

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

INGRID RAMOS LIMA SORENSEN

**OS DETERMINANTES DOS ÍNDICES DE REJEIÇÃO ÀS PROPOSTAS DE
REMUNERAÇÃO EXECUTIVA NAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO
BRASIL**

**VITÓRIA
2019**

INGRID RAMOS LIMA SORENSEN

**OS DETERMINANTES DOS ÍNDICES DE REJEIÇÃO ÀS PROPOSTAS DE
REMUNERAÇÃO EXECUTIVA NAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO
BRASIL**

Dissertação de mestrado apresentada junto à
Universidade Federal do Espírito Santo para
obtenção do título de mestre em Ciências
Contábeis.

Área de concentração: Contabilidade e Finanças

Orientadora: Profa. Dra. Patrícia Maria Bortolon

**VITÓRIA
2019**

Prof. Dr. Reinaldo Centoducatte
Reitor da Universidade Federal do Espírito Santo

Prof. Dr. Rogerio Naques Faleiros
Diretor do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas

Prof. Emanuel Junqueira
Chefe do Departamento de Contabilidade

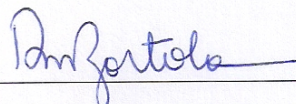
INGRID RAMOS LIMA SORENSEN

**“DETERMINANTES DOS ÍNDICES DE REJEIÇÃO ÀS PROPOSTAS DE REMUNERAÇÃO
EXECUTIVAS NAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL”**

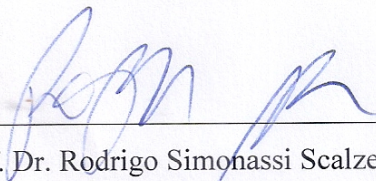
Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Vitória, 26 de abril de 2019.

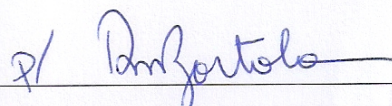
COMISSÃO EXAMINADORA



Prof.^a Dr.^a Patricia Maria Bortolon
Universidade Federal do Espírito Santo



Prof. Dr. Rodrigo Simonassi Scalzer
Universidade Federal do Espírito Santo



Prof. Dr. Ricardo Pereira Câmara Leal
Universidade Federal do Rio de Janeiro

“O começo de todas as ciências é o espanto de as coisas serem o que são”.

(Aristóteles)

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, por ter me concedido o dom da vida.

Agradeço aos meus pais e irmão, que sempre acreditaram em mim e demonstraram confiança em minha capacidade, mesmo quando eu duvidava.

Agradeço ao meu marido pela paciência, amor e incentivo durante esses longos meses de estudo e dedicação. Creio que se casar com uma mestranda não seja nada fácil!

Agradeço, também, a minha família por apoiarem e entenderem todas as vezes que não pude ir em algum almoço ou confraternização em família.

Agradeço a CAPES, pela bolsa de mestrado que me concedeu. Sem ela, não teria sido possível a conclusão do mesmo.

Agradeço aos professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis pelos ensinamentos dados, conhecimentos compartilhados e apoio que sempre dispenderam para com todos os alunos.

Agradeço aos Professores Ricardo Leal e Rodrigo Scalzer por terem aceitado participar de minha banca.

Por fim, e mais importante, agradeço a minha orientadora e amiga Profa. Patrícia Maria Bortolon, por todo conhecimento, apoio, suporte dado durante esses meses. Obrigada pelas várias horas de orientação, por sanar as minhas dúvidas, e me apoiar em todos os momentos, principalmente naqueles de desespero em que eu duvidava da minha capacidade. Não teria conseguido sem você, serei para sempre grata!

RESUMO

Após a crise de 2008 e os vários escândalos financeiros envolvendo grandes multinacionais, intensificou-se o debate acerca da remuneração executiva e observou-se mudanças regulatórias no sentido de um maior *disclosure* por parte das empresas. A remuneração é considerada como uma importante ferramenta de governança dado seu potencial de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores. No Brasil, os acionistas podem avaliar a remuneração executiva desde 1976, porém, somente com a Instrução CVM 480//2009, que instituiu o Formulário de Referência, sua divulgação se tornou mais transparente e acessível. Em 2015 foi instituído o voto à distância e a divulgação dos mapas de votação das Assembleias Gerais de Acionistas. Esse ambiente regulatório favoreceu o ativismo de acionista relacionado à remuneração executiva. O presente estudo analisa os determinantes dos índices de rejeição às propostas de remuneração executiva votados em Assembleias Gerais de acionistas. Foram observadas atas das Assembleias de 179 empresas entre os anos 2015 a 2018, e coletados resultados das votações das propostas de remuneração executiva durante esses anos. Os resultados das votações foram confrontados com dados de desempenho, características da remuneração e características da governança tais como a estrutura de propriedade, características do Conselho de Administração e listagem em diferentes segmentos de governança. Os resultados sugerem que características relativas da remuneração, como remuneração excessiva, sensibilidade performance pagamento, proporção da remuneração sobre Ebitda, diferença em relação a remuneração média do setor, assim como algumas características de governança corporativa influenciam mais a rejeição das propostas do que as variáveis de desempenho. Esse resultado difere dos observados em estudos internacionais relacionados ao *Say on Pay*, onde o desempenho surge como fator relevante na explicação dos determinantes de rejeição às propostas de remuneração executiva em empresas internacionais. No caso brasileiro, remuneração e governança corporativa parecem influenciar a decisão dos acionistas em rejeitar as propostas de remuneração nas empresas investidas.

Palavras-chave: “*Say on Pay*”, governança corporativa, remuneração executiva, voto à distância, ativismo.

ABSTRACT

After the 2008 crisis and the various financial scandals involving large multinationals, the debate about executive compensation intensified and regulatory changes were observed in the direction of greater disclosure by companies. Remuneration is considered as an important governance tool given its potential for aligning interests between shareholders and managers. In Brazil, shareholders can evaluate executive compensation since 1976, but only with CVM Instruction 480 // 2009, which instituted the Reference Form, its disclosure has become more transparent and accessible. In 2015, distance voting and disclosure of the voting maps of the Shareholders' General Meetings were instituted. This regulatory environment favored shareholder activism related to executive compensation. The present study aims to study the determinants of rejection rates for executive remuneration proposals voted at General Shareholders' Meetings. The minutes of the Assemblies of 179 companies were observed between the years 2015 to 2018, and collected results of the votes of the proposals of executive remuneration during those years. The results of the votes were confronted with data on performance, ownership structure, characteristics of the Board of Directors and listing in different segments of governance. The results suggest that the relative characteristics of the remuneration, such as excessive remuneration, performance payment sensitivity, proportion of the remuneration on Ebitda, difference in relation to the average remuneration of the sector, influence more the rejection of the proposals than the performance variables characteristic of corporate governance. This result is different from those observed in international studies related to Say on Pay, where performance appears as the most influential factor in the determinants of rejection of proposals for executive remuneration in international companies. In the Brazilian case, remuneration and corporate governance suggest influencing the shareholders' decision to reject the compensation proposals in the investees.

