação das propostas, espera-se que o total da remuneração, os benefícios, pagamentos baseados em ações, contratos de rescisão, bônus e pagamentos variáveis atraiam votos contrários, enquanto o pagamento do salário atraia votos favoráveis.

A estrutura de governança das empresas também é um fator importante na temática. Assim, a remuneração executiva é influenciada pela composição e estrutura de propriedade. Nos estudos de remuneração executiva, variáveis como tipo do proprietário (FIRTH; FUNG; RUI, 2007), países de alta concentração acionária, características de governança corporativa e características da empresa como tamanho são relevantes (FUNCHAL; TERRA, 2006), além da presença de grandes investidores, investidores institucionais ou diretores na composição da estrutura de propriedade da companhia (BARKEMA; GOMEZ-MEJIA, 1998).

O maior acionista pode exercer controle substancial sobre a companhia por meio de assentos na direção ou por meio do direito ao voto (FIRTH; FUNG; RUI, 2006), controle este disputado por diversas partes interessadas. Firth et al. (2007) ressaltam que o acionista majoritário possui influência na remuneração do executivo e que a concentração acionária tende a reduzir o pagamento aos executivos

(CARVALHAL; CHIEN, 2013; CONYON; HE, 2011), assim como observado por Pinto e Leal (2013), em que a menor concentração acionária atrai maior remuneração aos executivos.

O acionista controlador é definido no artigo 116 da LSA como “a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum”. Sendo assim, o controle pode ser efetivado por meio de acordo de acionistas. Essa prática, segundo Aldrighi e Mazzer Neto (2007), é difundida no meio corporativo e pode ser utilizada em busca do controle. Ademais, Van der Elst e Lafarre (2017) dizem que a presença de grandes acionistas internos protege as empresas contra a rejeição das propostas. Sendo assim, espera-se que o acionista sendo controlador que participe de acordo de acionista, atraia mais votos favoráveis à proposta de remuneração, já que quanto maior a concentração menor a rejeição dos votos (DE FALCO et al., 2016; ERTIMUR et al., 2013).

Outros estudos identificaram que a remuneração executiva e os incentivos são menores em empresas que possuem o Estado como controlador (CONYON; HE, 2011; FIRTH; FUNG; RUI, 2006, 2007). Sendo assim, espera-se que os investidores que sejam públicos atraiam mais votos contrários aos pagamentos variáveis, uma vez que visam eficiência na utilização de recursos públicos.

Para a característica de governança corporativa foi utilizado o nível da empresa de acordo com os níveis de governança da B3 para o ano de 2018. No que tange aos níveis de GC, os níveis da B3 já foram utilizados como *proxies* para práticas diferenciadas de governança em outras pesquisas realizadas no mercado brasileiro (ALENCAR, 2005; ANTUNES; TEIXEIRA; COSTA; NOSSA, 2010; CARVALHAL; SOUZA, 2014; TERRA; LIMA, 2006). Além disso, pode ser usado para conter a remuneração dos executivos, uma vez que quanto mais elevado o nível de governança corporativa melhores práticas são utilizadas, maior a transparência e proteção ao investidor (PINTO; LEAL, 2013) e, conseqüentemente, menor presença de remunerações controversas, que atraem a rejeição por parte dos acionistas. Além disso, Conyon (2016) identificou que melhores estruturas de governança são menos propensas a atrair votos contrários na remuneração. Sendo assim, espera-se que empresas que fazem parte do nível Novo Mercado atraiam votos favoráveis aos pacotes de remuneração.

A alta dissidência foi definida como aquela empresa que apresentou mais de 20% de rejeição nos votos (CORREA; LEL, 2016; FERRI; MABER, 2013; HOOGHIEMSTRA et al., 2015; KIMBRO; XU, 2016), considerado como um indicador de insatisfação (ERTIMUR

et al., 2013; FERRI; MABER, 2013; HOOGHIEMSTRA et al., 2015). Assim, espera-se que quanto maior a dissidência mais votos contrários aos pacotes de remuneração. Além disso, a taxa de crescimento da remuneração dos executivos diminui em empresas que apresentaram alta dissidência (CORREA; LEL, 2016).

Foram incluídas outras variáveis, tais como: uma variável para concentração de participação acionária (CONYON; SADLER, 2010; MORGAN et al., 2006), como a porcentagem de participação dos três maiores acionistas (FUNCHAL; TERRA, 2006), e a participação do investidor institucional no capital, medida como a porcentagem de ações detidas na empresa (CONYON; SADLER, 2010; ERTIMUR et al., 2013; FERRI; MABER, 2013; HOOGHIEMSTRA et al., 2017), uma vez que a participação institucional concentrada está associada com altos incentivos, mas com baixos salários e baixa compensação total (HARTZELL; STARKS, 2003).

O acionista estrangeiro se caracteriza como o acionista de origem diferente do país de onde a empresa está sediada (CROCI et al., 2012). Nesse sentido, Firth et al. (2007) encontraram que a presença de acionistas estrangeiros induz a adoção de padrões internacionais de governança, influencia as empresas a contratarem CEO com experiência internacional e exerce pressão para atrelar o pagamento dos executivos ao desempenho. Além disso, Conyon, Haß, Vergauwe e Zhang (2018) ressaltam que CEOs com experiência internacional são valiosos para as empresas e que com a globalização a demanda por estes executivos pressionam a remuneração dos CEOs. Assim, as empresas que buscam esse diferencial estão dispostas a pagar um prêmio de compensação. Por isso, a presença de investidores estrangeiros está associada à alta remuneração executiva, tendo a remuneração variável com maior parcela dos pacotes e, conseqüentemente, atrairia a rejeição por parte dos investidores.

3.4 MODELO EMPÍRICO DE ANÁLISE DE DADOS

Para a presente pesquisa foi utilizada uma regressão logística, uma vez que a variável dependente é dicotômica. Outras variáveis foram incluídas no modelo para estimar a probabilidade de ocorrência para o fenômeno da votação dos acionistas com base no comportamento de variáveis explicativas (Fávero; Belfiore, 2017). Para o teste estatístico foi utilizado o *software* SPSS®.

Para o modelo econométrico (Equação 1) foram consideradas duas amostras de acionistas: i) todos os acionistas independentemente da

sua participação na empresa o que representou 614 investidores para 259 empresas (média de 2,37 investidor/empresa), e ii) os considerados acionistas relevantes, os investidores que obtiverem participações no capital com mais de 5% das ações com direito a voto (MEHRAN, 1995; SILVEIRA, 2014), o que representou 506 investidores para 253 empresas (média de 2,0 investidor/empresa).

Considerando a remuneração condensada, o modelo de regressão logística é estabelecido pela Equação (1), que segue:

$$P(VOTO, 1) = \frac{1}{1 + e^{-\frac{-(\beta_0 + \beta_1 ACTR + \beta_2 AACO + \beta_3 EXT + \beta_4 ESTD + \beta_5 PART + \beta_6 CTRA + \beta_7 NGC + \beta_8 DISSID + \beta_9 FSAL + \beta_{10} FBEN + \beta_{11} FPAR + \beta_{12} FOUT + \beta_{13} VBON + \beta_{14} VRES + \beta_{15} VREU + \beta_{16} VCOM + \beta_{17} VOUT + \beta_{18} BPOS + \beta_{19} BCEC + \beta_{20} ACAO + \varepsilon)}{1}}}$$

(1)

Onde:

VOTO - Variável dicotômica. Representa a posição do investidor em relação à votação do pacote de remuneração em assembleia;

β_0 : Coeficiente da regressão;

β_1 : ACTR - Variável dicotômica. Representa se o acionista é controlador;

β_2 : AACO - Variável dicotômica. Representa se o acionista faz parte do acordo de acionista;

β_3 : EXT - Variável dicotômica. Representa a residência do investidor;

β_4 : ESTD - Variável dicotômica. Representa a participação do Estado como acionista da empresa;

β_5 : PART - Variável independente. Representa o percentual de participação no capital ordinário do acionista;

β_6 : CTRA - Variável independente. Representa a concentração acionária da empresa. Medido pela somatória do percentual de participação no capital ordinário dos três maiores acionistas;

β_7 : NGC - Variável dicotômica. Representa o nível de governança corporativa da empresa;

β_8 : DISSID - Variável dicotômica. Representa a somatória das porcentagens dos votos de rejeição com abstenção;

β_9 : FSAL - Variável dicotômica. Representa a existência da parcela fixa da remuneração com salário ou pró-labore;

β_{10} : FBEN - Variável dicotômica. Representa a existência da parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos;

β_{11} : FPAR - Variável dicotômica. Representa a existência da parcela fixa da remuneração com participação em comitês;

β_{12} : FOUT - Variável dicotômica. Representa a existência da parcela fixa de outras remunerações;

β_{13} : VBON - Variável dicotômica. Representa a existência da parcela variável da remuneração em bônus;

β_{14} : VRES - Variável dicotômica. Representa a existência da parcela variável da remuneração com participação nos resultados;

β_{15} : VREU - Variável dicotômica. Representa a existência da parcela variável da remuneração por participação em reuniões;

β_{16} : VCOM - Variável dicotômica. Representa a existência da parcela variável da remuneração em comissões;

β_{17} : VOUT - Variável dicotômica. Representa a existência da parcela variável com outras remunerações;

β_{18} : BPOS - Variável dicotômica. Representa a existência da parcela da remuneração com benefícios de pós-emprego;

β_{19} : BCEC - Variável dicotômica. Representa a existência da parcela da remuneração por cessação de cargo;

β_{20} : ACAO - Variável dicotômica. Representa a existência da parcela da remuneração baseada em ação.

Além disso, como o setor de atuação é considerado uma característica importante na determinação da remuneração, optou-se por realizar um modelo adicional, no qual foi considerada a média setorial para as variáveis de remuneração, operacionalizadas de acordo com o Quadro 2. O modelo de regressão logística é estabelecido pela Equação (2), que segue:

$$P(VOTO, 1) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 ACTR + \beta_2 AACO + \beta_3 EXT + \beta_4 ESTD + \beta_5 PART + \beta_6 CTRA + \beta_7 NGC + \beta_8 DISSID + \beta_9 FSAL_m + \beta_{10} FBEN_m + \beta_{11} FPAR_m + \beta_{12} FOUT_m + \beta_{13} VBON_m + \beta_{14} VRES_m + \beta_{15} VREU_m + \beta_{16} VCOM_m + \beta_{17} VOUT_m + \beta_{18} BPOS_m + \beta_{19} BCEC_m + \beta_{20} ACAO_m + \varepsilon)}} \quad (2)$$

Onde:

β_9 : FSAL_m - Variável dicotômica. Representa a média setorial da parcela fixa da remuneração com salário ou pró-labore;

β_{10} : FBEN_m - Variável dicotômica. Representa a média setorial da parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos;

- β_{11} : $FPAR_m$ - Variável dicotômica. Representa a média setorial da parcela fixa da remuneração com participação em comitês;
- β_{12} : $FOUT_m$ - Variável dicotômica. Representa a média setorial da parcela fixa de outras remunerações;
- β_{13} : $VBON_m$ - Variável dicotômica. Representa a média setorial da parcela variável da remuneração em bônus;
- β_{14} : $VRES_m$ - Variável dicotômica. Representa a média setorial da parcela variável da remuneração com participação nos resultados;
- β_{15} : $VREU_m$ - Variável dicotômica. Representa a média setorial da parcela variável da remuneração por participação em reuniões;
- β_{16} : $VCOM_m$ - Variável dicotômica. Representa a média setorial da parcela variável da remuneração em comissões;
- β_{17} : $VOUT_m$ - Variável dicotômica. Representa a média setorial da parcela variável com outras remunerações;
- β_{18} : $BPOS_m$ - Variável dicotômica. Representa a parcela da remuneração com benefícios de pós-emprego;
- β_{19} : $BCEC_m$ - Variável dicotômica. Representa a média setorial da parcela da remuneração por cessação de cargo;
- β_{20} : $ACAO_m$ - Variável dicotômica. Representa a média setorial da parcela da remuneração baseada em ação;

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

A pesquisa teve como objeto de coleta de dados o Formulário de Referência (FR), as propostas das administrações (PA), as atas das assembleias gerais ordinárias e/ou extraordinárias (AAGOE), os mapas finais de votação detalhado (analítico) e sintético, coletados manualmente e disponíveis no site da B3. Ao todo foram coletados e analisados 367 arquivos do item 13.2 do FR para remuneração dos executivos e 1.709 arquivos contendo as propostas, atas, mapas e posições acionárias para mapear a votação dos acionistas.

A Tabela 4 apresenta como as 312 empresas que compuseram a amostra estão divididas entres os setores econômicos da B3. É possível observar que o setor que possui mais empresas é o de consumo cíclico, representando 23,40% do total, e que possui subsetores como comércio, construção civil, hotéis e restaurantes, mídia, tecidos, vestuários e calçados, utilidades domésticas e viagens e lazer. Já o setor de telecomunicações é representado por apenas 1,28% do total. Por fim, os setores consumo cíclico, financeiros e outros e bens industriais representam mais do que 50% do total de empresas listadas na B3, mostrando assim concentração de atividades econômicas.

Tabela 4 - Empresas por setor econômico da B3.

