



“Say on Pay” no Brasil – Fatores que influenciam as votações de Propostas de Remuneração da Gestão

Resumo

A remuneração executiva é um importante instrumento de governança dada sua capacidade de alinhar interesses de acionistas e gestores. A crise financeira de 2008 intensificou o debate e motivou mudanças regulatórias na direção de um maior *disclosure* em diversos países. No Brasil, mudanças regulatórias também favoreceram um maior *disclosure* e maior facilidade para a participação de acionistas em assembleias. A literatura internacional sobre ativismo mostra que vários fatores influenciam o posicionamento dos acionistas ao julgar as propostas de remuneração executiva. Evidências mostram que o desempenho da empresa pode ser mais relevante que a remuneração em si. O presente trabalho teve como objetivo analisar os fatores que influenciam os resultados de votações de propostas de remuneração executiva nas empresas com ações listadas na B3. Para tal, Com essa finalidade, investigou-se os fatores que influenciam os resultados de votações de propostas de remuneração executiva em empresas brasileiras. Além da remuneração, são investigadas variáveis de desempenho, estrutura de propriedade, características do conselho de administração e listagem em segmentos diferenciados de governança. Foram analisadas 179 empresas e suas 537 atas de assembleias com suas propostas de remuneração votadas anos de 2015 e 2016. Os resultados mostram que características de governança são mais relevantes para o resultado das votações do que a remuneração ou o desempenho. Estar listada no N2 ou Novo Mercado, e o tamanho do conselho influenciam positivamente as chances de haver algum nível de rejeição no resultado das votações das propostas de remuneração em assembleias de acionistas. Já em empresas com controle definido, as chances de rejeição são menores.

Palavras chave: Proposta de Remuneração; Ativismo; Governança Corporativa.

Linha Temática: Finanças e Mercado de Capitais.



1 INTRODUÇÃO

A remuneração executiva vem sendo fonte de extenso debate no meio acadêmico, bem como no meio executivo. Esse interesse se intensificou, principalmente, após a série de escândalos envolvendo multinacionais como a Enron, WorldCom e Tyco International (Funchal & Terra, 2006). Segundo Hodgson (2003 como citado em Funchal & Terra, 2006), esses escândalos estavam relacionados com excessos na remuneração dos executivos. Após a crise financeira de 2008, o debate sobre remuneração executiva em excesso levou a mudanças na regulação sobre *disclosure* da remuneração em diversos países (Kim, Lee, & Shin, 2017). Sendo assim, a remuneração executiva é considerada uma importante ferramenta de Governança Corporativa como forma de reduzir o conflito de agência existente entre os acionistas e os executivos da firma (Jensen & Murphy, 1990).

A maioria dos estudos relacionados à remuneração foram realizados com empresas estrangeiras, sobretudo nos EUA e Reino Unido. Grande parte destes estudos tentam relacionar a remuneração ao desempenho das empresas, mas também às características de Governança Corporativa (Fisch, Palia, & Solomon, 2017; Goranova, Abouk, Nystrom, & Soofi, 2017). Entretanto, no Brasil, a maior parte dos estudos chegaram à conclusão que a remuneração dos executivos não é influenciada pelo desempenho das firmas (Funchal, 2005; Camargos, Helal, & Boas, 2007).

O direito da assembleia geral avaliar a remuneração executiva é antigo no Brasil. A Lei 6.404/1976 em seu Art. 152 estabelece que “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” (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997).

Entretanto, a partir das Instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) No. 480/09 e 481/09, as discussões sobre remuneração evoluíram (CVM, 2009a, 2009b). A Instrução CVM No. 480/09 estabeleceu a obrigatoriedade de divulgação do Formulário de Referência (FR). Neste relatório, o capítulo 13 detalha valores e a política de remuneração, inclusive a remuneração variável. A Instrução CVM No. 481/09 dispõe sobre o exercício do direito de voto, e em seu Art. 12º. determina que sempre que a assembleia for convocada para fixar a remuneração da administração as informações indicadas no item 13 do FR devem ser disponibilizadas aos acionistas.

A regulação acima descrita significou um novo patamar no *disclosure* da remuneração executiva, o que poderia representar incentivos para que os investidores se engajassem em iniciativas ativistas. Nos dois primeiros anos de divulgação das informações, a mídia especializada noticiou episódios de revisão da política de remuneração por iniciativa das próprias empresas, e críticas ao descuido no preenchimento das informações (Fregoni & Torres, 2011; Tanoure, 2010).

A primeira evidência de ativismo em relação a remuneração pode ser considerada a rejeição da proposta de remuneração da PDG Realty por 60% dos presentes na assembleia de acionistas em 2011 (Carvalho & Torres, 2011). Nestes casos a CVM orienta a convocação de uma nova assembleia para deliberar sobre o assunto. Consultorias especializadas em fazer recomendações de votos (*proxy advisories*) que atuam no Brasil se posicionaram negativamente em relação a falhas de divulgação e ausência, por exemplo, de detalhamento de critérios para remuneração variável. A Glass e Lewis acompanhou em 2011 um total de 131 empresas, e



recomendaram voto contrário às propostas de remuneração de cerca de 50 delas (Carvalho & Torres, 2011).

O novo patamar de *disclosure* não foi recebido de forma pacífica por todas as empresas. Em 2010, o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF) conseguiu uma liminar que permite a não divulgação do item 13.11 do FR. Neste item devem ser informadas a remuneração máxima, mínima e média de cada órgão da administração (diretoria executiva, conselho de administração e conselho fiscal). Sob o argumento de direito à privacidade e risco à segurança pessoal do presidente executivo, que estaria comprometido por ser sua a remuneração máxima a ser divulgada na diretoria estatutária, a liminar foi concedida e continua válida. Segundo a pesquisa sobre remuneração dos administradores do IBGC, 46 empresas ainda se amparavam na liminar em 2013 (Garrido, 2015; IBGC, 2015). No Anuário de Governança Corporativa da Revista Capital Aberto de 2014, 33 empresas mantinham-se amparadas na liminar (Revista de Capital Aberto, 2014).

Iniciativas ativistas podem tomar novo impulso a partir da Instrução CVM No. 561/2015 que regulamenta o voto à distância (CVM, 2015). A adoção voluntária em 2016 ocorreu em seis companhias (Brandão, 2016). Em 2017, a adoção foi obrigatória para as empresas listadas no Ibovespa e no IBRX-100, e em 2018 estende-se a todas as que possuem ações na B3. A Instrução Nº 561/2015 também facilita a submissão e divulgação de propostas por parte dos acionistas.