Key-Words: “*Say on Pay*”, corporate governance, executive compensation, distance vote, activism.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Descrição das Variáveis do Modelo.....	37
Tabela 2 – Estatística Descritiva das Variáveis independentes quantitativas.....	48
Tabela 3 – Estatística Descritiva das Variáveis independentes qualitativas.....	49
Tabela 4 – Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes.....	49
Tabela 5 – Correlação de Pearson entre as Variáveis quantitativas.....	51
Tabela 6 – Tabela de Correlação entre as Variáveis quantitativas e qualitativas.....	53
Tabela 7 – Testes de Diferença de Médias entre Variáveis quantitativas.....	56
Tabela 8 – Testes de Diferença de Proporção entre Variáveis qualitativas.....	62
Tabela 9 – Resultados das Regressões para a Variável dependente dapr.....	67
Tabela 10 – Resultados das Regressões para a Variável dependente percej.....	72

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	12
1.1 Contextualização e questão de pesquisa	12
1.2 Objetivos da Pesquisa	14
1.3 Justificativa da Pesquisa.....	14
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	16
2.1 Remuneração Executiva	16
2.2 Ativismo	17
2.3 “Say on Pay”	19
2.3.1 “Say on Pay no Brasil”	21
3. METODOLOGIA	25
3.1 População e Amostra	25
3.2 Obtenção de Dados.....	25
3.3 Descrição das Variáveis	26
<i>Desempenho</i>	27
3.4 Hipóteses da Pesquisa.....	31
3.5 Análise de Dados.....	33
3.6 Limitações da Pesquisa	35
4. RESULTADOS	36
4.1 Estatística Descritiva	36
4.2 Tabelas de Correlação	39
4.3 Diferença de Média entre as Variáveis Quantitativas	43
4.4 Diferença de Proporção entre as Variáveis Qualitativas	50
4.5 Resultado das Regressões	53
5. CONCLUSÕES	65
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	69

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e questão de pesquisa

Em um contexto econômico caracterizado por constantes mudanças, é essencial um melhor entendimento acerca das mudanças que ocorrem na economia, na sociedade e na estrutura e organização das firmas. Uma das principais mudanças ocorridas nas empresas modernas foi a separação entre propriedade e controle, em que a gestão passou a ser exercida não mais pelo proprietário, e sim, por profissionais especializados. Segundo Jensen e Meckling (1976) essa relação faz surgir os problemas de agência, uma vez que a maximização da utilidade é buscada por ambas as partes, e assim, o agente pode não agir de acordo com os interesses do principal. Para alinhar esses interesses, instrumentos foram criados, porém, a assimetria de informação dificilmente é totalmente eliminada (MARTINEZ, 1998).

A governança corporativa é um desses instrumentos criados, e se destaca por ser um conjunto de mecanismos de incentivo e controle, com o propósito de mitigar o conflito entre as duas partes. Esses mecanismos podem ser tanto internos quanto externos (JENSEN; MECKLING, 1976). Dentre os mecanismos internos, que dependem da empresa, destaca-se a remuneração do executivo atrelada ao desempenho da firma (SILVEIRA, 2002).

A remuneração executiva vem despertando atenção da sociedade em geral e da comunidade científica, especialmente após os escândalos envolvendo multinacionais como a Enron, WorldCom e Tyco International, nos quais a remuneração praticada foi uma das responsáveis pela crise ; FUNCHAL E TERRA, 2006). Ela é considerada como uma ferramenta importante na redução do conflito entre acionistas e gestores, quando é atrelada ao desempenho da empresa (RAO; LEE-SING, 1996). Entretanto, alguns estudos apontam que a remuneração, além de não ser atrelada ao desempenho, é excessiva, uma vez que grande parte da parcela fixa do salário foi transformada em variável (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1998; CONYON; SADLER, 2010; FISCH et al., 2017a; MURPHY, 1999).

Desta forma, a remuneração executiva tornou-se um tema alvo de ativismo por parte dos acionistas. O ativismo se configura como um conjunto de ações tomadas pelos acionistas

para reagir a questões que julgam importantes dentro da gestão da empresa (STATHOPOULOS; VOULGARIS, 2016).

No Brasil, apesar de os acionistas poderem avaliar a remuneração executiva desde a Lei 6.404/1976, a divulgação dessas propostas só ganhou maior transparência com a Instrução CVM 480/2009, que instituiu o Formulário de Referência (FR) como documento de divulgação obrigatória. No conteúdo do FR está a divulgação da remuneração dos membros da administração. A Instrução 561/2015 instituiu o voto à distância, e a obrigatoriedade da divulgação dos mapas de votação de todas as propostas discutidas nas Assembleias. Esta divulgação, porém, era facultativa em 2016, e em 2017 se tornou obrigatória apenas para empresas com ações negociadas no Índice Brasil 100 (IBrX-100) ou Índice Bovespa (IBOVESPA). A partir de 2018, entretanto, o voto à distância se torna obrigatório para todas as empresas abertas listadas na B3 (COMISSÃO DE VALORES MONETÁRIOS).

As mudanças no ambiente regulatório brasileiro descritas favoreceram o surgimento de manifestações a respeito da remuneração da gestão. Este fato é verificado a partir de 2011 quando ocorreu a primeira rejeição à proposta de remuneração em Assembleias Gerais de Acionistas. Depois da introdução da votação à distância, o número de votos cresceu consideravelmente durante os anos, bem como o número de votos contrários a remuneração. Desta forma, o ativismo dos acionistas, segundo Maciel e Martin (2015), exige uma legislação que facilite o direito de voto, principalmente dos acionistas minoritários.

Tendo em vista as manifestações a respeito da remuneração observadas no mercado e as mudanças no ambiente regulatório que ampliou a extensão da votação nas Assembleias, o presente estudo possui como questão central: Quais são os determinantes dos índices de rejeição às propostas de remuneração votadas na Assembleia Geral das empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3?

Estudos realizados em contextos internacionais sugerem que fatores referentes ao desempenho da empresa, características de remuneração e características de governança corporativa explicam a rejeição dos acionistas às propostas de remuneração (CONYON, 2016) (FISCH et al., 2017a). Com efeito, dada as diferenças entre o contexto brasileiro e

o contexto anglo-saxão, cabe analisar se os mesmos determinantes verificados no exterior podem ser observados ao analisar o contexto brasileiro.