Setor Econômico	Quantidade de Empresas	Frequência Relativa (%)
Consumo Cíclico	73	23,40
Financeiro e outros	60	19,23
Bens Industriais	47	15,06
Utilidade Pública	46	14,74
Materiais Básicos	27	8,65
Consumo Não Cíclico	22	7,05
Saúde	16	5,13
Petróleo, gás e biocombustíveis	10	3,21
Tecnologia da informação	7	2,24
Telecomunicações	4	1,28
Total	312	100,00

Fonte: Dados da Pesquisa

Com o levantamento realizado quanto à votação dos acionistas, foi possível mapear quais investidores fazem parte do mercado acionário brasileiro. Ao todo foram mapeados 464 investidores diferentes, não considerando as diversas participações de um mesmo acionista. Ao analisar os investidores com mais de uma participação, destaca-se a grande presença do Estado por meio de seus bancos, fundos de pensão, administrações diretas, indiretas, entre outros. Do total de investidores, o Estado participa com 16 acionistas diferentes que em votação representou um total de 101 votos/acionistas de um total de 771. Além

disso, fazem parte do mercado brasileiro grandes investidores do mercado, como podem ser observados na Figura 1.

Figura 1 - Investidores presentes no mercado acionário brasileiro.



Fonte: Dados da Pesquisa

O BNDESPar aparece como investidor 30 vezes, seguido do fundo de pensão Previ, que investe em 16 empresas; o Governo Estadual, que faz parte de 14 empresas; os administradores de fundos Blackrock em 14 empresas; a Dynamo e Alaska Investimentos em 12 empresas; e o The Bank of New York, Pátria Investimentos e BTGP Actual em 10 empresas. Além disso, destaca-se a presença de alguns investidores, tais como: GIC Singapore e Norges Bank, administradores de fundos soberanos de Singapura e Noruega, respectivamente, este último conhecido como o maior fundo soberano do mundo.

É possível observar que no mercado brasileiro outros investidores como o Blackrock, Fidelity Investments, BNY Mellon Investment Management, J.P.Morgan Asset Management, PIMCO, Prudential Financial, Goldman Sachs Asset Management Int, Wellington Management International, T.Rowe Price estão entre os 15 maiores administradores de ativos do mundo, segundo o ranking *Top 400 Asset Managers* no ano de 2018, criado pela *Investment & Pensions Europe* (KENNEDY, 2018).

A Tabela 5 evidencia as características dos investidores institucionais com participação em 10 ou mais empresas. Podem-se observar em quantas empresas os investidores são acionistas controladores, se participam do acordo de acionista, como procederam na votação e a média de participação nas empresas em que são acionistas.

Tabela 5 - Características dos investidores institucionais mais frequentes.

Investidores	Empresas	Acionista controlador	Participa de acordo de acionistas	Voto				Média Participação no Capital (%)
				F	R	A	N	
Bndespar	30	5	16	17	8	4	1	14,43
Previ	16	1	6	14	0	1	1	12,15
Governo Estadual	14	13	2	14	0	0	0	77,53
BlackRock	14	0	0	1	0	0	$\frac{1}{3}$	4,66
Dynamo Adm. Alaska	12	0	0	11	0	1	0	6,95
Investimentos The Bank of New York	12	1	0	8	0	3	1	8,49
Pátria Investimentos	10	4	1	8	0	0	2	39,95
BTG Pactual	10	10	10	10	0	0	0	7,89
	10	4	2	5	0	0	5	5,47

Fonte: Dados da pesquisa. Legenda: F: favorável; R: rejeitado; A: abstenção; N: não identificado.

Na tabela 6, nota-se o número de investidores que fazem parte das empresas por setor econômico e níveis de governança corporativa. É possível constatar que mais de 51% dos investidores são acionistas de empresas pertencentes ao novo mercado, seguido pelo nível tradicional, com 24,38%. Quanto ao setor econômico, percebe-se que os investidores fazem parte de empresas do setor de consumo cíclico (24,25%), financeiro e outros (19,40%) e utilidade pública (14,15%).

Tabela 6 - Investidores por setor econômico e nível de governança corporativa da B3.

Setor Econômico	Nível de Governança Corporativa									% Investidores ^a
	NM	N1	N2	MA	M2	MB	TRAD	Total		
Bens industriais	57	7	7	5	0	10	17	103		13,50
Consumo Cíclico	119	7	1	10	5	0	43	185		24,25
Consumo Não Cíclico	39	2	0	3	0	0	6	50		6,55
Financeiro e Outros	56	8	10	0	0	18	56	148		19,40
Materiais Básicos	28	17	7	0	0	0	17	69		9,04
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	19	0	6	0	0	0	5	30		3,93
Saúde	30	0	0	8	0	0	5	43		5,64
Tecnologia da Informação	13	0	0	4	0	0	1	18		2,36
Telecomunicação	1	3	0	0	0	0	5	9		1,18
Utilidade Pública	29	17	22	3	0	6	31	108		14,15
Total	391	61	53	33	5	34	186	763		100
% Investidores ^b	51,25	7,99	6,95	4,33	0,66	4,46	24,38	100		

Fonte: Dados da Pesquisa. Legenda: a. porcentagem de investidores por setor econômico; b. porcentagem de investidores por nível de governança corporativa.

NM – Novo Mercado; N1 – Nível 1 de governança corporativa; N2 - Nível 2 de governança corporativa; MA – Bovespa mais; M2 – Bovespa mais nível 2; MB – Balcão organizado; TRAD – Tradicional.

A participação dos investidores em sua grande maioria no nível diferenciado do novo mercado pode ser devido à busca dos investidores por empresas que possuem as melhores práticas de governança corporativa, além de visarem investimentos de longo prazo. Ademais, as empresas estão buscando atrair mais recursos por meio de melhores práticas de governança, que podem ser utilizadas como proteção contra expropriação de capital para os investidores externos (CUNHA; VOGT; DEGENHART, 2016).

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

No que concerne à remuneração dos executivos foi possível mapear as propostas levadas à votação dos montantes globais e individuais de cada elemento da remuneração, o que possibilitou observar os padrões dos pacotes propostos de forma geral e setorial, por nível de governança corporativa, assim como os pacotes destinados para o conselho de administração (CA) e diretoria estatutária (DE) das empresas. Ressalta-se que a remuneração do conselho fiscal foi desconsiderada na análise, uma vez que, em geral, esse pacote de remuneração é votado em separado dos pacotes do CA e DE.

4.1.1 Análise da Remuneração Geral

Na Tabela 7, é possível observar como as empresas estão elaborando suas propostas de remuneração aos executivos. Quando consideradas as 312 empresas da amostra, em média, as empresas elaboram os pacotes com maior representatividade no pagamento de salário (54,90%), seguido dos pagamentos de bônus (12,70%), participação nos resultados (8,81%), pagamento baseado em ação ou opção (7,82%) e outras remunerações fixas (6,98%). Quando considerados os totais das parcelas fixas e variáveis, benefícios de cessação, pós-emprego e pagamento baseado em ação, em média, os pacotes propostos apresentaram uma parcela fixa total maior (65,77%) em comparação aos pagamentos variáveis (24,24%) e pagamento baseado em ação ou opção (7,82%).

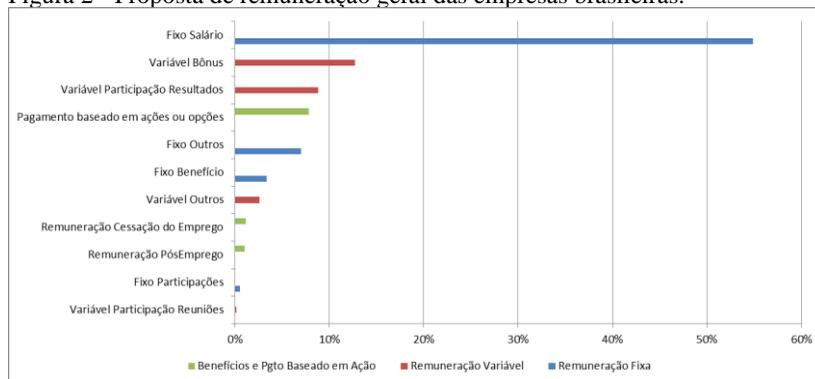
Tabela 7 - Remuneração de todas as empresas da amostra (em %).

Tipo de Remuneração	Geral				
	Média	Mediana	DP	Mínimo	Máximo
(F) Salário	54,90%	49,91%	25,43%	9,13%	100%
(F) Benefício	3,38%	1,67%	5,22%	0%	38,05%
(F) Participações	0,52%	0%	1,61%	0%	13,85%
(F) Outros	6,98%	5,67%	7,64%	0%	64,81%
(V) Bônus	12,70%	0%	16,85%	0%	70,62%
(V) Participação Resultados	8,81%	0%	15,98%	0%	88,82%
(V) Participação Reuniões	0,12%	0%	0,81%	0%	9,09%
(V) Outros	2,61%	0%	5,64%	0%	45,43%
Pós Emprego	1,03%	0%	4,35%	0%	50,74%
Cessaçao do Emprego	1,14%	0%	4,94%	0%	42,30%
Baseado em ações ou opções	7,82%	0%	14,00%	0%	79,42%
Total Fixo	65,77%	64,41%	25,01%	11,18%	100%
Total Variável	24,24%	24,47%	19,51%	0%	88,82%

Fonte: Dados da Pesquisa. O pagamento Variável Participação em Comissões foi excluído, pois nenhuma empresa previu pagar este tipo de remuneração aos seus executivos. (i) a remuneração fixa (F) é a somatória do salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês e outros; (ii) a remuneração variável (V) é a somatória dos bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões e outros; (vi) a remuneração total é a somatória da (i) remuneração fixa, (ii) remuneração variável, (iii) benefícios pós-emprego, (iv) Benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo, (v) remuneração baseada em ações, incluindo opções.

A Figura 2 mostra a proporção média dos componentes das remunerações dos executivos no mercado brasileiro. Observa-se que, em média, as empresas preveem pagar os executivos com maior parcela no salário, seguido do pagamento variável em bônus, participação nos resultados.

Figura 2 - Proposta de remuneração geral das empresas brasileiras.



Fonte: Dados da pesquisa.

Ressalta-se que dentre os tipos de remunerações, nenhuma empresa previu remunerar os administradores com pagamento variável em participações em comitês. Destaca-se também que a empresa Biommm foi a única empresa a remunerar o CA com apenas benefícios diretos e indiretos que incluem seguro saúde, assistência odontológica, seguro de vida, vale alimentação, vale refeição e previdência privada.

A empresa MRV evidencia os benefícios diretos dos executivos que incluem plano de saúde, realização de *checkup* médico periódico, seguro de vida e plano de previdência privada. Em relação ao pagamento variável participação em reunião, a companhia informa que o valor pago ao conselho de administração é R\$ 180,00 por reunião e que é a única remuneração recebida pelos conselheiros. Os pagamentos variáveis baseados no desempenho da companhia utilizam indicadores como a satisfação dos clientes, excelência operacional e sustentabilidade. No caso de benefícios pós-emprego, a companhia Cemig informa utilizar o pagamento de plano de previdência privada totalmente custeado pela empresa.

4.1.2 Análise da Remuneração por Setor Econômico

Notam-se, na Tabela 8, os setores que, em média, mais previram remunerar seus administradores com: i) salário – o setor de tecnologia da informação (59,58%) e o setor financeiro e outros (58,49%); ii) benefícios – o setor de telecomunicações (11,33%) e de utilidade pública (5,06%); iii) outros valores fixos – o setor de telecomunicações (12,93%) e de utilidade pública (11,17%); iv) pagamento de bônus – o setor de tecnologia da informação (20,86%) e de telecomunicações (20,51%); v) participação nos resultados – o setor consumo não cíclico (16,36%) e bens industriais (9,55%); vi) outros valores variáveis – o setor petróleo, gás e biocombustíveis (8,31%) e de materiais básicos (4,97%); vii) remuneração de pós-emprego – o setor de telecomunicações (5,18%) e de materiais básicos (2,83%); viii) cessação do emprego – o setor de petróleo, gás e biocombustíveis (4,78%) e de utilidade pública (2,27%); ix) pagamento baseado em ação – o financeiro e outros (69,91%) e de utilidade pública (68,28%). O setor de telecomunicações e de consumo não cíclico foram os únicos setores que previram remunerar seus administradores com salário fixo, em média, 34,87% e 49,24%, respectivamente.

Tabela 8 - Propostas das remunerações dos executivos por setor econômico (em %).