O direito dos acionistas se manifestarem sobre a remuneração executiva é conhecido pelo termo em inglês “*Say on Pay*”. Pesquisas internacionais sobre o tema indicam que a performance da empresa é mais relevante do a remuneração em excesso na decisão de votar contrariamente a uma proposta de remuneração (Fisch *et al.*, 2017).

Esta pesquisa se propõe a abordar o tema respondendo a seguinte questão: **que fatores influenciam as chances a favor da rejeição das propostas de remuneração executiva nas empresas listadas na B3?**

Amparada na literatura sobre remuneração executiva, governança e desempenho, a pesquisa investiga fatores relacionados a esses três construtos. Este estudo possui relevância ao meio acadêmico, principalmente nacional, dada a escassez de pesquisas acerca do ativismo. Além disso, até onde se saiba, é o primeiro a avaliar os resultados de votações de propostas de remuneração. Essa avaliação é realizada em um cenário de baixa proteção ao investidor e alta concentração acionária, oposto àquele da maior parte das pesquisas internacionais. Consequentemente, permite a análise do efeito de variáveis de desempenho, estrutura de propriedade, remuneração e conselho de administração, identificando quais são as mais importantes no cenário descrito anteriormente. O conhecimento dos fatores que influenciam o resultado das votações das propostas de remuneração é informação útil para empresas na medida em que estas podem antecipar medidas que evitem resultados contrários em votações; e para reguladores como insumo relevante nas discussões sobre mudanças regulatórias que favoreçam o nível de *disclosure* a respeito do tema.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O conflito de interesses entre acionistas e gestores, oriundo da separação entre propriedade e gestão, é abordado na Teoria da Agência. Esta separação acarreta o chamado problema de agência, no qual os gestores podem agir de acordo com seus próprios interesses ao gerir a empresa, não considerando os interesses dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976).

Os problemas de agência, por sua vez, podem ser classificados em dois tipos: Tipo 1 e Tipo 2. O Tipo 1 diz respeito ao conflito existente entre gestores e acionistas, o qual ocorre em



países anglo-saxões, onde há predominância de uma estrutura de propriedade mais dispersa. Já o problema de agência Tipo 2 é caracterizado pelo maior risco de expropriação do acionista majoritário pelos acionistas minoritários, problema presente em países com estrutura de propriedade concentrada, como o Brasil (Villalonga & Amit, 2006).

A Governança Corporativa se propõe a reduzir ou eliminar esses problemas entre acionistas e gestores, através de mecanismos capazes de aumentar o controle dos acionistas sobre os gestores. Dentre os diversos mecanismos de governança corporativa, destaca-se os de monitoramento e ativismo. O ativismo pode ser entendido como uma contestação aos conflitos de agência, uma vez que dá voz aos acionistas para questionar ineficiências da gestão, os custos de agência e o desempenho das empresas (Gillan & Starks, 2007).

De acordo com Jensen e Murphy (1990), um contrato de remuneração que alinhe os objetivos do acionista aos dos executivos é uma forma de solucionar o problema da assimetria de informação, em que os acionistas não possuem o mesmo grau de informação que estão disponíveis para os gestores. Entretanto, Core, Holthausen e Larcker (1999) mostram que em empresas com práticas de governança fracas, os problemas de agência se acentuam, o que acarreta em maiores remunerações dos CEOs e desempenho mais fraco.

Além das variáveis de desempenho, Pinto e Leal (2013) mostram que há relação entre estrutura de propriedade e remuneração executiva no Brasil. Com menor concentração acionária a remuneração tende a ser maior. Outras características como o controle familiar e a proporção de membros do grupo de controle no conselho também influenciam a remuneração em empresas brasileiras de capital aberto.

Correia, Amaral e Louvet (2014) também apontam para uma relação entre estrutura de propriedade, características de conselhos e remuneração executiva. A remuneração média é maior em empresas com conselheiros independentes. A proporção de independentes no conselho é também maior nas empresas cuja política de remuneração envolve participação nos resultados.

A remuneração executiva tem despertado especial interesse desde os escândalos corporativos do início dos anos 2000. Com a crise de 2008, este interesse se intensificou, pois os pacotes de remuneração incentivaram a tomada de risco excessiva, o que causou o colapso do setor financeiro (Bhagat & Romano, 2009; Ertimur, Ferri, & Muslu, 2011; Fisch *et al.*, 2017). Neste contexto, intensifica-se o ativismo por parte dos acionistas, principalmente em relação à proposta de remuneração, o “*Say on Pay*”, seguindo o exemplo do Reino Unido, bem como o estabelecimento de regras que visam minimizar as consequências danosas por parte dos reguladores (Ertimur *et al.*, 2011). Os acionistas, de acordo com Robert (2014), seriam os mais adequados a exercer o papel de monitoramento e decisão acerca da remuneração dos executivos. Isso ocorre porque eles são os que se deparam com o maior risco, levando-se em conta o desempenho dos executivos.

Nos Estados Unidos, o “*Say on Pay*” foi estabelecido nos moldes já existentes no Reino Unido. Desde 2003, as empresas no Reino Unido fornecem aos seus acionistas um relatório de remuneração, e a remuneração é aprovada ou não pelos acionistas. Inicialmente, o voto do acionista era consultivo, mas em 2013, o Reino Unido modificou suas regras de remuneração vinculativa de remuneração para empresas listadas. Então, várias formas de “*Say on Pay*” passaram a ser adotadas em outros países (Fisch *et al.*, 2017).

Vários estudos sobre “*Say on Pay*” foram realizados ao longo dos anos, principalmente no que diz respeito ao desempenho das empresas. A maior parte dos resultados indicam que a baixa performance da empresa, e não o excesso de remuneração executiva, é a principal motivação para a rejeição das propostas de remuneração nas empresas em questão. Além disso, os maiores índices de aprovação das propostas são observados quando a empresa tem o desempenho acima



da média (Fisch *et al.*, 2017). Já Murphy (1985) encontrou uma relação positiva entre o desempenho das empresas e a remuneração de seus executivos. Além disso, em outro estudo, Murphy (1999) indica que existiria uma relação implícita entre remuneração e desempenho, na qual a vinculação da remuneração ao desempenho passado estreitaria o interesse dos executivos e acionistas, por meio de contratos de remuneração entre as partes envolvidas.