1.2 Objetivos da Pesquisa

Estudos mostram que empresas que foram alvo do “*Say on Pay*” apresentam mudanças em suas práticas de remuneração, como diminuição de seu nível geral e maior alinhamento com a performance (CORREA; LEL, 2016).

Então, o objetivo principal deste estudo é o de determinar quais são os fatores que influenciam nos índices de rejeição às propostas de remuneração nas empresas brasileiras de capital aberto. A fim de alcançar esse objetivo, os seguintes objetivos específicos são relevantes:

- i) Mapear as atas das Assembleias Gerais de acionistas para extrair se a votação das propostas de remuneração foi rejeitada ou aprovada por maioria ou unanimidade nos anos de 2015 a 2018;
- ii) Analisar os mapas de votação consolidados e o de voto à distância a fim de extrair os percentuais de votos computados a favor, contra ou abstenção dos acionistas em relação às propostas de remuneração nos anos de 2016 a 2018;
- iii) Investigar quais variáveis, de acordo com estudos anteriores, exercem influência sobre os índices de rejeição às propostas de remuneração;
- iv) Realizar análises econométricas e regressões LOGIT para determinar quais as variáveis, dentre as sugeridas, efetivamente influenciam positivamente ou negativamente os acionistas a votarem contrariamente às propostas de remuneração.

1.3 Justificativa da Pesquisa

Estudos acerca do ativismo de acionistas em relação a remuneração dos executivos vem recebendo maior atenção e interesse da comunidade acadêmica, bem como da sociedade em geral. Isso se deve, principalmente, à sua participação na crise econômica de 2008,

bem como nos escândalos financeiros de importantes multinacionais (ERTIMUR; FERRI; OESCH, 2013).

Entretanto, a grande maioria dos estudos sobre “*Say on Pay*” ainda se concentra em países anglo-saxões, principalmente Reino Unido e EUA, e objetivam entender quais os fatores que influenciam os acionistas a votarem contrariamente às propostas de remuneração (CONYON, 2016; BALSAM et al., 2016). Este tipo de ativismo é apontado como um mecanismo eficiente de melhoria da transparência das empresas, e, conseqüentemente, melhor governança corporativa (CONYON; SADLER, 2010). No Brasil, até onde se pode verificar, ainda não há estudos sobre os determinantes dos níveis de rejeição às propostas de remuneração executiva, por ser um tema novo no contexto brasileiro e, também, devido às novas regras sobre divulgação da remuneração e votação à distância serem relativamente recentes.

Tendo em vista essas considerações, esta pesquisa se mostra relevante devido à contribuição que faz à temática de “*Say on Pay*” no contexto brasileiro, inédita até o momento. Além disso, também contribui ao debate acerca do ativismo no Brasil, que ainda é pouco estudado, e possui características diferentes de estrutura de propriedade dos mercados mais analisados.

Este estudo possui 5 seções, sendo que a primeira é constituída por esta introdução que contextualiza o presente estudo e apresenta a questão de pesquisa, os objetivos almejados e, por fim, sua relevância para o debate acerca da temática do “*Say on Pay*”. Na próxima seção é apresentada o arcabouço teórico do estudo, a Remuneração Executiva, o Ativismo e o “*Say on Pay*”, nos contextos geral e brasileiros, bem como as hipóteses da pesquisa. A seção 3 apresenta a metodologia utilizada para a construção da base de dados; as variáveis utilizadas no modelo; quais os resultados esperados para cada construto; e as análises estatísticas e econométricas utilizadas. A seção 4 apresenta os resultados encontrados a partir da metodologia aplicada, a estatística descritiva e apresenta os resultados dos modelos de regressão realizados, e compara com as hipóteses da pesquisa. A última seção apresenta a conclusão do estudo e sugestões para futuras pesquisas relacionadas ao tema.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Esta seção apresentará o arcabouço teórico utilizado na pesquisa, que é elaborado em três tópicos. No primeiro, serão apresentados os principais conceitos referentes à Remuneração Executiva, em contexto geral e brasileiro. O segundo tópico introduz o conceito de Ativismo de acionistas e suas variadas formas. O último tópico traz um tipo específico de ativismo, o “*Say on Pay*”, em que os acionistas se manifestam acerca da remuneração dos administradores da empresa.

2.1 Remuneração Executiva

A Remuneração Executiva é um mecanismo essencial para obtenção de melhores níveis de Governança Corporativa nas empresas, uma vez que tem o potencial de alinhar os interesses entre o principal e o agente bem como garantir uma maior responsabilização dos executivos pelos resultados da empresa. Então, deve ser formulada através do alinhamento entre o comportamento dos gestores das empresas e o aumento de desempenho da empresas e consequente aumento de riqueza para os acionistas (SILVEIRA, 2004; JENSEN E MURPHY, 1990; RAO; LEE-SING, 1996). Entretanto, políticas de controle devem ser implementadas como forma de combater o gerenciamento do resultado pelo agente. Essa propriedade da remuneração executiva em estar relacionada com o desempenho da firma fez surgir o uso de incentivos variáveis (BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014^a).

O debate sobre este assunto se intensificou substancialmente após a crise financeira de 2008 e os escândalos financeiros de grandes multinacionais como a Enron, WorldCom e Tyco International, que estavam estreitamente relacionados aos níveis de remuneração executiva praticados nestas empresas (HODGSON APUD FUNCHAL; TERRA, 2006; FUNCHAL; TERRA, 2006). Grande parte desses estudos diz respeito à influência que a remuneração executiva exerce no desempenho econômico e financeiro das empresas além de estudos acerca de pacotes de remuneração baseados em incentivos, tais como opções para compra de ações; distribuição de ações; bônus por desempenho; e até ameaça de demissão em caso de não obtenção de desempenho esperado (FISCH et al., 2017b;

GORANOVA et al., 2017; MURPHY, 1985; CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1998; BEUREN, SILVA E MAZZIONI, 2014; FAMA, 1980).

No Brasil, entretanto, a maioria dos estudos realizados indicam que não há uma relação entre remuneração e desempenho das firmas (CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007; FUNCHAL; TERRA, 2006; NARDI et al., 2007; BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014b). Todavia, Aguiar e Pimentel (2017) analisaram 333 empresas entre 2011 e 2015 e identificam uma relação bidirecional entre remuneração e desempenho, ou seja, empresas listadas tendem a ajustar o nível de remuneração ao desempenho do período anterior.

Os pacotes de remuneração também são fonte de interesse das pesquisas sobre o tema. Murphy (1999) verificou que a maior parte desses pacotes são compostos por salário base, bônus atrelado ao desempenho contábil da empresa (incentivos de curto prazo) e a opção por ações (incentivos de longo prazo), sendo que as formas de remuneração variável são responsáveis por atrelar a remuneração ao desempenho da empresa.