Setor Econômico	Medidas	Remuneração Fixa				Remuneração Variável				Pós Emprego	Cessação do Cargo	Baseado em ações	Total Fixo	Total Variável
		Salário	Benef.	Part.	Outros	Bônus	Part. Resultados	Part. Reuniões	Outros					
Bens Industriais	Média	57,62	3,14	0,50	4,91	16,14	9,55	0,12	2,48	0,38	0,28	4,89	66,17	28,28
	Med.	51,99	1,80	0	3,36	11,23	0	0	0	0	0	0	68,27	29,69
	DP	24,23	3,92	1,18	5,67	17,76	16,60	0,80	4,48	1,01	1,35	11,38	22,16	19,81
	Mín.	18,61	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	24,70	0
	Máx.	100	18,78	5,30	21,27	70,62	63,66	5,45	19,36	5,34	6,61	59,67	100	70,62
Consumo Cíclico	Média	57,17	2,44	0,49	5,19	12,13	9,60	0,18	1,85	0,14	0,66	10,16	65,28	23,76
	Med.	50,82	0,73	0	2,71	0	0	0	0	0	0	0	65,19	22,99
	DP	28,04	4,36	1,35	6,14	16,87	16,00	1,12	4,26	0,71	4,98	16,01	26,37	19,65
	Mín.	14,88	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	17,57	0
	Máx.	100	25,21	5,49	21,97	69,95	58,63	9,09	19,18	4,59	42,30	69,53	100	71,31
Consumo Não Cíclico	Média	49,24	1,77	0,07	6,00	13,22	16,36	0,26	0,61	0,24	0,74	11,49	57,08	30,45
	Med.	42,51	1,13	0	5,55	0	5,18	0	0	0	0	7,51	55,11	27,79
	DP	23,10	2,13	0,32	5,80	18,89	21,15	1,21	1,73	0,89	3,49	13,45	21,91	19,12
	Mín.	21,75	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	26,57	0
	Máx.	100	7,63	1,51	15,47	60,61	71,16	5,70	7,18	4,04	16,35	43,97	100	71,16
Financeiro e outros	Média	58,49	3,64	0,31	7,47	7,07	8,19	0	2,52	1,44	1,15	9,73	69,91	17,77
	Med.	51,03	1,40	0	5,62	0	0	0	0	0	0	0	75,16	14,17
	DP	28,90	6,95	1,24	7,77	14,13	17,01	0	5,99	6,79	5,53	16,72	29,17	20,01
	Mín.	9,32	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11,18	0
	Máx.	100	38,05	8,39	30,77	53,54	88,82	0	26,30	50,74	33,24	79,42	100	88,82
Materiais básicos	Média	51,81	3,23	0,66	8,98	14,74	7,04	0,01	4,97	2,83	1,77	3,96	64,68	26,76
	Med.	45,13	2,32	0	6,60	5,72	0	0	0	0	0	0	63,11	28,49
	DP	25,19	4,10	1,50	12,73	17,91	13,96	0,06	7,69	9,33	7,55	8,59	26,01	20,15
	Mín.	15,40	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	22,52	0
	Máx.	100	19,64	5,19	64,81	54,65	45,20	0,34	27,83	48,62	38,48	39,45	100	65,58
Petróleo, gás e biocombustíveis	Média	50,54	2,50	0,19	6,34	12,89	3,12	0	8,31	1,58	4,78	9,77	59,56	24,31
	Med.	48,38	1,68	0	4,39	0	0	0	0	0	0	0	58,88	31,23
	DP	26,76	2,51	0,60	6,42	17,01	9,16	0	15,18	2,84	8,33	17,95	27,74	19,11
	Mín.	9,13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11,71	0

	Máx.	100	6,69	1,88	15,85	37,84	29,12	0	45,43	7,14	22,24	50,45	100	46,37
	Média	52,96	3,06	0,37	5,82	12,27	6,54	0	1,65	0,07	0,67	16,59	62,21	20,46
	Med.	44,00	1,37	0	5,44	10,10	0	0	0	0	0	10,69	56,66	23,32
Saúde	DP	25,45	3,76	1,03	5,37	12,78	11,46	0	3,54	0,28	1,85	17,70	26,36	13,73
	Mín.	14,65	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20,21	0
	Máx.	100	12,00	3,53	14,40	42,82	36,08	0	10,94	1,10	6,02	47,42	100	42,82
	Média	59,58	4,52	0,33	3,26	20,86	0	0	0,79	0,79	0	9,86	67,70	21,65
Tecnologia da informação	Med.	57,69	0,73	0	0	24,68	0	0	0	0	0	2,39	64,31	25,19
	DP	19,39	8,09	0,88	5,56	13,78	0	0	1,79	1,48	0	12,98	21,65	13,95
	Mín.	41,05	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	41,72	0
	Máx.	100	22,31	2,32	11,54	37,66	0	0	4,79	3,85	0	28,14	100	37,66
Telecomunicações	Média	34,87	11,33	1,35	12,93	20,51	5,40	0	1,20	5,18	0	7,24	60,48	27,10
	Med.	37,14	5,83	1,37	9,07	17,31	0	0	0	1,00	0	4,26	57,84	30,50
	DP	14,39	13,34	1,11	9,81	24,25	10,79	0	2,39	9,04	0	9,03	17,09	20,04
	Mín.	16,65	2,51	0	6,23	0	0	0	0	0	0	0	44,94	0
Utilidade pública	Máx.	48,54	31,14	2,67	27,36	47,42	21,58	0	4,79	18,70	0	20,44	81,30	47,42
	Média	50,98	5,06	1,07	11,17	14,21	8,68	0,26	3,17	1,75	2,27	1,38	68,28	26,32
	Med.	51,14	3,74	0	11,54	4,54	0	0	0	1,56	0	0	68,08	25,31
	DP	19,05	5,35	3,00	7,54	17,81	15,83	1,09	4,66	1,95	5,24	3,61	20,64	19,66
	Mín.	21,86	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	32,98	0
	Máx.	100	30,31	13,85	31,35	58,49	52,72	5,33	18,13	7,12	18,32	17,91	100	65,67

Fonte: Dados da Pesquisa. Legenda: Valores em porcentagem (%). Med: Mediana; DP: Desvio Padrão; Mín: Mínimo; Máx.: Máximo. O pagamento Variável Participação em Comissões foi excluído, pois nenhuma empresa previu pagar este tipo de remuneração aos seus executivos. (i) a remuneração fixa é a somatória do salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês e outros; (ii) a remuneração variável é a somatória dos bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões e outros; (vi) a remuneração total é a somatória da (i) remuneração fixa, (ii) remuneração variável, (iii) benefícios pós-emprego, (iv) Benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo, (v) remuneração baseada em ações, incluindo opções.

Quando consideradas as remunerações totais, observou-se, em pontos percentuais, que os setores que possuem maior distância em relação à remuneração total fixa e variável são os setores financeiros e outros (52,14 pp) e tecnologia da informação (46,04 pp), enquanto os setores que demonstraram menores diferenças foram o de consumo não cíclico (26,63 pp) e telecomunicações (33,37 pp).

Adicionalmente à Tabela 8, destacam-se alguns percentuais máximos e mínimos nas parcelas de cada tipo de remuneração, que pode ser observado na Tabela 9, onde estão apresentadas as maiores e menores porcentagens para cada tipo de remuneração de acordo com a empresa que as propôs.

Tabela 9 - Maiores e menores porcentagens por tipo de remuneração (em %).

Remuneração	Empresas										
	Amaz	CGaz	Nutri P	Stara	PSeg	Hbor	OSX	Brad	Whi	Itau	Prio
(F) Salário	46,86	22,92	35,19	24,48	9,32	63,64	54,57	24,63	32,05	9,93	9,13
(F) Benefícios	38,05	0,74	0	0	0	0	0	0	4,10	0,59	0,75
(F) Participações	0	13,85	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(F) Outros	0	11,45	64,81	4,90	1,86	0	0	0	0	9,01	1,83
(V) Bônus	0	0	0	70,62	0	0	0	0	21,55	0	37,84
(V) P. Resultados	15,09	50,10	0	0	88,82	27,27	0	0	0	0	0
(V) P. Reuniões	0	0	0	0	0	9,09	0	0	0	0	0
(V) P. Comissões	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(V) Outros	0	0	0	0	0	0	45,43	24,63	0	0	0
Pós Emprego	0	0,93	0	0	0	0	0	50,74	0	1,05	0
Cessação Emprego	0	0	0	0	0	0	0	0	42,30	0	0
Baseado em Ações	0	0	0	0	0	0	0	0	0	79,42	50,45
Total Fixo	84,91	48,97	100	29,38	11,18	63,64	54,57	24,63	36,15	19,53	11,71
Total Variável	15,09	50,10	0	70,62	88,82	36,36	45,43	24,63	21,55	0	37,84

Fonte: Dados da Pesquisa. Legenda: Valores em percentual (%). (F): remuneração fixa e (V) remuneração variável. Onde: Empresas: Amaz – Banco Amazônia; CGaz – Comgás; NutriP – Nutriplant; PSeg – Porto Seguro; Hbor-Helbor; OSX – OSX Brasil; Brad – Banco Bradesco; Whi – Whirlpool; Itau – Banco Itau Unibanco; Prio – Petrorio. Para o setor temos: Fi – Financeiro e outros; UP – Utilidade Pública; MB – Materiais Básicos; BI – Bens Industriais; CC – Consumo Cíclico; PGB – Petróleo, Gás e Biocombustíveis;

Ainda de acordo com a Tabela 9, nota-se que as parcelas mínimas previstas para o salário foram reportadas pela companhia Petrorio (Petróleo, gás e biocombustíveis), com 9,13%, e para a parcela total fixa foi de 11,18%, reportada pela empresa Porto Seguro (Financeiros e outros). Para as parcelas máximas fixas, tem-se a

remuneração em outros valores fixos (64,81%) para a empresa Nutriplant (Materiais Básicos), seguido dos benefícios diretos e indiretos (38,05%) para a empresa Banco Amazônia (Financeiros e outros) e participações em comitês (13,85%) para a empresa Comgás (Utilidade Pública).

Dentre as parcelas variáveis, a participação nos resultados foi a que apresentou a maior parcela (88,82%) para a empresa Porto Seguro (Financeiros e outros), seguido pelo pagamento baseado em ação (79,42%) para a empresa Itaú (Financeiros e outros), pagamento de bônus (70,62%) para a empresa Stara (Bens Industriais) e outros valores variáveis (45,43%) para a empresa OSX (Petróleo, gás e biocombustíveis).

Ao analisar as propostas das remunerações de acordo com a Tabela 10, observa-se que o setor que propõe, em média, maior remuneração total aos seus executivos é o setor financeiro e outros, assim como relatado em outros estudos (MATOLCSY; WRIGHT, 2007), seguido pelo setor de Telecomunicações. Destaca-se que apenas cinco empresas preveem remunerar seus executivos com valores acima dos R\$ 100 milhões. As maiores propostas de remunerações são das empresas Bradesco (R\$ 680 milhões), ItaúUnibanco (R\$ 370 milhões), Santander (R\$ 324 milhões), Vale (R\$ 179 milhões) e ABC Brasil (R\$ 136 milhões).

Tabela 10 - Remuneração dos executivos por setor econômico (em R\$ mil).

Tipo de Remuneração	Setor Econômico									
	Bi	CC	CNC	Fi	MB	PGB	SA	Ti	Tele	UPub
(F) Salário	5.557	5.879	10.548	11.558	8.734	6.475	7.841	5.243	9.209	4.579
(F) Benefícios	386	277	635	929	864	707	455	133	1.729	530
(F) Particip.	135	159	16	122	321	115	120	105	663	190
(F) Outros	772	900	2.101	2.926	1.666	1.408	1.256	182	6.881	1.075
(V) Bônus	2.212	2.575	2.829	1.313	5.775	2.176	3.352	2.828	13.340	1.830
(V) P. Result.	2.380	2.079	4.873	3.023	2.169	1.831	1.859	0	870	1.106
(V) P. Reun.	11	33	27	0	7	0	0	0	0	42
(V) P. Comis.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(V) Outros	409	459	173	3.700	1.994	580	605	70	193	387
Pós Emprego Cess.	66	46	154	5.900	304	436	23	82	430	200
Emprego Bas. em Ações	1.152	3.015	6.394	9.641	2.350	2.687	5.412	2.231	3.158	177
Total Fixo	6.851	7.215	13.301	15.536	11.585	8.705	9.673	5.662	18.482	6.374
Total Variável	5.012	5.146	7.902	8.036	9.945	4.587	5.816	2.898	14.404	3.366
Total Rem.	13.194	15.582	28.438	39.403	26.921	17.868	21.029	10.873	36.474	10.424

Fonte: Dados da pesquisa. Legenda: Valores em R\$ mil. Setores - BI: Bens Industriais; CC: Consumo Cíclico; CNC: Consumo Não Cíclico; FI:

Financeiros e outros; MB: Materiais Básicos; PGB: Petróleo, gás e biocombustíveis; AS: Saúde; TI: Tecnologia da Informação; Tele: Telecomunicações; UPub: Utilidade Pública. Total fixo é a somatória dos valores fixo (F) Salário, Benefícios, Participações e outros; Total Variável é a somatória dos valores variáveis (V) Bônus, P. resultados, R. reuniões, P. Comissões e outros; Total da Remuneração é a somatória das remunerações fixas, variáveis, benefícios de pós-emprego, cessação de cargo e pagamento baseado em ações.

Destaca-se o setor de Telecomunicações, onde a maior proposta de remuneração é da Oi S.A, empresa que está em processo de recuperação judicial e vem prevendo remunerações acima dos seus pares desde que entrou com o pedido de recuperação em 2016. Para o ano de 2018, a Oi está prevendo pagar aos seus executivos, aproximadamente, R\$ 81 milhões, enquanto a TIM está prevendo pagar R\$ 42 milhões, quase o dobro do valor.

4.1.3 Análise da Remuneração por Nível de Governança Corporativa

Ao considerar os pacotes de remuneração por níveis de governança corporativa (Apêndice A), os níveis GC que apresentaram maiores diferenças entre os valores fixos e variáveis foram o Tradicional (61,69 pp) e Bovespa Mais Nível 2 (50,43 pp), respectivamente, parcela fixa total de remuneração de 78,75% e 75,22%. Em contrapartida, os níveis DR3 (19,91 pp) e Novo Mercado (25,51 pp) apresentaram as menores diferenças entre as remunerações. Quanto ao pagamento variável total, os níveis NM e MA reportaram os maiores valores, respectivamente, 30,09% e 26,82%.