Há poucas pesquisas no Brasil sobre ativismo de investidores. Barros, da Silveira, Bortolon e Leal (2015) observam especificamente o evento da não divulgação da remuneração máxima, mínima e média por empresas amparadas pela liminar do IBEF. Os autores encontram evidências de que as motivações para a não divulgação estão relacionadas a conflitos de agência e não a índices de criminalidade nas regiões onde as empresas estão sediadas. As empresas que não divulgam têm menor índice de governança (avaliado por um índice amplo), maior concentração de propriedade, ativos maiores e menor rentabilidade.

Avaliando o ativismo de uma forma ampla, através das atas das assembleias, processos abertos junto a CVM e notícias no Jornal Valor Econômico, Vargas (2013) e Vargas, Bortolon, Barros e Leal (no prelo) observam um baixo índice de ativismo. Entretanto, os dados mostram um aumento do ativismo no período observado, 2008 a 2012. Houve aumento substancial nas solicitações de voto múltiplo, aumento no número de propostas sugeridas previamente pelos acionistas e aumento das notícias relacionadas ao tema ativismo. As evidências de ativismo são mais frequentes em empresas maiores, com muitos acionistas, com piores práticas de governança e de controle estatal. As assembleias contestam pouco as propostas vindas da administração, com mais de 90% das propostas sendo aprovadas por unanimidade ou maioria.

Tendo em vista o problema de agência que se dá entre acionistas e gestores e o papel da remuneração como instrumento de alinhamento de interesses, esta pesquisa tem por interesse analisar os determinantes do ativismo dos acionistas das empresas brasileiras de capital aberto nos anos de 2015 e 2016, a partir do resultado das votações de propostas de remuneração.

3 METODOLOGIA

A análise metodológica consistiu em mapear e descrever iniciativas ativistas de acionistas relacionadas à remuneração proposta pelo conselho de administração. O resultado das votações foi pesquisado em atas de assembleias de acionistas. As atas permitem identificar o resultado da votação da proposta de remuneração identificando as propostas que foram aprovadas por unanimidade ou maioria e as reprovadas. A ausência de dados detalhados sobre o percentual de votos a favor ou contra limita a definição utilizada nesta pesquisa para o ativismo. Assim, será considerada evidência de ativismo os resultados de votações em que a aprovação ocorreu por maioria ou houve a reprovação.

Cabe ressaltar que de acordo com a instrução CVM Nº 570 torna-se facultativa, no exercício de 2016, a adoção do voto à distância pelas companhias. A adoção é obrigatória a partir de 1º de janeiro de 2017 para aquelas companhias que, na data de publicação da presente Instrução, tenham ao menos uma espécie ou classe de ação de sua emissão compreendida em algum dos seguintes índices gerais representativos de carteira de valores mobiliários: Índice Brasil 100 – IBrX-100 ou Índice Bovespa – IBOVESPA. A partir de 1º de janeiro de 2018 a adoção é obrigatória para todas as companhias abertas registradas na categoria A e autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores.

Por essa mudança regulatória e dada a não disponibilidade no momento da coleta de dados financeiros de 2017, a amostra foi restrita aos anos de 2015 e 2016.



A análise dos dados foi dividida em duas partes, onde a primeira foi uma análise descritiva dos dois grupos de empresas (aprovadas por maioria e unanimidade) utilizando comparações de indicadores de desempenho, remuneração, governança. A segunda parte adotou regressão logística como método de análise multivariada para entender os fatores que influenciam as chances a favor da ocorrência de ativismo (aprovação por maioria).

3.1 População e Seleção da Amostra

Com o objetivo de analisar as iniciativas ativistas de acionistas por empresa e dada a obrigação de divulgação de informações por empresas de capital aberto, a população desta pesquisa é definida pelas Empresas listadas na B3. A natureza das informações utilizadas nesta pesquisa é de fonte secundária, pois a coleta de dados ocorreu em atas das Assembleias Gerais Ordinárias das empresas.

A amostra do estudo foi definida de forma a possibilitar a análise das variáveis relacionadas ao mercado de ações, tais como preços das ações e liquidez, portanto, um corte de liquidez foi definido para a constituição da amostra. Foram selecionadas empresas cujas ações tenham sido negociadas em pelo menos 80% dos pregões da B3. Outra restrição imposta à amostra foi exigência de estar listada nos dois anos observados, 2015 e 2016. Portanto, empresas que abriram capital no período foram desconsideradas. Este procedimento resultou em 181 empresas para estudo.

Foram necessárias duas exclusões, pois nem todas as 181 empresas puderam ser observadas em todos os anos. As duas empresas excluídas foram a Osx Brasil e Inepar S.A. por estarem em recuperação judicial e não conterem dados para serem observados.

Ressalte-se que dentre os dois anos de análise, houve apenas um registro de reprovação em relação à proposta de remuneração dos administradores no ano de 2016. Em 2015, não se observou nenhuma reprovação.

3.2 Obtenção dos dados

Os dados foram obtidos em algumas fontes, como CVM e COMDINHEIRO®. As atas de assembleia ordinárias foram obtidas junto ao endereço eletrônico da CVM nos meses de setembro a dezembro de 2017 e correspondem às atas da primeira assembleia ordinária realizada nos períodos de 2015 e 2016 de cada empresa da amostra.

As informações coletadas nas atas foram: total de ações votantes e quantidades de ações a favor, contra ou abstenção; total de votos à distância e quantidade que foram a favor, contra ou abstiveram; se a proposta foi aprovada ou rejeitada; se aprovada por maioria ou unanimidade; se houve registro de acionista que votou contra e a coleta do seu nome; e, o valor da proposta de remuneração.

Os dados necessários para se construir os índices de rejeição foram obtidos no website da CVM e a base de dados utilizada para obter os dados das variáveis de controle foi a COMDINHEIRO®.

3.3 Descrição das variáveis

Na Tabela 1 abaixo são listadas as variáveis da pesquisa segregadas em variáveis dependentes, de interesse e de controle.