Os acionistas seriam os mais adequados e interessados no monitoramento e decisão acerca da remuneração executiva pois são eles que incorrem em maior risco. Além disso, eles possuem maior incentivo para acompanhar as propostas de remuneração e fazer a análise sobre sua vinculação com o desempenho das firmas (ROBERT, 2014).

2.2 Ativismo

O ativismo pode ser considerado como um mecanismo de combate ao problema de agência entre os acionistas e os administradores, uma vez que ressalta as falhas cometidas pela administração e tem desempenhado um papel fundamental no processo de decisão das empresas (GORANOVA; RYAN, 2014; SMITH, 1996; SCHAEFER; HERTRICH, 2013).

O surgimento do ativismo pelos acionistas data, aproximadamente, nos meados de 1980, devido ao crescimento de acionistas institucionais, que se engajaram para conseguir que as empresas investidas obtivessem um desempenho superior. Nos últimos anos, sua ênfase têm sido em dispender maior atenção nas empresas com desempenho mais fraco

em sua carteira e pressionar a gestão de tais firmas a melhorar o desempenho, aumentando valor para o acionista (GILLAN E STARKS, 2000, p. 276; DENES ET AL., 2017).

Os acionistas ativistas, apesar de frequentemente não satisfeitos com a forma pela qual a empresa é gerida, buscam mudanças, mas sem grandes alterações na estrutura delas. Eles poderiam, simplesmente, votar com seus pés – “*the Wall Street walk*”, através da venda de suas ações, o que caracteriza um mecanismo de saída. Entretanto, acionistas insatisfeitos que optam por manter suas ações possuem duas opções: não fazer nada ou expressar sua insatisfação usando algum meio de ativismo, que é um mecanismo de voz (GILLAN; STARKS, 2007; STATHOPOULOS; VOULGARIS, 2016).

Ao estudar os antecedentes que motivaram o ativismo por parte dos acionistas tanto em países com sistema legal baseado no *common law* tanto no *civil law*, Judge et al., (2010) demonstraram que eles focam seu interesse em uma determinada firma para promover o desempenho econômico e, também, a performance social da firma. Destaca-se a associação positiva entre o tamanho da firma e a rentabilidade passada com o ativismo social. Já o ativismo financeiro é negativamente associado com a rentabilidade passada e a concentração de propriedade (JUDGE; GAUR; MULLER-KAHLE, 2010).

A maior parte dos estudos sobre ativismo se concentram no contexto anglo-saxão e, de acordo com (GORANOVA et al., 2017), vem mudando rapidamente a forma como corporações norte americanas pensam e agem acerca do assunto. Nos Estados Unidos (EUA), vários estudos foram feitos relacionando o impacto do ativismo com o tamanho da firma; práticas organizacionais; estabelecimentos de relações com investidores; uso de códigos de ética; políticas de ambiente organizacional; desempenho corporativo e remuneração executiva (RAO E SIVAKUMAR, 1999; STEVENS ET AL., 2005; CHOWDBURY E WANG, 2009; REID E TOFFEL, 2009; DAVID ET AL., 2007 APUD GORANOVA et al., 2017; CAI E WALKLING, 2011; ZARPOFF ET AL., 1996).

Além destes, destacam-se estudos que evidenciam o papel da liquidez, uma vez que esta incentiva os acionistas a adquirir grandes percentuais de ações e a aumentar a participação no monitoramento (MAUG, 1998; COFFEE, 1991; BHADE, 1993 APUD STATHOPOULOS; VOULGARIS, 2016). Cabe, ainda, destacar a importância dos investidores institucionais no contexto da expansão do ativismo em países anglo-saxões.

Uma vez que seus investimentos são geralmente elevados, o que contrabalança os custos despendidos com monitoramento (MIETZNER; SCHWEIZER, 2007, p. 31)

Por fim, vale ressaltar as mais variadas formas pelas quais o ativismo é realizado dentro da firma. Alguns dos recursos são: direito a voto nas assembleias de acionistas; diálogo com a gestão da empresa; comunicação externa; resoluções de acionistas; ação judicial nos tribunais, dentre outros (SCHAEFER; HERTRICH, 2011).

2.3 “*Say on Pay*”

A remuneração executiva vem se destacando como um dos maiores alvos do ativismo de acionistas. Isso ocorre porque o nível de remuneração executiva é, por si só, uma razão para elevados custos de agência. O propósito deste mecanismo interno é promover melhor transparência através de novas formas de expressão dos acionistas, promovendo assim, a eficiência da governança (CONYON; SADLER, 2010).

Os acionistas adquirem maior influência sobre as decisões relacionadas ao pacote de remuneração à medida que o grau de concentração de propriedade aumenta. Quando a propriedade é dispersa, os acionistas têm pouco incentivo para monitorar a remuneração, e o tema sofre forte influência da gestão da empresa, que pode dominar as assembleias. Estudos internacionais mostram que a remuneração é maior em empresas com maior dispersão acionária (PINTO; LEAL, 2013).

Desde 2003 as empresas do Reino Unido disponibilizam aos seus acionistas um relatório contendo informações sobre o pacote de remuneração de seus executivos, que é posto para votação, podendo ser aprovado ou não pelos acionistas. Inicialmente, este voto dos acionistas era considerado consultivo (*advisory* ou *non-binding*), não sendo a empresa obrigada a mudar sua prática. Em 2013, entretanto, o Reino Unido modificou as regras pelas quais a remuneração executiva era regida, e o voto passou a ser vinculativo (*binding*) para as empresas listadas, o que obriga as empresas a cumprir o estabelecido no resultado da votação. A partir daí, várias configurações de “*Say on Pay*” passaram a ser adotadas em diversos países. Os Estados Unidos estabeleceram arranjos de “*Say on Pay*” baseados, inicialmente, nos padrões já existentes no Reino Unido, que foram aprimorados com o estabelecimento da Lei *Dodd-Frank*, em 2010, a qual instituiu o voto não

vinculativo sobre a remuneração executiva (FISCH et al., 2017b; STATHOPOULOS; VOULGARIS, 2016).

Um crescente número de estudos sobre o tema vem sendo realizados ao longo dos anos, especialmente devido à preocupação acerca da remuneração excessiva, apontada como uma das principais causas do colapso do setor financeiro nos anos 2000 (ERTIMUR; FERRI; MUSLU, 2011; FISCH et al., 2017b). A lógica por trás do “*Say on Pay*” se dá no sentido que um monitoramento maior dos acionistas acarretaria em níveis menores de remuneração, além de incentivar os Conselhos a vincular mais efetivamente o nível de remuneração ao desempenho da firma, aumentando a *accountability* da diretoria (FISCH et al., 2017b).