Analisando os tipos de remuneração, em média, os níveis de governança que apresentaram as maiores parcelas foram: i) salários – TRAD (69,55%) e M2 (68,18%), ii) outros valores fixos – N2 (10,82%) e N1 (9,50%), iii) bônus – M2(23,29%) e MA (21,37%), iv) participação nos resultados – N2 (13,87%) e NM (10,81%), e v) pagamento baseado em ações ou opções – DR3 (47,42%) e NM (12,68%).

4.1.4 Análise da Remuneração por Tipo de Administrador

A Tabela 11 mostra as propostas das remunerações para o tipo de administrador, se CA ou DE. Nota-se, em média, que a remuneração do

CA foi proposta em sua grande maioria de remuneração fixa (91,19%) com a parcela de salário representando a maior parcela (77,35%), seguido pelos outros valores fixos (8,51%). Em contrapartida, a proposta de remuneração da DE se mostra mais alinhada com as análises setoriais. As propostas das remunerações variáveis (27,33%) ganharam uma parcela substancial da remuneração, destes representados pelos bônus (14,50%), participação nos resultados (9,96%) e, fora estes, o pagamento baseado em ação (8,37%).

Tabela 11 - Proposta de remuneração por tipo de administrador.

Tipo de Remuneração	Conselho de Administração					Diretoria Estatutária				
	Méd	Med	DP	Mín	Máx	Méd	Med	DP	Mín	Máx
(F) Salário	77,35	83,33	24,18	0	100	51,23	45,18	26,65	0	100
(F) Benefícios	1,80	0	8,26	0	100	3,89	1,94	6,63	0	70,19
(F) Participações	3,53	0	11,87	0	100	0	0	0	0	0
(F) Outros	8,51	8,36	8,46	0	38,04	6,78	5,20	8,47	0	92,04
(V) Bônus	1,72	0	8,21	0	78,95	14,50	0	18,55	0	75,58
(V) P. Resultados	1,72	0	8,90	0	77,69	9,96	0	17,76	0	100
(V) P. Reuniões	1,92	0	12,21	0	100	0	0	0	0	0
(V) Outros	0,68	0	4,52	0	65,43	2,88	0	5,84	0	34,79
Pós Emprego	0,46	0	3,46	0	50	1,12	0	4,51	0	50,86
Cessaçao Emprego	0,10	0	1,67	0	28,97	1,28	0	5,34	0	42,61
Baseado em Ações	2,22	0	9,10	0	84,17	8,37	0	14,64	0	85,85
Total Fixo	91,19	100	20,13	0	100	61,90	60,14	26,73	0	100
Total Variável	6,04	0	17,29	0	100	27,33	29,28	21,32	0	100

Fonte: Dados da Pesquisa. Legenda: Valores em Porcentagem (%). Méd.: média; Med.: Mediana; DP: Desvio Padrão; Mín.: Mínimo; Máx.: Máximo. (i) a remuneração fixa é a somatória do salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês e outros; (ii) a remuneração variável é a somatória dos bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões e outros; (vi) a remuneração total é a somatória da (i) remuneração fixa, (ii) remuneração variável, (iii) benefícios pós-emprego, (iv) Benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo, (v) remuneração baseada em ações, incluindo opções.

Em relação à distância em pontos percentuais, entres os pacotes a parcela fixa do CA foi 29,29 pp maior que a DE, enquanto a parcela variável foi inferior à DE com 21,30 pp, o bônus com 12,75 pp e a participação nos resultados 8,23 pp.

Analisando os conselhos de administrações, 12 empresas reportaram não remunerar os administradores, dentre estas: Aliansce, All Norte, Bk Brasil, Cambuci, Dcom-Direct, Excelsior, Ideisnet, Log-Com, Mendes Jr., Priner, Smart Fit e Viver. Para a diretoria estatutária,

apenas 2 empresas reportaram não pagar a diretoria, Afluente T e Springs.

Dentre as empresas que preveem remunerar o CA, destacam-se, respectivamente, os bancos Bradesco e ItaúUnibanco com remuneração total de R\$ 76 milhões e R\$ 60 milhões, respectivamente, e dentro dos pacotes as maiores parcelas eram de benefícios pós-emprego para o Bradesco (50%) e de pagamentos baseado em ações para o ItaúUnibanco (46,23%). Em relação a DE, é o órgão onde se observam as maiores propostas, com destaque para as empresas do setor financeiro e propostas de remunerações totais, no caso do Bradesco (R\$ 604 milhões), onde a maior parcela é do pagamento de benefícios pós-emprego (50,85%); Santander (R\$318 milhões), onde a maior parcela é representada pelo pagamento baseado em ações (24,99%); ItaúUnibanco (R\$310 milhões), com a maior parcela na remuneração variável baseada em ações (85,85%).

4.1.5 Análise da Votação em Assembleia Geral

Em relação às votações das propostas dos pacotes de remuneração dos executivos, foi possível verificar o perfil da votação em assembleia das empresas que possuíam os investidores da amostra final, conforme a Tabela 12.

Tabela 12 - Perfil da votação em assembleia (N= 296 empresas).

Voto	Méd	Med.	DP	Mín.	Máx.	0% a 25%	25% a 50%	50% a 75%	75% a 100%	100% capital
Aprovação ^a	90,59	99,10	17,17	0,78	100	2	11	24	259	114
Rejeição ^a	4,56	0	9,31	0	49,55	279	17	0	0	0
Abstenção ^a	4,83	0	13,23	0	99,22	279	10	5	2	0
Dissidência ^a	9,39	0,79	17,15	0	99,22	260	23	11	2	0
Capital Votante	81,47	83,86	16,87	8,52	100	2	13	70	212	34
Aprovação ^b	74,59	77,40	22,84	0,76	100	13	28	91	164	32
Rejeição ^b	3,29	0	6,86	0	42,61	289	7	0	0	0
Abstenção ^b	3,58	0	10,21	0	97,30	285	8	2	1	0
Dissidência ^b	6,87	0,66	12,82	0	97,30	270	21	4	1	0

Fonte: Dados da Pesquisa. Legenda: ^a Acionista presentes em Assembleia, ^b Acionistas presentes de acordo com o capital social votante presente da companhia. Valores em porcentagem (%) para Média, Mediana, Desvio Padrão, Mínimo e Máximo. Méd: Média; Med: Mediana; DP: desvio padrão; Mín: valores mínimos; Máx: valores máximos. Os quartis foram mensurados pelo número de empresas.

Observa-se que, em média, apenas 81,47% dos acionistas com direito a voto têm comparecido às assembleias para votarem o pacote de

remuneração. Nota-se que o mínimo de presença foi atribuído à empresa Lupatech (8,52%) e que 15 empresas apresentaram presença do capital com direito a voto abaixo dos 50%. Além disso, apenas 34 empresas apresentaram a totalidade do capital votante da companhia nas assembleias, o que representa 11,53% do total das empresas.

Em relação à aprovação dos pacotes, nota-se que, em média, os acionistas estão aprovando os pacotes com 90,59% do total de acionistas com direito a voto presentes em assembleia, assim como observado por Bruno e Bianconi (2015). Destacam-se alguns pontos como a empresa Wetzel, que aprovou o pacote com 0,78% de votos e abstenção de 99,22%, uma vez que os votos em abstenção não são considerados como votos válidos. Porém, ao considerar o capital votante presente, as empresas estão aprovando os pacotes, em média, com 74,59%, uma redução de 16 pp.

Além disso, sem considerar o capital votante, das 296 empresas 259 aprovaram os pacotes das empresas com mais de 75% de participação. Entretanto, ao considerar o capital votante, este número reduz para 164 empresas. E, conseqüentemente, nota-se um aumento no número de empresas que aprovaram com menos participação.

Apesar da média de rejeição e abstenção ser abaixo de 5%, 17 empresas apresentaram rejeições entre 25% e 50% dos votos. Porém, ao considerar o capital total da empresa, esse número reduz para 7 empresas. Das empresas que apresentaram altos níveis de rejeição, destacam-se a Multiplus (49,55%), JBS (47,42%) e GPC Part (41,49%). Em relação à abstenção dos votos, 7 empresas apresentaram mais de 50% de votos em abstenção. Destaque para a Wetzel (99,22%), Unicasa (98,46%), Time For Fun (64,06%), Log-In (63,71%) e a Even (60,53%).

Considerado como um indicador de insatisfação dos acionistas (ERTIMUR et al., 2013), a dissidência dos votos apresentou 36 empresas acima de 25% e, dentre essas, destaca-se a Wetzel (99,22%), Unicasa (98,46%), Time for Fun (73,94%), Bahema (73,39%), Even (72,75%) e Eletropaulo (71,09%), que apresentaram dissidência de votos superior a 70%. Além disso, é considerada alta dissidência as empresas que apresentam valores acima dos 20% (FERRI; MABER, 2013; HOOGHIEMSTRA et al., 2015; KIMBRO; XU, 2016). Ao considerar a amostra sem o capital social, 45 empresas apresentaram dissidência acima dos 20%, porém, quando considerado o capital, 31 empresas apresentaram alta dissidência nos votos, o que representa, em média, 9,39% e 6,87%, respectivamente.

Empresas como Copel e Eletropaulo merecem destaque, pois foram as únicas empresas cujos pacotes de remuneração foram

rejeitados e tiveram que ser votados novamente. No caso da Copel, o limite global anual, com encargos de até R\$ 13,6 milhões, foi rejeitado por maioria de 89.996.602 (69,11%) votos contra, 40.093.097 (30,79%) votos a favor e 135.383 (0,10%) abstenções. Dos investidores presentes, o Governo do Estado do Paraná foi quem rejeitou a proposta original, enquanto o BNDESPar aprovou. Com a redução do limite global para R\$ 12,9 milhões, a proposta foi aprovada por maioria, com 85.028.598 (68,11%) votos a favor, 101.302 (0,08%) contra e 39.707.200 (31,81%) abstenções. Na segunda rodada dos investidores presentes, o Governo do Estado aprovou, enquanto o BNDESPar se absteve da votação.

A Eletropaulo, em primeira votação, teve a proposta de fixação da remuneração global anual no valor de R\$ 22,8 milhões rejeitada pela maioria dos presentes, sendo 32.059.640 votos favoráveis, 44.121.413 votos contrários e 34.869.408 abstenções. Em uma segunda votação, foi proposta a separação dos pacotes de remuneração em: (i) incentivo de longo prazo, cujo valor corresponde a R\$ 1,6 milhões; e (ii) os demais componentes da remuneração (salário base, bônus de curto prazo, benefícios, encargos, verbas rescisórias e margem), cujo valor corresponde a R\$ 20,4 milhões. Assim, após as deliberações, os acionistas decidiram, por maioria, aprovar o pacote no valor de R\$ 20,4 mi e rejeitar os incentivos de longo prazo no valor de R\$ 1,6 mi. Dentre os investidores destaca-se o BNDESPar, que rejeitou a primeira votação, aprovou o pacote com os demais componentes da remuneração e rejeitou o pacote de incentivos de longo prazo.

Com os dados coletados, foi possível observar a concentração acionária (de forma direta) das empresas brasileiras como proposto por Funchal e Terra (2006) e Leal, Silva e Valadares (2002), que também constataram um alto grau de concentração acionária nas empresas brasileiras, como mostra a Tabela 13.

Tabela 13 - Concentração acionária (n= 367 empresas).

Acionistas	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Empresas (>50%)
Maior	53,71	51,00	29,18	0	100	196 (53,41)
Três Maiores	71,60	74,00	24,42	0	100	293 (79,84)
Cinco Maiores	75,97	79,92	22,37	0	100	320 (87,19)
Dez Maiores	78,07	81,39	21,19	0	100	331 (90,19)

Fonte: Dados da Pesquisa. Legenda: Valores em porcentagem (%). Somatória das participações no capital da empresa, sendo: Acionista 1 – maior acionista; Acionista 3 – três maiores acionistas; Acionista 5 – cinco maiores acionistas; e Acionista 10 – dez maiores acionistas. Foram consideradas apenas as participações do capital ordinário.

Acionista Controlador	1,649	0,002	5,200	2,072	0,000	7,938	3,193	19,734	
Acordo de Acionista	0,590	0,260	1,803	-	-	-	-	-	
Exterior	-0,769	0,059	0,463	-0,849	0,030	0,428	0,199	0,922	
Estado	-0,868	0,045	0,420	-0,918	0,019	0,399	0,185	0,861	
Participação do Acionista	0,018	0,156	1,018	-	-	-	-	-	
Concentração Acionária	-0,014	0,223	0,986	-	-	-	-	-	
NGC	0,009	0,986	1,009	-	-	-	-	-	
Dissidência	-2,777	0,000	0,062	-2,528	0,000	0,080	0,041	0,156	
(F) Benefícios Dir. e Ind.	1,154	0,008	3,171	1,125	0,005	3,079	1,397	6,785	
(F) Participações em Comitês	0,014	0,977	1,014	-	-	-	-	-	
(F) Outros valores	0,931	0,024	2,536	0,994	0,008	2,701	1,298	5,622	
(V) Bônus	-0,111	0,800	0,895	-	-	-	-	-	
(V) Participação no Resultado	-0,156	0,724	0,856	-	-	-	-	-	
(V) Participação em Reunião	-1,015	0,246	0,362	-	-	-	-	-	
(V) Outros valores	0,418	0,348	1,519	-	-	-	-	-	
Benefício Pós-Emprego	-1,047	0,038	0,351	-1,109	0,005	0,330	0,151	0,721	
Benefício CessaçãO Cargo	-0,318	0,573	0,727	-	-	-	-	-	
Pgto. Baseado em Ação	-0,098	0,820	0,907	-	-	-	-	-	
Constante	2,632	0,011	13,905	1,918	0,000	6,805	-	-	
N	614			614					
Qui-quadrado	146,716	0,000		139,809	0,000				
R ² Nagelkerke	0,443			0,424					

Fonte: Dados da Pesquisa.