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Tabela 1: Descrição das Variáveis do modelo

Variável	Descrição
Dependente	
DAPR	Variável binária que assume o valor 1 quando a aprovação se deu por maioria ou houve reprovação, e 0 caso contrário
Variáveis de Interesse	
Desempenho	
ROA	Lucro Líquido sobre o Ativo Total
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
RL	Receita Líquida
CRESCRL	Crescimento da Receita Líquida em relação ao ano anterior
EBITDA	Capacidade de geração de caixa operacional
Remuneração	
PROPOSTREM	Valor da Proposta de Remuneração apresentada na Ata da Assembleia Geral das empresas
REMTOTDIREBITDA	Remuneração Total dos membros da Diretoria dividida pelo Ebitda
REMTOTCONSEBITDA	Remuneração Total dos membros do Conselho de Administração dividida pelo Ebitda
REMMEDSETOR	Remuneração Média por Setor
DIFPROPMEDSETOR	Diferença entre a Proposta de Remuneração e a Média do Setor
REMTOTAL	Remuneração Total composta pela soma das remunerações dos membros da Diretoria e do Conselho de Administração
REMDIRTOTACOES	Remuneração da Diretoria que é baseada na quantidade de ações totais de seus membros
REMDIRBONUS	Remuneração da Diretoria que é baseada em bônus
REMCONTOT	Remuneração Total dos membros do Conselho de Administração
REMCONBONUS	Remuneração do Conselho de Administração que é baseada em Bônus
REMDIRACOES	Remuneração da Diretoria que é baseada em Ações
DREMDIRACOES	Variável binária que assume o valor 1 quando a Diretoria da empresa possui remuneração baseada em ações e 0, caso contrário
REMCONACOES	Remuneração do Conselho de Administração que é baseada em Ações
DREMCONACOES	Variável binária que assume valor igual a 1 quando o Conselho de Administração da empresa possui remuneração baseada em ações e 0, caso contrário
Governança	
QTDMEMDIR	Quantidade de Membros da Diretoria
QTDMEMCON	Quantidade de Membros do Conselho de Administração
PERCMAIORACIONON	Percentual de Ações ON detido pelo maior acionista
DCONTDEFMAIORACION	Variável binária que assume valor igual a 1 quando o percentual de ações ON detido pelo maior acionista é maior ou igual a 50% e 0, caso contrário
DESVDIR	Percentual de ações ON detido pelo maior acionista dividido pelo percentual de ações totais detido pelo maior acionista
PERCMAIORACIONTOT	Percentual de Ações detido pelo maior acionista levando em consideração todos os tipo de ações
NIVELGOV	Nível de Governança de acordo com a Bovespa
DNIVELGOV	Variável binária que assume valor igual a 1 quando o nível de governança da empresa é igual a Novo Mercado ou Bovespa Nível 2 e 0, caso contrário
QTDMICON	Quantidade de Membros Independentes no Conselho de Administração
PERCONCONTROL	Percentual de ações ON do grupo controlador definido como os três



	maiores acionistas da empresa
DCONTROLDEF	Variável binária que assume valor igual a 1 quando o percentual de ações ON do grupo controlador é maior ou igual a 50% e 0, caso contrário
PERCPNCONTROL	Percentual do total de ações detido pelo grupo controlador
QTDMEMTOTCONREM	Quantidade de Membros Totais do Comitê de Remuneração
DCOMREM	Variável binária que assume valor igual a 1 quando o comitê de remuneração possui 1 ou mais membros e 0, caso contrário
PERCMEMINDCON	Percentual de membros independentes no Conselho de Administração
Variáveis de Controle	
SETORCOMDINHEIRO	Setor de atuação da bolsa segundo critérios do ComDinheiro

Fonte: Dados da Pesquisa.

3.4 Métodos de Análise

As análises univariadas foram feitas através de estatística descritiva, análise de correlação, testes t de diferença de médias considerando variâncias desiguais e testes de diferença de proporções. Sempre observando os dois conjuntos de dados, aprovados por unanimidade ou com algum indicador de rejeição (aprovação por maioria ou rejeição).

A análise multivariada adotou o modelo Logit como ferramenta para observar os fatores que influenciam as chances a favor de algum nível de rejeição. O modelo de análise seguiu o indicado na equação abaixo.

$$Prob(aprov\ maioria_i = 1)$$

$$= \alpha_i + \beta_1 Remuneração_i^+ + \beta_2 Desempenho_i^- + \beta_3 Governança_i^- + \sum_{j=1}^n \beta_j variável\ controle_i + \varepsilon_i$$

Os sinais esperados para as variáveis de Remuneração, de acordo com Ertimur *et al.* (2011) são positivos, pois os altos valores pagos como remuneração seriam um alvo para que os acionistas tomassem atitudes ativistas, neste caso, rejeitassem a proposta de remuneração em questão. Espera-se, por outro lado, que as variáveis de desempenho assumam valores negativos, pois o baixo desempenho das empresas seria o fator principal para o ativismo dos acionistas, que concentrariam sua atenção à performance dos executivos, bem como seu pacote de remuneração (Fisch *et al.*, 2017). As variáveis de Governança que dizem respeito à estrutura de propriedade da empresa possuem sinais esperados negativos, o que indica que o quanto menos concentrada é a estrutura de propriedade, mais alvo de ativismo seria esta empresa. Em empresas com controle muito concentrado iniciativas ativistas têm pouca chance de sucesso. Em relação ao tamanho do Conselho de Administração e quantidade de membros independentes no Conselho de Administração e Comitê de Remuneração, espera-se que estas variáveis também tenham sinais negativos, uma vez que quanto menos independente for o Conselho da empresa, mais os acionistas iriam monitorar suas atividades (Ertimur *et al.*, 2011).

4 RESULTADOS

A Tabela 2 abaixo apresenta a estatística descritiva das variáveis observadas. A variável dependente deste estudo, DAPR, é uma variável binária que assume 1 quando a proposta de



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Florianópolis, SC, Brasil
Centro de Eventos da UFSC
12 a 14 de agosto de 2018

remuneração foi aprovada por maioria, ou seja, observou-se algum nível de rejeição à proposta, e 0 quando aprovada por unanimidade. Sua média é de 0,606, ou seja, quase 61% das propostas de remuneração enviadas às Assembleias receberam algum percentual de rejeição, apesar de apenas uma proposta ter sido rejeitada. As principais variáveis de desempenho, ROA e ROE, apresentaram médias iguais à -2,96 e 10,68, respectivamente. Dentre as principais variáveis de Remuneração, a Remuneração da diretoria que é baseada por ações apresentou uma média de R\$ 24.500.000, enquanto que a Remuneração do Conselho de Administração que é baseada por ações apresentou a média de R\$ 3.995.876. Além disso, 0,65% do Ebitda das empresas é gasto com o pagamento da remuneração total da Diretoria e 0,17% com a remuneração total do Conselho. A Proposta de Remuneração, que foi obtida nas atas das Assembleias Gerais dos Acionistas, apresentou a média de R\$ 19.600.000, que é menor do que a média da remuneração total que foi praticada no período. Por fim, entre as variáveis de Governança, as quantidades médias de membros do Conselho de Administração e da Diretoria foi de 8.07 e 6.95 respectivamente, sendo que as quantidades variaram de 2 a 89 membros na Diretoria, e de 2 a 30 membros no Conselho de Administração. As empresas que possuíam o número máximo de membros na Diretoria e no Conselho de Administração foram o Banco Bradesco S.A e Cia Energia Minas Gerais – CEMIG, respectivamente. O maior acionista de ações do tipo ON possui uma média de 53,24% do total destas ações. A quantidade de membros independentes no Conselho de Administração possui uma média de 2.07 membros o que representa um percentual médio de independentes de 28,5%. Além disso, 69,83% das empresas pesquisadas estão nos níveis Novo Mercado e Nível 2 da Bovespa de Governança. Aproximadamente 64% das empresas da amostra possui um comitê de remuneração em funcionamento.