Há, ainda, estudos que analisam a reação de mercado à introdução do “*Say on Pay*” (CAI; WALKLING, 2011; LARCKER; ORMAZABAL; TAYLOR, 2011). Outros estudos se concentram nas mudanças sofridas pelas práticas de remuneração, as quais indicariam um aumento do alinhamento entre os interesses dos acionistas e dos executivos, como por exemplo uma diminuição da remuneração do CEO e/ou dos membros do Conselho de Administração. Estes últimos, porém, geralmente encontram fracas evidências para suportar essa suposição (FERRI; MABER, 2013) (TROEGER; WALZ, 2017); (CORREA; LEL, 2016).

A maior parte dos estudos sobre “*Say on Pay*” se dão no Reino Unido e nos Estados Unidos, e o foco principal se dá em estabelecer quais são os fatores relevantes para a rejeição dos pacotes de remuneração que são propostos e votados nas Assembleias Gerais (TROEGER; WALZ, 2017; COTTER *ET AL.*, 2013 *APUD* TROEGER E WALZ (2017). De acordo com Ertimur et al., (2013), os acionistas focam seu ativismo em empresas com altas remunerações do CEO, bem como em empresas que apresentam desempenho econômico aquém do esperado. Em seu estudo com remunerações executivas de 2010, Balsam et al., (2016) encontram que as firmas impactadas com o “*Say on Pay*” diminuíram seus níveis de remuneração executiva bem como as tornaram mais atreladas à performance das empresas. Ertimur et al., (2011) fazem essa análise e chegam à conclusão que os acionistas concentram suas ações ativistas em firmas com alta remuneração do CEO (Chief Executive Officer), porém dão seu suporte através do voto apenas em empresas que apresentam excesso de remuneração. Empresas que sofreram alvo de campanhas “*vote-no*” experimentaram uma diminuição expressiva de seu nível

de pagamento aos CEO's. Balsam et al., 2016), por sua vez, investigam o impacto do "Say on Pay" nas remunerações executivas de 2010. Os resultados do estudo demonstram que as firmas reduziram a remuneração e fizeram com que esta fosse mais baseada na performance. Destaca-se que a diminuição da remuneração foi maior nas empresas que apresentavam anteriormente uma remuneração excessiva dos CEO's.

Correa e Lel (2016) fizeram um estudo com 38 jurisdições e se atentaram, especificamente, na correlação entre o "Say on Pay" e o desenho dos pacotes de remuneração, fazendo distinção entre a remuneração do CEO e de outros membros do Conselho. Após adoção das leis de SOP, observou-se uma redução nos níveis de remuneração do CEO, a qual passou a se aproximar da remuneração dos outros membros do Conselho de Administração. Fisch et al., (2017b) procuram identificar quais fatores levam a um baixo índice de aprovação das propostas de remuneração executiva. Eles consideram os efeitos do nível de pagamento, sensibilidade performance-pagamento e desempenho da empresa. O resultado da pesquisa indica que o que realmente importa para a rejeição das propostas é como está a performance da empresa.

Na Alemanha, Troeger e Walz (2017) analisam 34 firmas listadas na bolsa alemã (DAX) entre os anos de 2006 e 2014 para investigar o impacto da legislação do "Say on Pay", introduzida em 2009. Os resultados demonstraram que a votação teve um efeito negativo na remuneração dos membros do conselho, especialmente na remuneração dos membros que entraram recentemente.

Na Coreia do Sul, com a alteração da Lei de Serviços de Investimentos Financeiros e Mercado de Capitais (FISCMA) em 2013, o *disclosure* da remuneração executiva foi ampliado. Estudo de Kim et al., (2017), investiga se essa alteração na lei afetou o nível de remuneração e a relação pagamento-performance. Entre os resultados, eles não encontram uma redução significativa no nível de remuneração e a divulgação da remuneração dos pares afetou positivamente a remuneração dos diretores no grupo com menores pagamentos. O desempenho da firma foi positivamente afetado apenas naquelas com boa governança corporativa (KIM; LEE; SHIN, 2017).

2.3.1 "Say on Pay no Brasil"

No Brasil, o direito de avaliação da remuneração executiva pela Assembleia Geral é antigo. A Lei 6.404 de 1976, que dispõe sobre as Sociedades Anônimas, em seu Art. 152 diz que a Assembleia Geral “*fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação [...]*” (Redação dada pela Lei 9.457/1997). Entretanto, o nível de divulgação teve um avanço recentemente. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) promulgou a Instrução (Inst.) 480, de 7 de dezembro de 2009, a qual introduziu a obrigatoriedade da divulgação do Formulário de Referência (FR). O conteúdo requerido pelo FR, presente no Anexo 24, possui o tópico 13, o qual estabelece uma série de dados que devem ser divulgados acerca da remuneração dos membros da administração.

No mesmo ano, a CVM divulgou a Inst. CVM 481, de 17 de dezembro de 2009, a qual dispõe, dentre outros assuntos, acerca de pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em Assembleias Gerais de acionistas. O seu Artigo 12, dispõe que sempre que a Assembleia Geral dos acionistas for convocada para aprovar o plano de remuneração, a companhia deve fornecer, no mínimo, os seguintes documentos e informações: proposta de remuneração dos administradores e informações indicadas no item 13 do FR.

Inicialmente, a CVM exigiu que as remunerações de cada um dos administradores de companhias abertas fossem abertamente divulgadas. Porém, após a Audiência Pública nº 07/2018, a CVM optou por restringir a divulgação apenas da remuneração máxima, mínima e média. A CVM argumenta que essa divulgação seria uma forma de tornar eficaz o julgamento do mercado acerca da governança e dos mecanismos de incentivo das empresas (GONÇALVES, 2015). Apesar disso, de acordo com o IBGC, em 2013, 46 empresas se apoiavam na Liminar do Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF), na qual permite a não divulgação do item 13.11 do FR. No Anuário de Governança Corporativa da Revista Capital Aberto de 2014, das 100 empresas com maior volume de ações negociadas na Bovespa, 33 empresas se amparavam nesta liminar. Já no último anuário realizado em 2017/2018, das 150 empresas com maior volume de ações negociadas na B3, 42 empresas não divulgaram as remunerações com base na liminar.

Barros et al., (2017) 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.

Em 23 de maio de 2018, porém, o Tribunal Regional Federal (TRF) da 2ª Região reverteu, por unanimidade, essa liminar do IBEF que já vigorava há 8 anos. A Amec (Associação de Investidores no Mercado de Capitais) participou do processo e afirmou que a divulgação da remuneração não viola a privacidade e a informação é sim, fundamental para uma análise mais efetiva a respeito das empresas investidas. Porém, o IBEF afirma que cabem recursos no Superior Tribunal de Justiça e irá recorrer da decisão do TRF ([AMEC, 2018](#)).