Com o intuito de excluir o efeito das variáveis não significativas do modelo, foi realizado o *stepwise* (critério *backward* com um *cutoff* de 0,05). Assim, observa-se na Tabela 14, o modelo ajustado permaneceu significativo com R² de Nagelkerke de 0,424 e *Qui*-quadrado de 139,809. As variáveis que se apresentaram estatisticamente significativas foram: Acionista Controlador (coeficiente: 2,072; P-value: 0,000), Estado (coeficiente: -0,918; P-value: 0,019), Dissidência (coeficiente: -2,528; P-value: 0,000), Benefícios Direto e Indireto (coeficiente: 1,125; P-value: 0,005), Outros valores fixos (coeficiente: 0,994; P-value: 0,008), Benefícios Pós-Emprego (coeficiente: -1,109; P-value: 0,005) e a variável Exterior (coeficiente: -0,849; P-value: 0,030) passou a ser significativa ao nível de 5%.

Ao analisar o impacto das variáveis do modelo, algumas se mostraram mais relevantes do que outras. Em relação às razões de

chance das variáveis, os investidores que são Acionistas Controladores têm, aproximadamente, 7,9 vezes mais chances de votar a favor dos pacotes de remuneração. Quanto aos tipos de remuneração, a parcela fixa em Benefícios Diretos e Indiretos possui, aproximadamente, 3,1 vezes mais chances de ser aprovada. Já as Outras Remunerações fixas possuem, aproximadamente, 2,7 vezes mais chances de serem aprovadas. Essas variáveis se mostraram relevantes ao nível de 1%.

No entanto, as variáveis onde o acionista reside no Exterior e pertence ao Estado tendem a diminuir a chance do voto a favor das propostas de remuneração. Assim como a alta dissidência, o benefício pós-emprego também diminui a chance de aprovação das propostas de remuneração. Essas variáveis se mostraram significativas ao nível de 5%, porém possuem menor impacto na votação.

Além dos acionistas majoritários e minoritários considerados na Equação (1a) acima descrita, os resultados da Tabela 15 consideraram os investidores relevantes, que são os investidores que possuem participações no capital com mais de 5% das ações com direito a voto (MEHRAN, 1995; SILVEIRA, 2014).

Tabela 15 - Resultados da Regressão Logística – Equação 1b. Acionistas Relevantes.

Variáveis	Modelo Completo			Modelo <i>Stepwise</i>				
	Coef.	Sig.	Exp (B)	Coef.	Sig.	Exp (B)	95% C.I. para EXP(B)	
							Inferior	Superior
<i>VOTO</i>								
Acionista Controlador	0,961	0,117	2,615	1,908	0,000	6,739	2,603	17,447
Acordo de Acionista	0,780	0,189	2,182	-	-	-	-	-
Exterior	-0,646	0,164	0,524	-0,867	0,048	0,420	0,178	0,992
Estado	-0,824	0,086	0,439	-0,859	0,047	0,424	0,181	0,990
Participação do Acionista	0,039	0,027	1,039	-	-	-	-	-
Concentração Acionária	-0,026	0,058	0,974	-	-	-	-	-
NGC	-0,271	0,647	0,762	-	-	-	-	-
Dissidência	-3,271	0,000	0,038	-2,882	0,000	0,056	0,027	0,118
(F) Benefícios Dir. e Ind.	1,137	0,020	3,117	0,945	0,032	2,573	1,083	6,112
(F) Participações em Comitês	0,161	0,771	1,174	-	-	-	-	-
(F) Outros valores	0,857	0,060	2,356	1,066	0,011	2,905	1,280	6,590
(V) Bônus	-0,135	0,776	0,873	-	-	-	-	-
(V) Participação no Resultado	0,253	0,604	1,287	-	-	-	-	-
(V) Participação em Reunião	-1,147	0,225	0,318	-	-	-	-	-
(V) Outros valores	0,600	0,234	1,822	-	-	-	-	-
Benefício Pós-Emprego	-1,248	0,032	0,287	-1,185	0,007	0,306	0,130	0,718
Benefício Cessação	-0,099	0,880	0,905	-	-	-	-	-

Cargo								
Pgto. Baseado em Ação	-0,318	0,506	0,728	-	-	-	-	-
Constante	3,348	0,005	28,442	2,175	0,000	8,806	-	-
N	506			506				
Qui-quadrado	142,70	0,000		132,78	0,000			
	3			1				
R ² Nagelkerke	0,494			0,464				

Fonte: Dados da Pesquisa.

Na Tabela 15, são apresentados os modelos completo e *Stepwise* para a amostra de 506 votos de investidores. O modelo completo indica um R² de Nagelkerke de 0,494 e *Qui*-quadrado de 142,703 e, por isso, o modelo foi significativo. As variáveis que apresentaram significância estatística foram: Participação dos acionistas (coeficiente: 0,039; P-value: 0,027), Dissidência (coeficiente: -3,271; P-value: 0,000), Benefícios Direto e Indireto (coeficiente: 1,137; P-value: 0,020) e Benefícios Pós-Emprego (coeficiente: -1,248; P-value: 0,032).

Com o propósito de excluir o efeito das variáveis não significativas do modelo, foi realizado o *stepwise* (critério *backward* com um *cutoff* de 0,05). Assim, observa-se na Tabela 15 que o modelo ajustado permaneceu significativo com R² de Nagelkerke de 0,464 e *Qui*-quadrado de 132,781. Entretanto, as variáveis que apresentaram significância estatística foram: Acionista Controlador (coeficiente: 1,908; P-value: 0,000), Exterior (coeficiente: -0,867; P-value: 0,048), Estado (coeficiente: -0,859; P-value: 0,047), Dissidência (coeficiente: -2,882; P-value: 0,000), Benefícios Direto e Indireto (coeficiente: 0,945; P-value: 0,032), Outros valores fixos (coeficiente: 1,066; P-value: 0,011), Benefícios Pós-Emprego (coeficiente: -1,185; P-value: 0,007).

Ao analisar as razões de chance das variáveis que mais impactaram no modelo, os investidores que são Acionistas Controladores possuem, aproximadamente, 6,7 vezes mais chances de votar a favor dos pacotes de remuneração, enquanto os tipos de remuneração fixa em benefícios diretos e indiretos possuem, aproximadamente, 2,6 vezes mais chances de serem aprovados. Já as outras remunerações fixas apresentam, aproximadamente, 2,9 vezes mais chances de serem aprovados, sendo estatisticamente significativos aos níveis de 1% e 5%.

Entretanto, os investidores que residem no Exterior e pertencem ao Estado apresentaram mais chances de rejeitarem os pacotes de remuneração. A variável Dissidência diminui a chance do voto a favor dos pacotes de remuneração, assim como os Benefícios de Pós-Emprego que também possuem maiores chances de rejeição.

Ao comparar as duas amostras, todos os acionistas e acionistas relevantes, as variáveis significantes foram as mesmas para o modelo *stepwise*. Destacam-se as variáveis Acionista Controlador, remuneração fixa em Benefícios diretos e indiretos e outras remunerações fixas, pois possuíram os maiores valores de razão chance e, conseqüentemente, impactam mais a variável dependente Voto.

Para a variável acionista controlador, interligada com a concentração acionária, que por sua vez é uma característica do mercado brasileiro, ao considerar que investidores institucionais visam investimentos de longo prazo nas companhias, entende-se que os investidores votem a favor dos pacotes de remuneração. Uma possível justificativa é que os investidores que visam o longo prazo desejam evitar desgastes com a administração das companhias (STATHOPOULOS; VOULGARIS, 2016), além de existir negociações nos bastidores (acordo de acionistas) e alianças entre acionistas (OBERMANN; VELTE, 2018), o que faz com que os acionistas controladores e a concentração acionária, características do modelo *Insider System*, incentivem os investidores a aprovarem os pacotes de remuneração (DE FALCO et al., 2016). Ademais, em cenários de concentração acionária, os acionistas externos não possuem uma maneira simples de influenciar as decisões das companhias, o que limita a dissidência dos acionistas minoritários (BELCREDI et al., 2017).

Quanto aos tipos da remuneração, observa-se que tanto os benefícios diretos e indiretos quanto os outros valores fixos foram significantes e impactaram o modelo de forma que atraem mais aprovações por parte dos acionistas. Porém, este achado difere do internacional, onde estes tipos de remunerações atraem votos contrários (BALSAM et al., 2016). Uma possível justificativa para este resultado pode ser a falta de maior transparência ao divulgar informações quanto à composição dos pacotes de benefícios, uma vez que poucas empresas divulgam quais são estes benefícios.

Diversos autores relataram que remuneração total é uma das mais importantes razões para a dissidência do voto (ARMSTRONG; GOW; LARCKER, 2013; BALSAM; BOONE; LIU; YIN, 2016; CAI; WALKLING, 2011; ERTIMUR; FERRI; OESCH, 2013; CONYON; SADLER, 2010; GREGORY-SMITH et al., 2014; HOOGHMESTRA; KUANG; QIN, 2017). Entretanto, não foi possível analisar essa variável por meio da Equação (1), uma vez que foram utilizadas variáveis *dummy* e a remuneração seria excluída do modelo por apresentar valores constantes.

Assim, com a finalidade de considerar o valor monetário dos pacotes de remuneração, optou-se realizar um teste adicional, com a média setorial da remuneração como corte, visto que o setor de atuação das empresas é fator determinante na remuneração de executivos (FUNCHAL; TERRA, 2006; KRAUTER, 2013; SILVA; CHIEN, 2013). Para tanto, como a remuneração média do setor foi considerada, utilizou-se 1 (um) para as empresas que possuíam a remuneração acima da média setorial e 0 (zero) para as que remuneram abaixo da média setorial. Ressalta-se que as demais variáveis foram mantidas como nos outros modelos. Os resultados podem ser observados na Tabela 16:

Tabela 16 - Resultados Regressão Logística – Equação 2. Todos Acionistas.

Variáveis	Modelo Completo			Modelo <i>Stepwise</i>			95% C.I. para EXP(B)	
	Coef.	Sig.	Exp(B)	Coef.	Sig.	Exp(B)	Inferior	Superior
VOTO								
Acionista Controlador	1,502	0,006	4,491	2,004	0,000	7,416	2,978	18,472
Acordo de Acionista	0,553	0,296	1,739	-	-	-	-	-
Exterior	-0,892	0,030	0,410	-0,857	0,027	0,425	0,199	0,908
Estado	-0,833	0,054	0,435	-0,976	0,010	0,377	0,179	0,793
Participação do Acionista	0,019	0,133	1,020	-	-	-	-	-
Concentração Acionária	-0,010	0,392	0,990	-	-	-	-	-
NGC	0,065	0,895	1,067	-	-	-	-	-
Dissidência	-3,018	0,000	0,049	-2,757	0,000	0,063	0,031	0,130
(F) Salários	0,426	0,405	1,530	-	-	-	-	-
(F) Benefícios Dir. e Ind.	0,637	0,173	1,891	0,858	0,022	2,357	1,131	4,916
(F) Participações em Comitês	-0,661	0,149	0,516	-	-	-	-	-
(F) Outros valores	0,486	0,292	1,625	-	-	-	-	-
(V) Bônus	-0,436	0,325	0,647	-	-	-	-	-
(V) Participação no Resultado	0,598	0,198	1,819	-	-	-	-	-
(V) Participação em Reunião	-1,384	0,135	0,251	-	-	-	-	-
(V) Outros valores	0,518	0,308	1,678	-	-	-	-	-
Benefício Pós-Emprego	-0,933	0,071	0,393	-1,076	0,008	0,341	0,154	0,756
Benefício Cessação Cargo	-0,438	0,458	0,645	-	-	-	-	-
Pgto. Baseado em Ação	0,938	0,057	2,554	0,856	0,028	2,354	1,095	5,061
Constante	2,992	0,003	19,930	2,772	0,000	15,987	-	-
N	614			614				
Qui-quadrado	142,348	0,000		129,867	0,000			
R ² Nagelkerke	0,431			0,397				

Fonte: Dados da Pesquisa

No teste adicional apresentado na Tabela 16, os modelos completo e *Stepwise* foram exibidos para a amostra de 614 votos de investidores. O modelo completo apresentou R^2 de Nagelkerke de 0,431 e *Qui*-quadrado de 142,348, indicando que o modelo foi significativo. As variáveis que apresentaram significância estatística foram: Acionista controlador (coeficiente: 1,502; P-value: 0,006), Exterior (coeficiente: -0,892; P-value: 0,030) e Dissidência (coeficiente: -3,018; P-value: 0,000).

Foi realizado o *stepwise* (critério *backward* com um *cutoff* de 0,05) que permaneceu significativo com R^2 de Nagelkerke de 0,397 e *Qui*-quadrado de 129,867. Entretanto, as variáveis que apresentaram significância estatística foram: Acionista Controlador (coeficiente: 2,004; P-value: 0,000), Exterior (coeficiente: -0,857; P-value: 0,027), Estado (coeficiente: -0,976; P-value: 0,010), Dissidência (coeficiente: -2,757; P-value: 0,000), Benefícios Direto e Indireto (coeficiente: 0,858; P-value: 0,022), Benefícios Pós-Emprego (coeficiente: -1,076; P-value: 0,008) e Pagamento baseado em ação (coeficiente: 0,856; P-value: 0,028).