Tabela 2: Estatística descritiva das variáveis do modelo nos anos de 2015 e 2016

Variável	N	Média	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
Variável Dependente					
DAPR	325	0.6061538	0.4893549	0	1
Variáveis de Interesse					
<i>Desempenho</i>					
ROA	323	-2.960221	52.126991	-825.701	221.7251
ROE	323	10.68217	111.5272	-802.04	1030.97
RL	315	1.28e+10	3.60e+10	-1.80e+07	3.22e+11
CRESCLR	312	1.028565	0.5736334	-0.1603193	7.419619
EBITIDA	319	1.90e+09	6.20e+09	-1.33e+10	6.57e+10
<i>Remuneração</i>					
REMTOTDIREBITDA	319	0.0074239	0.2307274	-2.895616	1.369327
REMTOTCONSEBITDA	319	0.0019212	0.0244097	-0.2284264	0.087387
REMMEDSETOR	358	2.44e+07	2.17e+07	2919357	8.18e+07
REMTOTAL	358	2.44e+07	5.16e+07	0	5.00e+08
REMDIRTOT	311	2.45e+07	4.88e+07	0	4.46e+08
REMDIRBONUS	311	3455572	6354653	0	5.38e+07
REMCONTOT	313	3531338	6437542	0	5.60e+07
REMCONBONUS	313	162095.8	780259.8	0	6700000
REMDIRACOES	358	3995876	1.78e+07	0	2.31e+08
REMCONACOES	358	199579.09	1232956	0	1.47e+07
DREMCONACOES	358	0.0893855	0.2856986	0	1
PROPOSTREM	350	1.96e+07	3.51e+07	6744	3.20e+08
DIFPROPMEDSETOR	358	-5250622	2.17e+07	2919357	8.18e+07
DREMDIRACOES	358	0.4189944	0.494085	0	1



Contabilidade e Perspectivas Futuras

<i>GOVERNANÇA</i>					
QTDMEMDIR	311	6.950064	8.292871	2	89
QTDMEMCON	313	8.070415	3.467921	2	30
PERCMAIORACIONON	358	53.23898	19.69213	8.45	100
DCONTDEFMAIORACION	358	0.5195531	0.5003168	0	1
DESVDIR	358	1.12055	0.3684548	0.2724558	2.967755
PERCMAIORACIONTOT	358	48.80617	15.89858	8.45	97.43329
DNIVELGOV	358	0.698324	0.4596278	0	1
QTDMICON	349	2.071633	1.612816	0	9
PERCONCONTROL	358	49.34199	31.31939	0	100
DCONTROLDEF	358	0.6424581	0.479947	0	1
PERCPNCONTROL	278	8.539039	19.4787	0	95.67
QTDMENTOTCOMREM	349	3.257576	1.37347	0	5
DCOMREM	358	0.6368715	0.4815745	0	1
PERCMEMINDCON	313	0.2858998	0.2016244	0	0.8888889
<i>Variáveis de Controle</i>					
SETORCOMDINHEIRO	0				

Fonte: Dados da pesquisa.

Foram observadas, também, as correlações entre as principais variáveis. Adotou-se a correlação de Pearson para as variáveis quantitativas e a correlação ponto bi-serial para as relações entre variáveis quantitativas e qualitativas.

Conforme a Tabela 3, dentre as variáveis quantitativas, a quantidade de membros independentes no Conselho de Administração possui alta correlação positiva com o percentual de membros independentes também no Conselho de Administração, ao nível de 1% de significância. As demais variáveis não possuem correlação alta entre si.

Já a correlação ponto bi-serial, mostrada na Tabela 4, a variável binária de presença de Comitê de Remuneração possui correlação positiva com a quantidade de membros independentes no Conselho, ao nível de 1% de significância. As demais variáveis possuem correlações baixas entre si.

Tabela 3: Correlação de Person entre as variáveis quantitativas

	ROA	ROE	REMTOTDIREBITDA	REMTOTCEBITDA	DIFPROPROMEDSET	PERCMAIORACION	QTDMICON	PERCONCON T	QTD COM REM	PER CMI NDC ON
ROA	1,0									
ROE	-0,5	1,0								
REMTOTDIREBITDA	-0,04	0,05	1,0							
REMTOTCEBITDA	-0,06	0,05	0,54	1,0						
DIFPROPROMED	0,01	0,04	0,07	0,05	1,0					
PERCMAIORACION	-0,07	-0,07	-0,13	-0,1	-0,06	1,0				
QTDMICON	0,09	-0,01	0,11	0,07	0,03	-0,08	1,0			
PERCONCONTROL	0,01	0,09	-0,05	-0,04	-0,08	0,39	-0,37	1,0		
QTD MCOMREM	0,02	-0,06	0,04	-0,10	0,09	0,02	0,06	0,001	1,0	
PERCMINDC	0,05	-0,07	0,14	0,01	-0,04	-0,12	0,88	-0,40	0,001	1,0



Contabilidade e Perspectivas Futuras

ON

Fonte: Dados da Pesquisa. Obs.: os valores em negrito representam significância estatística de 5%.

Tabela 4: Correlação Ponto Bi-Serial entre variáveis quantitativas e qualitativas

	DAPR	DNIVGOV	DCONTROLDEF	DCOMREM
DAPR	1,00			
DNIVGOV	0,34	1,00		
DCONTROLDEF	-0,18	-0,27	1,00	
DCOMREM	0,21	0,48	-0,24	1,00
ROA	0,07	0,03	0,015	0,10
ROE	-0,05	-0,02	0,11	0,001
DIFPROPMEDSET	0,08	-0,05	-0,06	0,001
PERCMAIORACION	-0,16	-0,21	0,24	-0,07
QTMICON	0,25	0,51	-0,30	0,78
QTMCOMREM	0,03	-0,01	-0,02	0,07

Fonte: Dados da Pesquisa. Obs.: os valores em negrito indicam significância estatística a 5%.