Em 2011 ocorreu a primeira evidência de ativismo relacionado à remuneração no Brasil. A empresa PDG *Realty* teve sua proposta de remuneração rejeitada pelos acionistas na assembleia geral por 60% dos presentes (CARVALHO; TORRES, 2011). Nestes casos a CVM orienta a convocação de uma nova assembleia para deliberar sobre o assunto. Empresas especializadas em recomendações de voto (*proxy advisories*) aumentaram sua atuação no mercado brasileiro. Por exemplo, 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, 2011b).

A Inst. 561, de 7 de abril de 2015, por sua vez, alterou e acrescentou dispositivos às Instruções 480 e 481, de 2009. Foram acrescentados ao artigo 21 da Inst. 480 a divulgação dos mapas sintéticos de votação relativos à assembleia geral ordinária. De acordo com o parágrafo 6, a ata deve indicar quantas aprovações, rejeições e abstenções cada deliberação recebeu (CVM, 2015, p. 1). Essa Instrução instaurou o voto à distância, através do Art. 7º, o qual introduziu o Capítulo IIIA – Votação a Distância. De acordo com este artigo, o acionista pode exercer o voto em assembleias gerais por meio do preenchimento e entrega do Boletim de Voto à Distância. A exigência da instauração do voto à distância, de acordo com o Art. 11, foi facultativa às companhias abertas para o exercício de 2016. Observou-se, entretanto, a adoção voluntária de seis companhias, de acordo com (BRANDÃO, 2016). Para o exercício de 2017, as empresas com pelo menos uma espécie ou classe de ações de sua emissão compreendida no Índice Brasil 100 (IBrX-100) ou Índice Bovespa (IBOVESPA) foram obrigadas a cumprir com a exigência da

votação à distância nas Assembleias. Por fim, em 1º de janeiro de 2018, conforme o Art. 11, o voto à distância se torna obrigatório para todas as companhias abertas listadas na categoria A (registro que autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários) e autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores. Com esta nova obrigatoriedade, surge novas possibilidades para o ativismo de acionistas em relação à remuneração, uma vez que a votação foi facilitada e pode ser realizada online, não sendo mais necessário a presença física nas Assembleias Gerais por parte dos acionistas.

Os estudos sobre “*Say on Pay*” no Brasil encontram-se em um estágio inaugural, dado que as leis que asseguram aos acionistas uma voz ativa sobre o pacote de remuneração executiva são recentes. Até onde se pode verificar, não há estudos sobre os determinantes da rejeição às propostas de remuneração nas empresas de capital aberto listadas na B3.

3. METODOLOGIA

Neste tópico, a população e seleção da amostra são apresentados, bem como a definição das variáveis e técnicas estatísticas uni e multivariadas para o tratamento e a análise dos dados.

3.1 População e Amostra

A população deste estudo é determinada pelas Empresas Brasileiras de capital aberto listadas na B3 (Brasil Bolsa Balcão). A natureza das informações utilizadas é de fonte secundária, pois os dados foram coletados nas atas e mapas de votação das Assembleias Gerais de acionistas, disponíveis no endereço eletrônico da CVM.

Foi realizado um corte de liquidez na constituição da amostra, ou seja, foram selecionadas empresas cujas ações tenham sido negociadas em pelo menos 80% dos pregões da B3 nos anos 2015 e 2016. Além disso, outra restrição foi imposta à amostra, qual seja, a exigência de estar listada nos 4 anos observados (2015 a 2018), excluindo-se então, aquelas que abriram e/ou fecharam capital no período analisado. Estes dois procedimentos resultaram em 181 empresas como amostra. Foram necessárias, entretanto, duas exclusões, pois os dados de nem todas as 181 empresas puderam ser observadas em todos os anos de análise. As empresas OSX BRASIL e INEPAR S.A, por estarem em recuperação judicial, não disponibilizaram dados para serem observados, amparados no art. 36 da Inst. CVM nº 480. Portanto, o número de amostras final da pesquisa consiste em 179 empresas.

3.2 Obtenção de Dados

De acordo com a Lei 6.404/1976, no artigo 132 dispõe que anualmente, nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá ocorrer uma assembleia geral para deliberação de vários assuntos, dentre eles, a fixação da remuneração de diretores e conselheiros. Portanto, foram analisadas 895 atas de Assembleias Gerais e

1.074 mapas de votação consolidado e mapas de votação à distância, totalizando 1.253 documentos de Assembleias Gerais analisados dos anos 2015 a 2018.

Os dados referentes às propostas de remuneração para os anos de 2015 a 2018 foram obtidos nas Atas da Assembleia Gerais de Acionistas divulgadas no endereço eletrônico da CVM. Para os anos de 2015 e 2016 foram obtidos apenas o resultado das votações, ou seja, se a proposta de remuneração foi aceita ou rejeitada, e se aceita por maioria ou unanimidade. Em 2016 puderam também ser observados mapas de votação, com os resultados das votações e os percentuais de votos, das poucas empresas que voluntariamente adotaram o voto à distância naquele ano. Já para os anos de 2017 e 2018, além do resultado da votação, tem-se também os percentuais de votos favoráveis, contrários e abstenções das propostas. Para este estudo, os índices de rejeição serão calculados como a soma dos votos contrários e as abstenções, conforme (FERRI; MABER, 2013).

As informações coletadas relevantes para esta pesquisa foram: total de ações votantes e quantidades de ações a favor, contra ou abstenção; total de votos à distância e suas respectivas quantidades de votos a favor, contrários e abstenção; aprovação ou rejeição da proposta de remuneração; se aprovada, por maioria ou por unanimidade, e o valor da proposta de remuneração.

Como o objetivo da pesquisa é a determinação dos fatores que levam os acionistas a rejeitarem tais propostas, e com base no referencial teórico da seção anterior, tem-se que dados relativos ao desempenho, remuneração e governança corporativa das empresas analisadas também foram coletados. Para tal, a base de dados utilizada foi a COMDINHEIRO®.

3.3 Descrição das Variáveis

São discriminadas a seguir, na Tabela 1, as variáveis a serem observadas no estudo, tendo-se por base estudos anteriores envolvendo “*Say on Pay*”. As variáveis são classificadas como variáveis dependentes, de interesse (independentes) e de controle.