As razões de chance das variáveis que mais impactaram o modelo foram os investidores que são Acionistas Controladores com, aproximadamente, 7,4 vezes mais chances de votar a favor dos pacotes de remuneração, enquanto os tipos de remuneração fixa em benefícios diretos e indiretos possuem, aproximadamente, 2,4 vezes mais chances de serem aprovados. Já os pagamentos baseado em ação possuem, aproximadamente, 2,4 vezes mais chances de serem aprovados, sendo significativos aos níveis de 1% e 5%.

As demais variáveis Exterior, Estado, Dissidência e os Benefícios Pós-Emprego se mostraram significativas e diminuem as chances de voto a favor dos pacotes, no entanto, possuem pouco impacto no modelo.

Nota-se que quando considerada a média setorial da remuneração, o pagamento baseado em ação se tornou significativo ao nível de 5%. Porém, ao contrário de estudos internacionais que indicaram rejeição por parte dos acionistas aos pagamentos de opções de ações e planos de incentivo de longo prazo (CONYON; SADLER, 2010), esta pesquisa mostrou a preferência pelo voto a favor. Uma possível justificativa para isso seria que o Brasil é um país emergente que possui estrutura de capital concentrada (SILVEIRA, 2002, 2014) e que vem buscando se aproximar do modelo anglo-saxão com maior participação de investidores institucionais (IBGC, 2018), além de avançar no modelo de “uma ação um voto” e, conseqüentemente, aderir

ao Novo Mercado. Isso atrai investidores internacionais que podem influenciar as empresas a contratarem CEOs com experiência internacional, os quais buscam maiores remunerações por meio dos pagamentos baseado em ações (FIRTH et al., 2007), assim, os acionistas tendem a aprovar os pacotes com o objetivo de atrair CEOs com esta característica.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo identificar e analisar as propostas de remuneração dos executivos levadas às assembleias gerais para serem votadas pelos acionistas no ano de 2018 em empresas listadas na B3, bem como identificar e analisar quem são os investidores que fazem parte do mercado acionário brasileiro e como estes se comportam na votação dos pacotes de remuneração.

Adicionalmente, o trabalho visou contribuir com o desenvolvimento do tema de remunerações de executivos, governança corporativa e ativismo de acionistas. Este “novo” mecanismo de governança corporativa, o voto, vem sendo utilizado como forma de influenciar a gestão da companhia sem, no entanto, modificar o controle das mesmas. Ademais, contribui com os estudos em países emergentes que possuem concentração acionária (*Insider System*), ao contrário dos trabalhos que vêm sendo realizados em países como EUA e Reino Unido, que utilizam o sistema do modelo anglo-saxão (*Outsider System*).

Em relação à divulgação da remuneração dos executivos, observou-se que a maioria das empresas divulgaram os valores. Porém, existem aquelas empresas que não divulgaram as informações no FR, justificando: i) não haver qualquer remuneração aos administradores da companhia, uma vez que sua remuneração é sustentada por outras sociedades controladas pelos acionistas da companhia, das quais os administradores integram a Diretoria e/ou o Conselho de Administração, ii) não haver despesas com remuneração nos últimos 3 exercícios sociais, e iii) a renúncia da remuneração por parte dos executivos.

Além disso, nota-se que algumas empresas ainda divulgam a informação de forma geral, não especificando o tipo e o montante da remuneração proposta, o que pode agravar os conflitos entre acionistas, assim como pode dificultar a análise dos investidores quanto ao impacto de cada remuneração na empresa e contraria as recomendações dos órgãos reguladores, os quais alegam que para o processo de votação os acionistas devem estar munidos de informações completas e transparentes (CVM, 2009b).

Observa-se que os setores que propõem maiores remunerações são os setores financeiros e outros, telecomunicações e consumo não cíclico. Além disso, a parcela da remuneração fixa, na média, foi mais representativa do que os pagamentos variáveis, este com 24,24% e aquele com 65,77%. Dentre os tipos de remuneração, as maiores

parcelas, na média, foram salários fixo (54,90%), bônus (12,70%), participação nos resultados (8,81%) e pagamento baseado em ação (7,82%).

Na análise dos investidores foi possível constatar os acionistas que fazem parte do mercado brasileiro. Diversos tipos de investidores foram identificados, dentre os quais os maiores administradores de fundo (*BlackRock, Vanguard Group, State Street Global, Fidelity Investments, J.P.Morgan Chase e Bank of New York Mellon*), fundos soberanos da Noruega e Singapura. Ao analisar as atas das assembleias foi possível observar a grande variedade de fundos de investimentos, administradores de fundos e fundos de pensões nacionais e estrangeiros. Além disso, foi observado que muitos desses acionistas possuem parcelas menores do capital das empresas, permanecendo abaixo dos 5% de relevância e sendo classificados como “outros acionistas”, pois buscam a diversificação de suas carteiras de investimento na tentativa de reduzir o risco nos investimentos (CALLADO; AMARAL, 2005; LOPES; FURTADO, 2006). Ademais, estes investidores merecem destaque, já que possuem influência perante os demais acionistas, como no caso do Fundo Soberano da Noruega.

Em relação à votação dos acionistas, ressalta-se que de todas as empresas da amostra, apenas duas delas, Copel e Eletropaulo, tiveram que realizar outras rodadas de votação, e apenas a Eletropaulo rejeitou a parcela de incentivos de longo prazo da proposta. Além disso, observa-se que a média de aprovação das propostas é alta, acima dos 90%, justificável devido à alta concentração acionária, resultado este corroborado por Bruno e Bianconi (2015).

Nas análises realizadas notam-se empresas que possuem capital concentrado e que os “outros acionistas” acabam não comparecendo às assembleias, deixando a decisão para controladores. Uma possível explicação para isso seria que os acionistas entendem que não existe poder de influência perante os controladores.

Para determinar o impacto das variáveis na votação dos acionistas, foi realizada a regressão logística. As variáveis que mais impactaram o modelo foram acionista controlador, benefícios diretos e indiretos e outros valores fixo. Como o acionista controlador possui o controle substancial da companhia e, portanto, pode influenciar a remuneração executiva, as variáveis de remuneração benefícios diretos e indiretos e outros valores fixos fazem com que os acionistas votem a favor dos pacotes de remuneração, ao contrário do que sugere a literatura internacional (BALSAM et al., 2016).

No modelo adicional proposto, o pagamento baseado em ação foi significativo e, por isso, na votação os acionistas tendem a ser mais favoráveis a esse tipo de remuneração, resultado que também foi de encontro aos estudos internacionais (CONYON; SADLER, 2010).

Ressalta-se a importância deste estudo para melhor compreensão do mecanismo de votação e do papel dos investidores no mercado acionário, na tentativa de mitigar os conflitos de agência e proteger os acionistas minoritários. Uma vez que o pacote de remuneração, como os benefícios que se mostraram relevantes, pode ser utilizado como extração de renda por parte dos executivos (BALSAM et al., 2016; JENSEN; MECKLING, 1976).

Este estudo apresenta algumas limitações quanto à assinatura dos acionistas em assembleia, uma vez que o Art. 130 § 2º da Lei 6.404/76 autoriza a publicação de ata com omissão das assinaturas dos acionistas, o que dificultou o mapeamento dos investidores. Além disso, as diferentes formas de divulgação dos mapas de votação detalhados fizeram com que reduzisse a amostra, pois não foi possível a identificação de alguns acionistas. Em relação à estrutura de propriedade foram utilizadas as participações diretas no capital e apenas as participações com direito ao voto (ações ordinárias). Ademais, não foi possível verificar os diferentes tipos de remuneração com pagamento baseado em ação, opções de ações ou ações restritas, visto que as empresas utilizam diversas nomenclaturas que dificultam a coleta de dados considerados relevantes pela literatura internacional para a análise das votações dos acionistas. Outro fator que pode ter influenciado os resultados, principalmente dos pagamentos variáveis, foi a não divulgação de tais valores de algumas empresas, pois informaram não conhecer os resultados anteriores e, assim, não poderiam propor pagamentos como bônus e participação nos resultados.

As temáticas que se relacionam com a remuneração executiva são amplas. Os temas ativismo de acionista e votação dos acionistas ainda foram pouco explorados em âmbito nacional. Sendo assim, sugere-se analisar as votações de forma setorial, uma vez que o setor de atuação das empresas é considerado relevante para a remuneração executiva; analisar se as empresas cumprem os níveis de remuneração ou têm que modificá-los no ano seguinte; analisar a votação dos acionistas com outras variáveis como desempenho das empresas, outras características de governança corporativa (composição dos conselhos, independência dos conselhos e dualidade), características dos conselhos (idade, sexo, instrução, dentre outras). Pode-se investigar o tipo de pagamento baseado em ação (opções de ações ou ações restritas) utilizado pelas

companhias, pois a literatura indica posições favoráveis ou contrárias dependendo do tipo utilizado. Como o mercado brasileiro possui empresas familiares, pode-se investigar como os acionistas, pessoas físicas, se comportam nas votações. Ou até mesmo levar em consideração a cobertura da mídia em relação às votações.

Por fim, este trabalho possui implicações relevantes para acionistas, gestores, reguladores e mercado, uma vez que pode ajudar as partes a entenderem os anseios dos acionistas, principalmente dos minoritários, além de incentivar melhores práticas de governança corporativa nas empresas, a proteção aos acionistas e melhores desempenhos por parte das companhias.

REFERÊNCIAS

- ADACHI, Vanessa; BOUÇAS, Cibelle (Ed.). Sob pressão, AB InBev muda o conselho. **Valor Econômico**. São Paulo. 20 mar. 2019. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/6169879/sob-pressao-ab-inbev-muda-o-conselho>>. Acesso em: 23 mar. 2019.
- ADMATI, Anat R.; PFLEIDERER, Paul. The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice. **The Review Of Financial Studies**, v. 22, n. 7, p.2645-2685, jul. 2009.
- AGGARWAL, Reena; SAFFI, Pedro A. C.; STURGESS, Jason. The Role of Institutional Investors in Voting: Evidence from the Securities Lending Market. **Journal Of Finance**, v. 70, n. 5, p.2309-2346, maio 2015.
- ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.
- ALENCAR, Roberta Carvalho De. Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, 2005.
- AMEC. **Código AMEC de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais – Stewardship**. 2016. Disponível em: <<https://www.amecbrasil.org.br/stewardship/codigo/>>. Acesso em: 30 mar. 2019.
- ALMEIDA, Luiz Philippe Antoun de. **Ativismo de Investidores Institucionais em Empresas de Capital Aberto no Brasil**. 2017. 71 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017.
- ANTUNES, Gustavo Amorim et al. Efeitos da adesão aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo na qualidade da informação contábil. **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 3, n. 1, p. 109-138, 2010.

ARAUJO, Juliano Augusto Orsi de; DE SOUZA RIBEIRO, Maísa. Trinta anos de pesquisa em remuneração executiva e retorno para o acionista. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 11, p. 21-40, 2017.

ARMSTRONG, Christopher S.; GOW, Ian D.; LARCKER, David F. The efficacy of shareholder voting: Evidence from equity compensation plans. **Journal of Accounting Research**, v. 51, n. 5, p. 909-950, 2013.

ASHRAF, Rasha; JAYARAMAN, Narayanan. Determinants and consequences of proxy voting by mutual funds on shareholder proposals. **SSRN**, 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

B3. Segmentos de listagem. Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 10 jul. 2018.

BAINBRIDGE, Stephen M. Shareholder activism and institutional investors. **UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper**, n. 05-20, 2005.

BALSAM, Steven. **An introduction to executive compensation**. Academic Press, 2002.

BALSAM, Steven et al. The impact of say-on-pay on executive compensation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 35, n. 2, p. 162-191, 2016.

BARKEMA, Harry G.; GOMEZ-MEJIA, Luis R. Managerial compensation and firm performance: A general research framework. **Academy of Management journal**, v. 41, n. 2, p. 135-145, 1998.

BARROS, Lucas Ayres B. de C. et al. Facing the Regulators: Noncompliance With Detailed Mandatory Compensation Disclosure in Brazil. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 51, n. 2, p. 47-61, 2015.

BATISTA, Renata. **Remuneração de executivos da Oi aprovada é 29,4% menor que a de 2017**. 2018. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/negocios/remuneracao-de-executivos-da-oi-aprovada-e-294-menor-que-a-de-2017/>>. Acesso em: 20 ago. 2018.

BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. Executive compensation as an agency problem. **Journal of economic perspectives**, v. 17, n. 3, p. 71-92, 2003.

BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M.; WALKER, David I. **Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation**. National bureau of economic research, 2002.

BELCREDI, Massimo et al. Institutional investors' activism under concentrated ownership and the role of proxy advisors. Evidence from the Italian say-on-pay. **Corporate Ownership & Control**, v. 14, n. 4, p. 41-57, 2017.

BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **RAUSP MANAGEMENT JOURNAL**, v. 41, n. 2, p. 183-196, 2006.

BLUME, Daniel; ALONSO, Felipe. Institutional investors and corporate governance in Latin America. **Financial Market Trends**, v. 2007, n. 2, p. 93-131, 2007.