A seguir, foram comparadas as médias das variáveis de desempenho, remuneração e governança entre os dois grupos de empresas: aquelas em que as propostas foram aprovadas por unanimidade e as que apresentaram algum índice de rejeição. Assumiu-se que as variâncias eram diferentes entre os dois grupos em questão. A Tabela 5 apresenta os resultados dos testes de diferenças de médias para as variáveis quantitativas da pesquisa. Dentre as variáveis de desempenho, as diferenças entre as médias nos grupos de maioria e unanimidade não foram estatisticamente significantes a nenhum nível. Já a diferença entre a proposta de remuneração e a média do setor apresentou diferença de média entre os dois grupos, a uma significância estatística de 5%. Ao analisar as variáveis de Governança, a quantidade de membros independentes do conselho de administração, o desvio de direitos e o percentual de ações ON detido pelo grupo controlador apresentam médias diferentes entre os dois grupos considerados, a uma significância estatística de 1%. A quantidade de membros do conselho e o percentual de ações ON detido pelo maior acionista também apresentaram diferentes médias entre os dois grupos, a 10% e 5% de significância estatística, respectivamente.

Tabela 5: Diferenças de médias – variáveis quantitativas do modelo

Variável	Unanimidade (0)		Maioria (1)		t-stat (0 – 1)
	n	Média	n	Média	
Desempenho					
ROA	71	-0,783	117	-0,027	-0,3290
ROE	71	8.531268	117	4.056068	0.7054
RL	71	9.69e+09	117	6.94e+09	1.0889
CRESCRL	71	0.9411237	117	0.9814422	-1.0241
EBITDA	71	1.83e+09	117	1.43e+09	0.5639
Remuneração					
REMTOTDIREBITDA	71	0.0007829	117	0.0147761	-0.4431
REMTOTCONSEBITDA	71	0.0030228	117	0.0018229	0.3207
DIFPROPMEDSETOR	71	-1.03e+07	117	-1105318	-2.5811**
Governança					
QTMICON	67	1.940299	117	2.683761	-3.1387***
QTMEMCON	62	7.703387	111	8.587297	-1.7568*
PERCMAIORACIONON	71	56.39871	117	49.94249	2.0939**
PERCMAIORACIONTOT	71	48.28675	117	48.62522	-0.1328



Contabilidade e Perspectivas Futuras

DESVDIR	71	1.235145	117	1.034754	3.1840***
PERCONCONTROL	71	56.41208	117	36.785	4.1363***

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 6 mostra os resultados de testes de diferenças de proporções entre as variáveis binárias do estudo, levando em consideração, novamente, os dois grupos de interesse: aprovação da proposta de remuneração por maioria e aprovação por unanimidade. Dentre as variáveis binárias de remuneração, a presença de remuneração da diretoria baseada em ações é mais frequente no grupo de empresas que observou algum nível de rejeição nas propostas de remuneração, sendo a diferença de proporção significativa a 10%. As variáveis binárias de Nível de Governança, Controle Definido e presença de um Comitê de Remuneração possuem proporções diferentes nos dois grupos analisados, ao nível de significância estatística de 1%. No grupo que teve algum nível de rejeição na proposta, a listagem no N2 ou Novo Mercado e a presença de comitê de remuneração são mais frequentes, enquanto a presença de controle definido é menos frequente. De forma geral, os resultados indicam melhores características de governança no grupo que recebeu votos contrários às propostas de remuneração apresentadas.

Tabela 6: Diferenças de proporções – variáveis qualitativas

Variável	(0) n	Média	(1) n	Média	Z-stat (0 – 1)
<i>Remuneração</i>					
DREMDIRACOES	71	0.3943662	117	0.5384615	-1,9167*
DREMCONACOES	71	0.084507	117	0.145299	-1,2332
<i>Governança</i>					
DNIVGOV	71	0,563	117	0,897	-5,287***
DCONTDEFMAIORACION	71	0.5774648	117	0.4871795	1,2014
DCONTROLDEF	71	0.7323944	117	0.5128205	2,9742***
DCOMREM	71	0,6056338	117	0,8205128	-3,2538***

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 7 são apresentados os resultados dos modelos Logit realizados. Todos os seis modelos são estatisticamente significantes ao nível de 1%, de acordo com o modelo abaixo:

$$Prob(aprov\ maioria_i = 1)$$

$$= \alpha_i + \beta_1 Remuneração_i + \beta_2 Desempenho_i + \beta_3 Governança_i + \sum_{j=1}^n \beta_j variável\ controle_i + \varepsilon_i$$

Tabela 7 – Modelos Logit – Razões de chances estimadas a favor de algum nível de rejeição das propostas de remuneração executiva apresentadas às Assembleias de Acionistas nos anos de 2015 e 2016

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Interc.	-.989	-.685	-.131	-1.337**	-1.114*	-.642
	.707	.706	.551	.617	.643	.699
ROA	.0001		.0001		.0006	
	.002		.002		.002	
ROE		-.0006		-.0007		-.0006
		.001		.001		.001
REMTOTDIREBITDA	.001	.326	.413	.387		



Contabilidade e Perspectivas Futuras

	.991	1.003	.986	1.021		
REMTOTCONSEBITDA	.608	.401	.710	1.073		
	8.224	8.067	8.03	8.247		
DIFPROPMEDSETOR	7.85e-09	6.55e-09	5.01e-09	7.05e-09	6.18e-09	5.68e-09
	5.31e-09	5.22e-09	5.25e-09	5.28e-09	5.08e-09	5.06e-09
DREMDIRACOES	.197	.265	.188	.192	.211	.261
	.307	.314	.487	.308	.305	.309
DREMCONACOES	.331	.335	.309	.272	.246	.317
	.493	.506	.300	.501	.498	.501
PERCMAIORACIONON	-.016*	-.017***				
	.008	.006				
DNIVGOV	1.374***	1.274***		1.409***	1.354***	1.23***
	.403	.414		.404	.396	.408
QTDMEMCON	.124**	.118**	.092*	.147***	.127**	.119**
	.053	.058	.053	.057	.056	.058
DCOMREM	.476	.649	.728	.515	.372	.512
	.480	.498	.479	.482	.479	.489
QTDMICON	-.009			-.103		
	.148			.156		
PERCMEMINDCON		-1,242	.002		-.536	-1.001
		1,259	1.19		1.202	1.241
DCONTROLDEF			-.961***	-.771**	-.745**	
			.319	.326	.321	
PERCONCONTROL						-.016***
						.006
N	265	265	265	265	265	267
Pseudo R2	0,1196	0,1399	0,0893	0,1274	0,1167	0,1305
LR chi2	40,92	47,89	30,54	43,60	39,92	44,89
p-valor	0,0000	0,0000	0,0007	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Dados da Pesquisa.