Tabela 1: Descrição das Variáveis do Modelo

Variável	Descrição
Dependente	
PERCREJ	Índice de rejeição às propostas de remuneração executiva nos anos de 2016 a 2018.
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	Retorno sobre o Ativo - Lucro Líquido sobre o Ativo Total
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
CRESCRL	Varição percentual da Receita Líquida em relação ao ano anterior
LIQUIDEZ	Índice de liquidez das ações
EBITDA	Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização.
QTOBIN	Valor de Mercado das ações mais as dívidas, dividido pelo ativo total da empresa
MKTBOOK	“ <i>Market-to-Book</i> ”: Razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa, também chamado de <i>Book-to-market</i> . (CORE; GUAY; LARCKER, 2008)
Remuneração	
PROPOSTREM	Valor da Proposta de Remuneração apresentada na Ata da Assembleia Geral das empresas
REMCEO	Valor da Remuneração do CEO.
REMCONACOES	Valor da Remuneração do Conselho baseada em ações.
REMCONBONUS	Valor da Remuneração do Conselho baseada em bônus.
REMCONTOT	Valor total da Remuneração do Conselho.
REMDIRACOES	Valor da Remuneração da Diretoria baseada em ações.
REMDIRBONUS	Valor da Remuneração da Diretoria baseada em bônus.
REMDIRTOT	Valor total da Remuneração da Diretoria.
DREMEXCESSO	Variável Binária que assume o valor igual a 1 caso apresente remuneração em excesso conforme metodologia (CORE; GUAY; LARCKER, 2008) e 0, caso contrário.
VARSENSPAYPERF	Sensibilidade performance-pagamento da remuneração total do CEO conforme metodologia de (CORE; GUAY, 2002)
REMTOTDIREBITDA	Remuneração Total dos membros da Diretoria dividida pelo Ebitda
REMTOTCONSEBITDA	Remuneração Total dos membros do Conselho de Administração dividida pelo Ebitda
DIFPROPMESETOR	Relação entre o valor proposto de remuneração e a remuneração média do setor

DREMDIRACOES	Variável binária que assume o valor 1 quando a Diretoria da empresa possui remuneração baseada em ações e 0, caso contrário
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	
QTDMEMCON	Quantidade de Membros do Conselho de Administração
QTDMEMDIR	Quantidade de Membros da Diretoria
QTDMEMCONREM	Quantidade de Membros do Conselho de Remuneração
PERCMAIORACIONON	Percentual de ações ON detido pelo maior acionista
PERCMAIORACIONTOT	Percentual de ações totais 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
DNIVGOV	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
PERCMEMIND	Percentual de membros independentes no Conselho de Administração
Variáveis de Controle	
SIZE	Tamanho da empresa determinado pelo logaritmo natural dos ativos totais
ENDIV	Endividamento mensurado pela relação entre o passivo total e o ativo total

Fonte: Dados da Pesquisa.

Para o ano de 2015, assume-se que as aprovadas por maioria apresentam algum grau de rejeição. Esse critério de considerar aprovação por maioria como representativo de algum índice de rejeição, foi utilizado em alguns estudos, e também, é classificado assim pela Ata da Assembleia Geral de Acionistas das empresas listadas na B3 (CONYON; SADLER, 2010; GILLAN; STARKS, 2007; FERRI; MABER, 2013; THOMAS; COTTER, 2007).

As variáveis de desempenho estão inseridas em muitos estudos sobre “*Say on Pay*” como um dos fatores mais impactantes no índice de rejeição às propostas dos acionistas. A maior parte deles sugerem que empresas com alto desempenho estão menos sujeitas à rejeição de suas propostas de remuneração. As principais variáveis utilizadas como proxy do desempenho são o ROA, ROE, MTB e Valor de Mercado (CORE ET AL., 1998; MURPHY 1999; CONYON 2016; CONYON E SADLER 2010; STATHOPOULOS E VOULGARIS 2016. Outros estudos também apontam que a liquidez das ações também é uma variável relevante, pois seu aumento desencoraja o uso do mecanismo de voz por parte dos acionistas (GILLAN; STARKS, 2000).

Dentre as variáveis de remuneração, destaca-se as variáveis de proporção da remuneração total que é baseada em ações e em bônus tanto dos membros da diretoria como dos membros do Conselho de Administração. De acordo com Murphy (1999), esses dois tipos de instrumentos financeiros são componentes fundamentais na remuneração dos executivos nos EUA. Esses planos de opções de ações, segundo Santos e Perobelli (2009), se elaborados no sentido de alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, contribuem para mitigação dos conflitos de agência. Desta forma, remunerações baseadas em bônus e/ou ações influenciariam negativamente o índice de rejeição às propostas de remuneração.

Além disso, levando em consideração a relevância da remuneração em relação à lucratividade das empresas, as variáveis de remuneração total da diretoria e do conselho em relação ao Ebitda são as proporções das remunerações em relação ao EBITDA, variável muito utilizada pelas empresas para medir a sua lucratividade (MALVESSI; FILHO, 2016). Além destas, os altos níveis de remuneração e remuneração em excesso do CEO são as variáveis que atraem maior dissidência entre os acionistas, levando assim, a rejeição das propostas de remuneração (CONYON, 2016; KRAUSE ET AL., 2014 E FISCH ET AL., (2017).

A determinação da remuneração em excesso do CEO é realizada em duas etapas. Na primeira etapa, através da metodologia de Funchal e Terra (2006), é realizada uma regressão para obter os determinantes da remuneração total dos executivos. Essa metodologia foi utilizada em vários países, inclusive no Brasil, permitindo comparações de resultados. Na segunda etapa, utiliza-se a metodologia de Core et al., (1998), para determinação da parte relativa ao excesso da remuneração total (SOUZA, 2014). De

acordo com os autores, o resíduo da equação realizada na primeira etapa pode ser utilizado como uma *proxy* para medir a remuneração em excesso.

No primeiro procedimento, a regressão para determinação da remuneração total dos executivos resulta no modelo econométrico a seguir (FUNCHAL; TERRA, 2006):

$$Y_i = \alpha + \beta_1 DESEMPENHO_i + \beta_2 GOVERNAN\c{C}A_i + \beta_3 EXECUTIVOS_i + \beta_4 SIZE_i + e_i \quad (1)$$

Em que:

Y_i é a remuneração executiva total para a empresa i ;

$DESEMPENHO_i$ são os indicadores de desempenho, compostos por ROA, SDROA (risco operacional), e Q (q de Tobin);

$GOVERNAN\c{C}A_i$ são características de governança das empresas, compostas por: tamanho do conselho de administração; idade dos conselheiros; dualidade; número de conselheiros independentes; e concentração acionária;

$EXECUTIVOS_i$ são características da diretoria, compostas por idade média dos executivos; dos executivos; e número de executivos;

$SIZE_i$ é o tamanho da empresa.

Após a estimação da Remuneração executiva, obtém-se o resíduo desta equação que é considerado como a remuneração em excesso. A segunda etapa é determinar se há excesso de remuneração através da subtração da remuneração executiva observada pelo resíduo da equação 1. Então,

$$EXCESSO_i = Y_f - \hat{Y}_f \quad (2)$$

Em que, Y_f é a remuneração executiva total da empresa f , e \hat{Y}_f é a remuneração executiva total da empresa f estimado pela regressão 1. Dessa forma, a variável binária DREMEXCESSO assume valor 1 quando o resultado da equação 2 for positivo e 0, caso contrário.