BONATELLI, Circe. Gafisa diz não saber quem comprou um terço de suas ações. **O Estado de S. Paulo**. fev. 2019. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,controle-da-gafisa-passa-para-grupo-de-investidores,70002722657>>. Acesso em: 17 fev. 2019.

BRASIL. Lei nº 6404, de 1976. **Dispõe Sobre As Sociedades Por Ações**. Brasília. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm

BREITINGER, Dominik. **What is shareholder activism and how should businesses respond?** 2017. Disponível em:

<<https://www.weforum.org/agenda/2017/08/shareholder-activism-business-response-explainer/>>. Acesso em: 17 fev. 2019.

BRUNO, Sabrina; BIANCONI, Fabio. Say on pay in Italian general meetings: Results and future perspectives. **SSRN**. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2559070, 2015.

CAI, Jie; WALKLING, Ralph A. Shareholders' say on pay: Does it create value?. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 46, n. 2, p. 299-339, 2011.

CALLADO, Antônio André Cunha; DO AMARAL, Brenda Moraes. Fluxos de capitais internacionais de investidores institucionais para o Brasil: um estudo sobre os fatores de atração e de repulsão. **REGE Revista de Gestão**, v. 12, n. 2, p. 37-48, 2005.

CARRO, Rodrigo; MAGALHÃES, Heloisa. Em crise, Oi prevê pagar bem mais que rivais a executivos. **Valor Econômico**. Rio. maio 2018. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/5530595/em-crise-oi-preve-pagar-bem-mais-que-rivais-executivos>>. Acesso em: 11 jul. 2018.

CARTER, Mary Ellen; ZAMORA, Valentina L.. Shareholder Remuneration Votes and CEO Compensation Design. **SSRN Electronic Journal**, jul. 2009.

CARVALHAL, Andre; SOUZA, Luiz. Private equity and corporate governance in Brazil. **Corporate Ownership & Control**, p. 187, 2014.

CARVALHO, Denise; TORRES, Fernando. Arrocho salarial. **Valor Econômico**. maio 2011. Disponível em: <https://www.valor.com.br/arquivo/885631/arrocho-salarial>. Acesso em: 10 out. 2018.

CIA, Josilmar Cordenonssi; GUARITA, Celeste Indio; CIA, Joanília Neide de Sales. O Duplo Papel do Investidor Institucional: influenciador do Corporate Governance e gestor de carteiras. **Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração-ENANPAD**, v. 26, 2002.

CONYON, Martin J. Executive compensation and incentives. **Academy of Management Perspectives**, v. 20, n. 1, p. 25-44, 2006.

CONYON, Martin J. Executive compensation and board governance in US firms. **The Economic Journal**, v. 124, n. 574, p. 60-89, 2014.

CONYON, Martin J. Shareholder dissent on say-on-pay and CEO compensation. **Ssrn Electronic Journal**. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2748645, 2016.

CONYON, Martin J. et al. Foreign experience and CEO compensation. **Journal of Corporate Finance**, v. 57, p. 102-121, 2019.

CONYON, Martin J.; HE, Lerong. Executive compensation and corporate governance in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 4, p. 1158-1175, 2011.

CONYON, Martin; SADLER, Graham. Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on pay in the UK. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 4, p. 296-312, 2010.

CORREA, Ricardo; LEL, Ugur. Say on pay laws, executive compensation, pay slice, and firm valuation around the world. **Journal of Financial Economics**, v. 122, n. 3, p. 500-520, 2016.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; GONZÁLEZ, Eleuterio Vallelado. Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 10, n. 1, p. 139-155, 2006.

CROCI, Ettore; GONENC, Halit; OZKAN, Neslihan. CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 12, p. 3318-3335, 2012.

CUCARI, Nicola. Determinants of say on pay vote: a configurational analysis. **International Entrepreneurship and Management Journal**, p. 1-20, 2019.

CUÑAT, Vicente; GINE, Mireia; GUADALUPE, Maria. Say pays! Shareholder voice and firm performance. **Review of Finance**, v. 20, n. 5, p. 1799-1834, 2015.

CUNHA, Paulo Roberto da; VOGT, Mara; DEGENHART, Larissa. Governança corporativa e remuneração dos diretores executivos das empresas Brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, p. 1-16, 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **INSTRUÇÃO CVM Nº 480, DE 7 DE DEZEMBRO DE 2009**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **INSTRUÇÃO CVM Nº 481, DE 17 DE DEZEMBRO DE 2009**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst481.html>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Voto a distância em assembleias**. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20151118-1.html>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Alteração na Instrução CVM 481**. 2017^a. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171220-2.html>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **INSTRUÇÃO CVM Nº 594, DE 20 DE DEZEMBRO DE 2017**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst594.html>.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli et al. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)**, v. 14, n. 5, 2013.

DAVID, Parthiban; KOCHHAR, Rahul; LEVITAS, Edward. The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. **Academy of Management Journal**, v. 41, n. 2, p. 200-208, 1998.

DE FALCO, Salvatore Esposito; CUCARI, Nicola; SORRENTINO,

Emanuele. Voting dissent and corporate governance structures: The role of say on pay in a comparative analysis. **Corporate Ownership & Control**, v. 13, n. 4, p. 188-196, 2016.

DENES, Matthew R.; KARPOFF, Jonathan M.; MCWILLIAMS, Victoria B. Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research. **Journal of Corporate Finance**, v. 44, p. 405-424, 2017.

DURÃO, Mariana. Oi propõe remuneração de executivos superior à de rivais. **O Estado de S.Paulo**. abril 2017. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,oi-propoe-remuneracao-de-executivos-superior-a-de-rivais,70001742045>. Acesso em: 17 fev. 2019.

EDMANS, Alex. Blockholders and corporate governance. **Annu. Rev. Financ. Econ.**, v. 6, n. 1, p. 23-50, 2014.

ELLIG, Bruce R. **The complete guide to executive compensation**. New York, NY: McGraw-Hill, 2007.

ERTIMUR, Yonca; FERRI, Fabrizio; MUSLU, Volkan. Shareholder activism and CEO pay. **The Review of Financial Studies**, v. 24, n. 2, p. 535-592, 2011.

ERTIMUR, Yonca; FERRI, Fabrizio; OESCH, David. Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from say on pay. **Journal of Accounting Research**, v. 51, n. 5, p. 951-996, 2013.

FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia. **Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. Elsevier Brasil, 2017.

FEITO-RUIZ, Isabel; RENNEBOOG, Luc. Takeovers and (excess) CEO compensation. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 50, p. 156-181, 2017.

FERNANDES, Nuno et al. Are US CEOs paid more? New international evidence. **The Review of Financial Studies**, v. 26, n. 2, p. 323-367, 2013.

FERRI, Fabrizio et al. Executive Compensation, Corporate Governance, and Say on Pay. **Foundations and Trends® in Accounting**, v. 12, n. 1, p. 1-103, 2018.

FERRI, Fabrizio; MABER, David A. Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK. **Review of Finance**, v. 17, n. 2, p. 527-563, 2013.

FERRI, Melícia da Silva; SOARES, Rodrigo Oliveira. Investidores institucionais e o foco no curto prazo: um estudo nas empresas negociadas na Bovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 20, n. 4, p. 15-30, 2009.

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

FIRTH, Michael; FUNG, Peter MY; RUI, Oliver M. How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. **Journal of Business Research**, v. 60, n. 7, p. 776-785, 2007.

FUNCHAL, Jéferson de Araújo; TERRA, Paulo Renato Soares. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. **Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD)**, v. 30, 2006.

GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. **Journal of financial Economics**, v. 57, n. 2, p. 275-305, 2000.

GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. The evolution of shareholder activism in the United States. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 19, n. 1, p. 55-73, 2007.

GILLAN, Stuart; STARKS, Laura T. A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=663523, 1998.

GIROUX, Gary. **Executive Compensation: Accounting and Economic Issues**. Business Expert Press, 2015.

GOERGEN, Marc; RENNEBOOG, Luc. Managerial compensation. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 4, p. 1068-1077, 2011.

GUIMARAES, Paula et al. Shareholder activism impact on efficiency in Brazil. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 19, n. 1, p. 141-157, 2019.

HARTZELL, Jay C.; STARKS, Laura T. Institutional investors and executive compensation. **The journal of finance**, v. 58, n. 6, p. 2351-2374, 2003.

HIRSCHMAN, Albert O. **Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states**. Harvard university press, 1970.

Hodgson, P. **What really happened to CEO pay in 2002: a survey of CEO compensation**, 2003.

HOLANDA, Allan Pinheiro; REBOUÇAS, Sílvia Maria Dias Pedro; COELHO, Antonio Carlos Dias. Gerenciamento de resultados e presença de investidores institucionais nas firmas brasileiras. **Contexto**, v. 13, n. 25, 2013.

HOOGHIEMSTRA, Reggy; KUANG, Yu Flora; QIN, Bo. Say-on-pay votes: The role of the media. **European Accounting Review**, v. 24, n. 4, p. 753-778, 2015.

HOOGHIEMSTRA, Reggy; KUANG, Yu Flora; QIN, Bo. Does obfuscating excessive CEO pay work? The influence of remuneration report readability on say-on-pay votes. **Accounting and Business Research**, v. 47, n. 6, p. 695-729, 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. IBGC, 2014. **Evolução da Governança Corporativa nas Empresas Listadas em Bolsa – 2004 a 2012**. Disponível em: <http://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=23492>

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. IBGC, 2015. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (5th ed.)**. São Paulo, SP: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, IBGC. <https://doi.org/10.1007/s13398-014-0173-7.2>

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. IBGC, 2018. **Principais Modelos**. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/governanca/origens-da-governanca/principais-modelos>. Acesso em: 10 out. 2018.

ILIEV, Peter; VITANOVA, Svetla. The Effect of the Say-on-Pay Vote in the United States. **Management Science**, 2019.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of political economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J.; WRUCK, Eric G. Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. **Harvard NOM Working Paper**, 2004.

JOHNSON, Marilyn F.; PORTER, Susan L.; SHACKELL, Margaret B. Stakeholder pressure and the structure of executive compensation. **SSRN**, 1997.

JOHNSON, Marilyn F.; SHACKELL, Margaret B. Shareholder proposals on executive compensation. **SSRN**, 1997.

JONG, Abe de; MERTENS, Gerard; ROOSENBOOM, Peter. Shareholders' voting at general meetings: Evidence from the Netherlands. **Journal of Management & Governance**, v. 10, n. 4, p. 353-380, 2006.

KAPLAN, Steven N. Are US CEOs Overpaid?. **Academy of Management Perspectives**, v. 22, n. 2, p. 5-20, 2008.

KENNEDY, Liam. **Top 400 Asset Managers 2018: 10 years of asset growth**. 2018. Disponível em: <<https://www.ipe.com/reports/special-reports/top-400-asset-managers/top-400-asset-managers-2018-10-years-of-asset-growth/10025004.article>>. Acesso em: 10 nov. 2018.

KIMBRO, Marinilka B.; XU, Danielle. Shareholders have a say in executive compensation: Evidence from say-on-pay in the United States. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 35, n. 1, p. 19-42, 2016.

KRAUTER, Elizabeth. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 7, n. 3, 2013.

LA PORTA, Rafael et al. Law and finance. **Journal of political economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEITE, L. Avanço nas regras de votação à distância atrai participação de acionistas estrangeiros. **O Estado de S.Paulo**. abril, 2018.

Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,avanco-nas-regras-de-votacao-a-distancia-atrai-participacao-de-acionistas-estrangeiros,70002258027>. Acesso em: 10 out. 2018.

LIPMAN, Frederick D.; LIPMAN, L. Keith. **Corporate governance best practices: Strategies for public, private, and not-for-profit organizations**. John Wiley & Sons, 2006.

LOOP, Paula; BROMILOW, Catherine; MALONE, Leah. **The Changing Face of Shareholder Activism**. 2018. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/02/01/the-changing-face-of-shareholder-activism/>>. Acesso em: 11 nov. 2018.

LOPES, Alexsandro Broedel; FURTADO, Cláudio Vilar. Private equity na carteira de investimentos das entidades de previdência privada. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 17, n. 2, 2006.

LOZANO-REINA, Gabriel; SÁNCHEZ-MARÍN, Gregorio. Say on pay and executive compensation: A systematic review and suggestions for developing the field. **Human Resource Management Review**, 2019.

MAMONA, Karla. Maior fundo do mundo exclui JBS por “corrupção bruta.” **Exame**. Dezembro, 2018 Disponível em: <https://exame.abril.com.br/videos/direto-da-bolsa/maior-fundo-do-mundo-exclui-jbs-por-corrupcao-bruta/>. Acesso em: 01 fev. 2019.

MATOLCSY, Zoltan; WRIGHT, Anna. Australian CEO compensation: the descriptive evidence. **Australian Accounting Review**, v. 17, n. 43, p. 47-59, 2007.

MEHRAN, Hamid. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of financial economics**, v. 38, n. 2, p. 163-184, 1995.

MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. **Corporate Governance**. 5. ed. Wiley, 2011.

MOONEY, Attracta. Acionistas se revoltam contra altos salários executivos no Reino Unido. **Valor Econômico**. agosto 2018. Disponível em: <https://www.valor.com.br/carreira/5784247/acionistas-se-revoltam-contr-altos-salarios-executivos-no-reino-unido>. Acesso em: 10 nov. 2018.

MORGAN, Angela; POULSEN, Annette; WOLF, Jack. The evolution of shareholder voting for executive compensation schemes. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 4, p. 715-737, 2006.