Para verificar o impacto que as variáveis consideradas no modelo possuem na razão de chances de a proposta de remuneração obter algum grau de rejeição, foi empregada uma regressão logística. Como a variável dependente deste estudo é binária, a regressão logística permite fazer uma estimativa acerca da probabilidade de ocorrência de um determinado evento. Os coeficientes das variáveis explicativas, por sua vez, são estimados pelo método da máxima verossimilhança, e seu sinal indica aumento ou decréscimo na probabilidade de uma proposta de remuneração ter rejeição (Gujarati, 2006).

Foram estimados seis modelos de regressão logística, nos quais a variável dependente é a variável binária, e as explicativas são medidas de desempenho da empresa, remuneração dos executivos e de governança corporativa. Algumas variáveis explicativas foram intercaladas entre si, uma vez que elas representam uma mesma informação.

Os coeficientes das variáveis de desempenho do modelo não aparentam impactar na decisão dos acionistas em rejeitar as propostas de remuneração, pois não são estatisticamente significantes a nenhum nível de significância. A variável ROA, além disso, não apresentou o coeficiente negativo esperado em nenhum dos três modelos testados. É interessante notar que esse resultado contraria pesquisas anteriores acerca da influência do desempenho na rejeição das propostas de remuneração em países desenvolvidos (Fisch *et al.*, 2017).

As variáveis relativas à remuneração dos executivos também não influenciam a razão de chances de se observar algum índice de rejeição das propostas. Em todos os seis modelos



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Florianópolis, SC, Brasil
Centro de Eventos da UFSC
12 a 14 de agosto de 2018

testados, os coeficientes destas variáveis não apresentaram significância estatística, portanto podem ser considerados como iguais a zero. A diferença entre a remuneração proposta e a média do setor e o fato de utilizar ações como remuneração da diretoria ou do conselho também parecem não influenciar a votação. Esse resultado também não corrobora estudos anteriores, como os de Goranova *et al.* (2017) e Fisch *et al.* (2017). Então, pode-se dizer que as características da proposta de remuneração dos executivos brasileiros, não influenciam de forma significativa na decisão dos acionistas em rejeitar as propostas de remuneração dos mesmos.

A Governança Corporativa parece ser, então, o fator que realmente impactaria na razão de chances de se observar algum grau de ativismo por parte dos acionistas. Um elevado nível de governança por exemplo, aumentaria em quase 4 vezes as chances a favor de haver algum nível de rejeição da proposta de remuneração, conforme modelo 4. A estrutura de propriedade das empresas também é um fator relevante, uma vez que se a empresa possui controle definido, a razão de chance a favor de ocorrer o ativismo dos acionistas cairia em média 62% no modelo 3. Os percentuais de controle do grupo controlador e do maior acionista também impactam negativamente a razão de chances a favor do ativismo. Portanto, pode-se dizer que quanto mais concentrada for a estrutura de controle das empresas brasileiras de capital aberto, menor as chances de se observar alguma rejeição em relação à remuneração proposta pela gestão. A quantidade de membros do Conselho de Administração se mostrou relevante em todos os modelos, tendo destaque no modelo 4, no qual cada membro a mais impacta as razões de chances a favor de algum nível de rejeição em 16%, em média. A independência dos membros do Conselho, no entanto, não parece influenciar o ativismo dos acionistas em nenhum dos modelos testados. Por fim, a existência de um Comitê de Remuneração nas empresas não influencia na probabilidade de os acionistas rejeitarem as propostas de remuneração. Tais resultados corroboram com estudos anteriores, reafirmando a importância das boas práticas de Governança Corporativa para iniciativas de monitoramento dos acionistas (Goranova *et al.*, 2017; Punsuvo *et al.*, 2007; Andrade, Salazar, Calegário, & Silva, 2009).

5 CONCLUSÃO

Este estudo foi realizado com o objetivo de determinar quais fatores são relevantes para os resultados das votações acerca de propostas de remuneração executiva nas empresas cujas ações estão listadas na B3. Para tal, foi realizado um mapeamento das atas das Assembleias Gerais de 179 empresas entre os anos de 2015 e 2016. Foram recolhidos os resultados de votação presencial e à distância de 537 atas, nos quais se observaram que 61% das propostas foram aprovadas por maioria, o que caracteriza algum grau de rejeição das mesmas. Destaca-se que nesses dois anos analisados, apenas uma proposta de remuneração foi rejeitada pelos acionistas. Além dos mapas de votação, foram coletados dados referentes ao desempenho, remuneração e governança corporativa das empresas nestes anos.

Na primeira parte da análise, foram feitas a estatística descritivas das variáveis do modelo, bem como os testes univariados de diferenças de médias e de proporção considerando os dois conjuntos de dados, aprovados por unanimidade ou com algum indicador de rejeição. Em seguida, foram realizadas regressões logísticas para determinar o que impacta tanto positivamente quanto negativamente as razões de chances a favor de algum nível de rejeição das propostas de remuneração.

Os resultados da primeira parte mostram que só foram observadas diferenças de médias entre os dois grupos analisados em algumas variáveis de remuneração e de governança



corporativa. Os conselhos são maiores e têm maior número de independentes no grupo que apresentou algum nível de rejeição de propostas. Já o desvio de direitos e a concentração de controle é menor para esse grupo. A diferença entre a proposta de remuneração e a média do setor é maior no grupo que aprovou a proposta por unanimidade, portanto a proposta de remuneração é ainda menor que a média do setor em empresas integrantes deste grupo. Já o teste de diferença de proporções identificou que no grupo com aprovação com algum nível de rejeição a proporção de empresas que remuneram a diretoria com ações é maior. A listagem nos segmentos de governança N2 e Novo Mercado e presença de comitê de remuneração são mais frequentes no grupo com algum nível de rejeição, já o controle definido é menos frequente nesse grupo.

Os resultados das regressões logísticas realizadas para investigar quais variáveis influenciam a razão de chances de se observar algum grau de rejeição mostraram que, ao contrário do que a literatura internacional sugere (Fisch *et al.*, 2017; Goranova *et al.*, 2017), o desempenho não influencia os acionistas a rejeitarem a proposta. Tanto o ROA quanto o ROE não foram estatisticamente significativos em nenhum dos seis modelos analisados. Além disso, as variáveis de remuneração também não impactam na decisão dos acionistas de rejeitar as propostas de remuneração. Por outro lado, as variáveis de governança corporativa se mostraram importantes na alteração da razão de chances a favor de haver algum nível de rejeição da proposta de remuneração. Conforme mencionado, empresas no Nível 2 e Novo Mercado possuem 4 vezes mais chances de terem o resultado da votação de suas propostas de remuneração com algum grau de rejeição. Estruturas de propriedade mais concentradas, por sua vez, impactariam negativamente na razão de chances desse tipo de ativismo. Também foi observado que a quantidade de membros do conselho de administração é relevante, podendo aumentar as chances a favor de algum nível de rejeição em 16%, em média. Entretanto, a independência de seus membros, bem como a existência de um Comitê de Remuneração não influenciam na probabilidade de se observar algum índice de rejeição das propostas.

Este resultado é relevante no sentido de reafirmar a importância das boas práticas de Governança Corporativa, principalmente em ambientes com baixa proteção aos investidores e alta concentração de propriedade como é o brasileiro. Sua influência sobre o ativismo dos acionistas corrobora os estudos que a identificam como um mecanismo eficaz de redução do conflito existente entre estes e os gestores das empresas (Jensen & Meckling, 1976).

Com a obrigação da divulgação dos mapas de votação à distância das Atas das Assembleias a partir de 2018, este estudo poderá ser estendido e aprofundado, uma vez que poderão ser comparados os índices de votação presencial e à distância, a fim de determinar qual possui maior índice de rejeição e maior impacto ao resultado consolidado da votação. Por fim, novas variáveis podem ser incluídas em estudos futuros como a participação de acionistas institucionais e a presença de propriedade familiar para determinar se influenciam de alguma forma no ativismo dos acionistas nas empresas brasileiras de capital aberto.

6 REFERÊNCIAS

- Andrade, L. P. de, Salazar, G. T., Calegário, C. L. L., & Silva, S. S. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(4), 4-31.
- Barros, L. A. B de C., Silveira, A. di M. da, Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2015). Facing the regulators: non-compliance with detailed mandatory compensation disclosure in Brazil.



Emerging Markets Finance & Trade, 51(2), 47-61.

Bhagat, S., & Romano, R. (2009). Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term [Scholarly Paper, N° 1336978]. *Yale Law and Economics Research Paper* Rochester, Nova Iorque, Estados Unidos.

Brandão, R. (2016, março 29). Realidade distante, voto eletrônico é aposta para ativismo. *Estadão*, São Paulo, SP. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,realidade-distante--voto-eletronico-e-aposta-para-ativismo,10000023602>>.

Camargos, M. A., Helal, D. H., & Boas, A. P. (2007, outubro). Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. *Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção*, Foz do Iguaçu, PR, Brasil, 27.

Carvalho, D., & Torres, F. (2011, maio 4). Arrocho salarial. *Valor On Line*. Recuperado em 13 de fevereiro, 2017, de <http://www.valor.com.br/arquivo/885631/arrocho-salarial>. Acesso em: 13 fev. 2013.

Core, J. E., Houlthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance¹. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371–406.

Correia, L. F., Amaral, H. F., & LOUVET, P. (2014). Remuneração, Composição do Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(1), 2–37.

CVM. Instrução CVM N° 480/09, de 7 de dezembro de 2009 (2009). Recuperado em 17 de maio, 2017, de <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=\inst\inst480.htm>.

CVM. Instrução CVM N° 481/09, de 7 de dezembro de 2009 (2009). Recuperado em 17 de maio, 2017, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst481.html>.

CVM. Instrução CVM N° 561/2015, de 7 de abril de 2015 (2015). Recuperado em 17 de maio, 2017, em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst561.html>.

Ertimur, Y., Ferri, F., & Muslu, V. Shareholder Activism and CEO Pay. *Review of Financial Studies*, 24(2), 535–592.

Fisch, J. E., Palia, D., & Solomon, S. D. (2017). Is Say on Pay All About Pay? The Impact of Firm Performance. *Harvard Business Law Review*, forthcoming.

Fregoni, S., & Torres, F. (2011). Políticas de salário em revisão. *Valor Econômico*, 3(17).

Funchal, J. A., & Terra, P. R. S. (2006, setembro). Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: *Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração (ANPAD)*, Salvador, Bahia, Brasil, 38.

Funchal, J. A. (2005). *Determinantes de remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas*. Dissertação de Mestrado, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, Rio Grande do Sul, Brasil. Disponível: <http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/2791>.



Garrido, J. (2015). Divulgação de salário causa polêmica. *Revista Valor Econômico*. Recuperado em 17 de maio, 2017, de <http://www.valor.com.br/empresas/4314124/divulgacao-de-salario-causa-polemica>.

Gillan, S., & Starks, L. (2007). The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, 55–73

Goranova, M., Abouk, R., Nystrom, P. C., & Soofi, E. S. (2017). Corporate governance antecedents to shareholder activism: A zero-inflated process. *Strategic Management Journal*, 38(2), 415–435.

Gujarati, D. N. (2006). *Econometria Básica* (6a ed.). Rio de Janeiro: Elsevier- Campus.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.

Kim, S. Y., Lee, K. R., & Shin, H. (2017). The enhanced disclosure of executive compensation in Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*, 43(C), 72-83.

Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 11-42.

Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. In: Ashenfelter, O., & Card, D. (Org.). *Executive pay: handbook of labor economics*. North Holland: CEO publication.

Pinto, M. B., & Leal, R. P. C. (2013). Ownership concentration, top management and board compensation. *Revista de Administração Contemporânea*, 17(3), 304–324.

Punsuvo, F. R., Kayo, E. K., & Barros, L. A (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 18, 63-72.

Robert, B. (2014). *Exercício de direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância*. Tese de Doutorado, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil. Disponível: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11022015-145315/pt-br.php>.

Tanoue, L. (2010). O tabu da remuneração. *Revista Capital Aberto*, 7(80), 32-36. Recuperado em 20 de abril, 2017, de <https://capitalaberto.com.br/temas/o-tabu-da-remuneracao/#.WozKWJPwYnU>.

Vargas, L. H. F. (2013). *Ativismo de acionistas no mercado acionário brasileiro: evidências e determinantes em empresas listadas na BM&FBovespa*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, Espírito Santo, Brasil. Disponível: http://portais4.ufes.br/posgrad/teses/tese_6527_Disserta%E7%E3o%20PDF%20%20Luiz%20Henrique%20Fernandes%20Vargas.pdf.

Vargas, L. H. F., Bortolon, P. M., Barros, L., & Leal, R. P. C. (no prelo). Uma análise preliminar das ações de ativismo no Brasil, *International Journal of Disclosure and Governance*, (35).

Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.