MORGAN, Angela et al. Mutual funds as monitors: Evidence from mutual fund voting. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 4, p. 914-928, 2011.

MURPHY, Kevin J. Executive compensation. **Handbook of labor economics**, v. 3, p. 2485-2563, 1999.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; NAKAO, Silvio Hiroshi. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 77-100, 2009.

OBERMANN, Jörn; VELTE, Patrick. Determinants and consequences of executive compensation-related shareholder activism and say-on-pay votes: A literature review and research agenda. **Journal of Accounting Literature**, v. 40, p. 116-151, 2018.

OECD. OECD Principles of Corporate Governance. **OECD Publications Service**, 2004.

OLIVEIRA, Rodrigo Miguel de. **A influência dos investidores institucionais nas políticas de governança corporativa das empresas brasileiras**. 2005. 75 f. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

PINTO, Marcos Barbosa; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Ownership concentration, top management and board compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 17, n. 3, p. 304-324, 2013.

PUNSUVO, Fábio Riberi; KAYO, Eduardo Kazuo; DE CAMPOS BARROS, Lucas Ayres Barreira. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 45, p. 63-72, 2007.

RAGAZZI, Ana Paula. Presidente de empresa ganha 39 vezes mais que diretor. **Folha de São Paulo**, julho 2018. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/07/presidente-de-empresa-ganha-39-vezes-mais-que-diretor.shtml>. Acesso em: 12 dez. 2018.

RISSATTI, Jean Carlo; DE SOUZA, João Antônio Salvador; BORBA, Jose Alonso. O que Informam os Formulários de Referência sobre as Características e Remuneração de Executivos?. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 14, n. 1, p. 54-75, 2019.

SANTOS, Thaisa Renata; SILVA, Júlio Orestes. Remuneração de executivos: uma análise dos artigos nacionais e internacionais na última década. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 2, p. 265-283, 2017.

SCHINCARIOL, Juliana. CVM já pode exigir divulgação de remuneração de executivos. **Valor Econômico**, maio 2018. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/5545969/cvm-ja-pode-exigir-divulgacao-de-remuneracao-de-executivos>. Acesso em: 05 set. 2018.

SEC. SEC Adopts Rules for Say-on-Pay and Golden Parachute Compensation as Required Under Dodd-Frank Act. 2011.

Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-25.htm>.

SEC. SEC Adopts Interpretive Guidance on Pay Ratio Rule. 2017.

Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-172>.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, Andre Luiz Carvalho da; CHIEN, Alisson Chen Yi. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.

SILVA, L. S. UMA Análise Sobre o Conselho Fiscal: Ativismo e Monitoramento nas Empresas de Capital Aberto no Brasil. 2017.

Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Espírito Santo.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** 2002. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática.** Elsevier Brasil, 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Corporate Scandals of the earlier 21st Century: Have we learned the Lessons?. **SSRN**, 2011.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Corporate Governance and Capital Markets in Brazil: History and Current Overview. **SSRN**, 2014.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMA, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 43, n. 3, p. 50-64, set. 2003.

SODALI, Morrow. **Institutional Investor Survey 2018**. 2018. Disponível em: <https://www.morrowsodali.com/news/institutional-investor-survey-2018>.

STATHOPOULOS, Konstantinos; VOULGARIS, Georgios. The importance of shareholder activism: The case of say-on-pay. **Corporate Governance: An International Review**, v. 24, n. 3, p. 359-370, 2016.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista contabilidade e finanças**. São Paulo. v. 4, n. 42 (set./dez. 2006), p. 35-49, 2006.

TORRES, Fernando. Só metade da bolsa revela salário de diretor. **Valor Econômico**, maio 2018. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/5495203/so-metade-da-bolsa-revela-salario-de-diretor>. Acesso em: 15 nov. 2018.

VALADARES, Sílvia Mourthé; LEAL, Ricardo PC. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante**. v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VALENTI, Graziella. Brasil avança no modelo 'uma ação, um voto'. **Valor Econômico**, julho 2018. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/5636125/brasil-avanca-no-modelo-de-governanca-%3Fuma-acao-um-voto%3F>. Acesso em: 20 nov. 2018.

VAN DER ELST, Christoph; LAFARRE, Anne. Shareholder voice on executive pay: A decade of Dutch Say on Pay. **European Business Organization Law Review**, v. 18, n. 1, p. 51-83, 2017.

VARGAS, Luiz Henrique Fernandes. **Ativismo de acionistas no mercado acionário brasileiro: evidências e determinantes em empresas listadas na BM&FBovespa**. 2013. Dissertação de Mestrado.

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2013.

VARGAS, Luiz Henrique F. et al. Recent activism initiatives in Brazil. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 15, n. 1, p. 40-50, 2018.

VELASCO, Julian. The fundamental rights of the shareholder. **UC Davis Law Review**, v. 40, p. 407, 2006.

YERMACK, David. Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns. **Journal of financial economics**, v. 80, n. 1, p. 211-242, 2006.

APÊNDICE A – Remuneração dos executivos por nível de governança corporativa

NGD	Medidas	Remuneração Fixa				Remuneração Variável				Pós Emprego	Cessaçãodo Cargo	Baseado em ações	Total Fixo	Total Variável
		Salário	Benefício	Part.	Outros	Bônus	Part. Resultados	Part. Reuniões	Outros					
NM	Média	44,77%	2,87%	0,65%	7,30%	15,54%	10,81%	0,17%	3,56%	0,48%	1,16%	12,68%	55,60%	30,09%
	Med.	41,67%	1,74%	0,00%	6,90%	13,81%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	7,53%	53,64%	29,26%
	DP	20,55%	3,79%	1,42%	6,09%	16,54%	17,66%	1,02%	6,65%	1,14%	4,95%	14,97%	21,80%	17,53%
	Mín.	9,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	11,18%	0,00%
	Máx.	100,00%	25,21%	6,00%	21,97%	69,95%	88,82%	9,09%	45,43%	6,54%	38,48%	69,53%	100,00%	88,82%
TRAD	Média	69,55%	4,13%	0,30%	4,97%	9,25%	6,93%	0,02%	1,06%	0,89%	1,16%	1,75%	78,95%	17,25%
	Med.	69,46%	0,40%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	85,62%	8,44%
	DP	26,20%	7,27%	1,68%	8,52%	16,24%	14,87%	0,13%	3,61%	2,70%	5,66%	6,31%	23,17%	20,37%
	Mín.	19,17%	0,00%	0,00%	40,33%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	27,23%	0,00%
	Máx.	140,33%	38,05%	13,85%	27,94%	66,67%	53,85%	1,30%	27,83%	18,70%	42,30%	39,54%	100,00%	66,67%
N1	Média	53,19%	4,22%	0,99%	9,50%	5,78%	8,61%	0,20%	4,36%	5,13%	0,64%	7,39%	67,90%	18,94%
	Med.	49,85%	3,41%	0,00%	9,29%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,91%	0,00%	0,00%	68,93%	18,25%
	DP	24,43%	4,73%	2,83%	8,89%	11,52%	14,48%	1,03%	7,59%	13,00%	3,30%	18,00%	25,20%	15,35%
	Mín.	9,93%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	19,53%	0,00%
	Máx.	99,40%	19,64%	10,63%	31,35%	47,42%	45,20%	5,33%	24,63%	50,74%	17,17%	79,42%	100,00%	47,42%
N2	Média	46,87%	3,38%	0,58%	10,82%	6,79%	13,87%	0,00%	2,55%	1,19%	2,60%	11,35%	61,66%	23,21%
	Med.	44,87%	2,97%	0,00%	9,07%	0,00%	4,72%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,16%	61,99%	25,65%
	DP	18,24%	2,56%	1,04%	7,61%	12,33%	16,96%	0,00%	3,55%	2,02%	6,01%	19,77%	23,27%	16,11%
	Mín.	17,71%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	24,26%	0,00%
	Máx.	81,00%	10,98%	3,88%	30,77%	39,05%	50,40%	0,00%	10,83%	7,14%	22,24%	59,67%	100,00%	50,40%
MA	Média	59,48%	2,71%	0,24%	8,46%	21,37%	4,11%	0,41%	0,93%	0,00%	0,00%	2,29%	70,90%	26,82%
	Med.	56,00%	1,79%	0,00%	2,28%	21,10%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	65,69%	31,03%
	DP	22,89%	3,57%	0,91%	17,01%	22,48%	10,58%	1,52%	2,40%	0,00%	0,00%	8,55%	21,84%	21,40%

	Mín.	24,48%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	29,38%	0,00%
	Máx.	100,00%	12,00%	3,42%	64,81%	70,62%	33,06%	5,70%	7,68%	0,00%	0,00%	32,00%	100,00%	70,62%
MB	Média	66,55%	2,81%	0,00%	3,71%	20,12%	1,25%	0,01%	2,76%	0,55%	1,43%	0,80%	73,07%	24,14%
	Med.	72,73%	0,28%	0,00%	2,70%	11,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	88,38%	11,62%
	DP	35,49%	5,53%	0,00%	4,27%	22,85%	4,32%	0,02%	4,20%	1,18%	3,44%	2,77%	30,65%	27,55%
	Mín.	18,61%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	24,70%	0,00%
	Máx.	100,00%	18,78%	0,00%	12,52%	58,49%	14,98%	0,08%	9,95%	3,83%	10,54%	9,59%	100,00%	64,69%
M2	Média	68,18%	0,24%	0,00%	6,80%	23,29%	0,00%	0,00%	1,50%	0,00%	0,00%	0,00%	75,22%	24,78%
	Med.	68,18%	0,24%	0,00%	6,80%	23,29%	0,00%	0,00%	1,50%	0,00%	0,00%	0,00%	75,22%	24,78%
	DP	0,29%	0,34%	0,00%	9,61%	11,78%	0,00%	0,00%	2,12%	0,00%	0,00%	0,00%	9,67%	9,67%
	Mín.	67,97%	0,00%	0,00%	0,00%	14,96%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	68,38%	17,95%
	Máx.	68,38%	0,49%	0,00%	13,59%	31,62%	0,00%	0,00%	2,99%	0,00%	0,00%	0,00%	82,05%	31,62%
DR3	Média	36,25%	0,00%	0,00%	0,00%	16,33%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	47,42%	36,25%	16,33%
	Med.	36,25%	0,00%	0,00%	0,00%	16,33%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	47,42%	36,25%	16,33%
	DP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Mín.	36,25%	0,00%	0,00%	0,00%	16,33%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	47,42%	36,25%	16,33%
	Máx.	36,25%	0,00%	0,00%	0,00%	16,33%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	47,42%	36,25%	16,33%

Fonte: Dados da pesquisa.

APÊNDICE B – Frequência das variáveis *dummy*

Variáveis	Equação 1a (N=614)		Equação 1b (N=506)		Equação 2 (N=614)		
	Frequência a	%	Frequência	%	Frequência a	%	
Voto	0	62	10,10	55	10,90	62	10,1
	1	552	89,90	451	89,10	552	89,9
Acionista Controlador	0	312	50,80	263	52,00	312	50,8
	1	302	49,20	243	48,00	302	49,2
Acordo de Acionista	0	415	67,60	342	67,60	415	67,6
	1	199	32,40	164	32,40	199	32,4
Exterior	0	504	82,10	415	82,00	504	82,10
	1	110	17,90	91	18,00	110	17,90
Estado	0	518	84,40	420	83,00	518	84,40
	1	96	15,60	86	17,00	96	15,60
NGC	0	289	47,10	235	46,40	289	47,10
	1	325	52,90	271	53,60	325	52,90
Dissidência	0	498	81,10	407	80,40	498	81,10
	1	116	18,90	99	19,60	116	18,90
(F) Salários	0	-	-	-	-	351	57,2
	1	614	100,00	506	100,0	263	42,8
(F) Benefícios Dir. e Ind.	0	160	26,10	130	25,7	366	59,6
	1	454	73,90	376	74,3	248	40,4
(F) Participações em Comitês	0	485	79,00	399	78,9	499	81,3
	1	129	21,00	107	21,1	115	18,7
(F) Outros valores	0	199	32,40	164	32,4	370	60,3
	1	415	67,60	342	67,6	244	39,7
(V) Bônus	0	294	47,90	243	48	403	65,6
	1	320	52,10	263	52	211	34,4
(V) Participação no Resultado	0	404	65,80	325	64,2	461	75,1
	1	210	34,20	181	35,8	153	24,9
(V) Participação em Reunião	0	598	97,40	490	96,8	598	97,4
	1	16	2,60	16	3,2	16	2,6
(V) Participação em Comissão	0	614	100,00	506	100	614	100
	0	393	64,00	328	64,8	476	77,5
(V) Outros valores	1	221	36,00	178	35,2	138	22,5
	0	446	72,60	373	73,7	500	81,4
Benefício Pós-Emprego	1	168	27,40	133	26,3	114	18,6
	0	541	88,10	443	87,5	541	88,1
Benefício Cessação Cargo	1	73	11,90	63	12,5	73	11,9
	0	350	57,00	278	54,9	454	73,9
Pgto. Baseado em Ação	1	264	43,00	228	45,1	160	26,1

Fonte: Dados da Pesquisa. Legenda: Equação 1a e Equação 2 são considerados todos os acionistas. Equação 1b é considerado apenas os acionistas relevantes. Equação 1a e 1b foi considerado 1 para se a empresa possui a remuneração e 0 se não possui. Para a Equação 2 foi considerado 1 se a empresa remunera acima da média setorial e 0 se a empresa remunera abaixo da média setorial.