A variável VARSENPAYPERF também aparece em diversos estudos sobre os determinantes da rejeição de propostas de remuneração. Quando a empresa apresenta uma remuneração de seus executivos com baixa sensibilidade em relação ao seu desempenho, acionistas tendem a votar contra as propostas de remuneração destas empresas (STATHOPOULOS; VOULGARIS, 2016; CARTER; ZAMORA, 2007; FISCH et al., 2017; CONYON, 2016). Várias são as formas de cálculo desta variável, e dada a escassez de dados aprofundados das empresas brasileiras, a metodologia utilizada neste trabalho é a de Hall e Knox (2004), que é baseada e adaptada de Jensen e Murphy (1990), e representa a mudança que ocorre no pagamento do executivo para cada unidade monetária de mudança na riqueza do acionista:

$$Senpayperf_i = \frac{\Delta \text{ remuneração executiva total}_{t,t-1}}{\Delta \text{ valor de mercado das ações}_{t,t-1}}$$

Em relação às variáveis de governança, empresas com Conselhos de Administração maiores possuem maiores índices de rejeições de seus acionistas às propostas de remuneração (CONYON, 2016; CONYON; SADLER, 2010; CAI; WALKLING, 2011). Ademais, firmas com uma proporção maior de membros independentes no Conselho terão mais rejeições às suas propostas de remuneração (CONYON, 2016; CONYON E SADLER, 2010; FERRI; MABER, 2013). Além disso, empresas que possuem alta concentração acionária nas mãos de investidores institucionais também são propícias a maior rejeição às suas propostas de remuneração (STATHOPOULOS; VOULGARIS, 2016; FERRI; MABER, 2013; ERTIMUR; FERRI; OESCH, 2013).

Por fim, as variáveis de controle são aquelas relacionadas ao tamanho da firma e seu respectivo endividamento, uma vez que essas variáveis podem influenciar nas variáveis dependentes, e conseqüentemente, nas análises e resultados do estudo. Estudos internacionais mostram que grandes empresas e empresas com maior endividamento atraem mais a atenção de acionistas ativistas. (CONYON; SADLER, 2010; THOMAS; COTTER, 2007; ERTIMUR ET AL., 2013)

3.4 Hipóteses da Pesquisa

Tendo em vista o objetivo deste estudo de determinar os fatores que influenciam no índice de rejeição às propostas de remuneração executiva dos acionistas nas Assembleias Gerais,

e de acordo com a literatura nacional e internacional sobre “*Say on Pay*”, a qual relaciona o índice de rejeição com características de desempenho, remuneração e governança das empresas, foram construídas três hipóteses para o problema de pesquisa.

A primeira hipótese foi formulada com o objetivo de determinar se as variáveis de desempenho afetam os índices de rejeição às propostas de remuneração, conforme vários estudos previamente citados (CONYON, 2016; STATHOPOULOS; VOULGARIS, 2016; FISCH ET AL., 2017):

H1: O índice de rejeição às propostas de remuneração executiva das empresas é influenciado negativamente pelo desempenho das empresas.

A segunda hipótese diz respeito às características de remuneração, em que analisa-se a influência que a remuneração, remuneração em excesso e sensibilidade pagamento-performance tem no índice de rejeição às propostas de remuneração (CONYON, 2016; FISCH et al., 2017; KRAUSE et al., 2014) então:

H2a: A presença de remuneração em excesso influencia positivamente no índice de rejeição às propostas de remuneração executiva das empresas analisadas;

H2b: As remunerações executivas altas e proporcionalmente maiores que a média no setor que a empresa está inserida influenciam positivamente no índice de rejeição às propostas de remuneração executiva das empresas;

H2c: Sensibilidade pagamento-performance das empresas influencia negativamente no índice de rejeição às propostas de remuneração executiva das empresas.

A terceira e última hipótese se refere às características de governança corporativa das empresas, que, conforme estudos anteriores, também possuem influência sobre o índice de rejeição às propostas de remuneração executiva (CONYON, 2016; CAI; WALKLING, 2011; ERTIMUR ET AL., 2010; STATHOPOULOS; VOULGARIS, 2016), então:

H3: As boas práticas de governança corporativa impactam negativamente no índice de rejeição às propostas de remuneração executiva das empresas.

Essas hipóteses, se verdadeiras, contribuirão para identificar os fatores que contribuem para o índice de rejeição às propostas de remuneração apresentado pelas empresas.

3.5 Análise de Dados

A análise dos dados se dará através de estatística descritiva, análise de correlações entre as variáveis, testes de diferenças de médias e proporções entre as empresas com algum nível de rejeição e as com propostas aprovadas por unanimidade, e finalmente, com modelos multivariados do tipo logit. A seguir, os detalhes dos modelos multivariados de análise.

Por meio da regressão logística, espera-se identificar quais variáveis são estatisticamente significantes na determinação da rejeição das propostas de remuneração votadas em Assembleias Gerais.

A pesquisa trabalha com dois ambientes informacionais distintos a respeito dos resultados das votações. Em 2015 e 2016, a variável binária observada é a DAPR, conforme aprovação por unanimidade (DAPR=0) ou com algum nível de rejeição (DAPR=1). A partir de 2017 (e algumas poucas empresas de forma voluntária em 2016), com os boletins de voto à distância, pôde ser observada a variável quantitativa PERCREJ, que indica o percentual de votos contrários à proposta. As duas variáveis demandam abordagens econométricas distintas, quais sejam:

Para a variável DAPR, a abordagem será a do modelo logístico aplicado conforme a equação (3) abaixo especificada, e tem-se que as variáveis utilizadas são conforme a seção 3.3 deste estudo.

$$DAPR_i = \ln \frac{p}{1-p} = \alpha + \beta_1 DESEMPENHO_{i,t-1} + \beta_2 REMUNERAÇÃO_{i,t-1} + \beta_3 GOVERNANÇA_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 ENDIV + u_i \quad (4)$$

Em que:

- $DAPR_{i,t-1}$ = variável binária de aprovação por maioria ou unanimidade;
- $SIZE_{i,t-1}$ = tamanho da empresa i , no período $t-1$;
- $DESEMPENHO_{i,t-1}$ = variáveis de desempenho da empresa i , no período $t-1$;
- $REMUNERAÇÃO_{i,t-1}$ = variáveis de remuneração da empresa i , no período $t-1$;

- $SIZE_{i,t-1}$ = tamanho da empresa i , no período $t-1$;
- $ENDIV_{i,t-1}$ = endividamento da empresa i , no período $t-1$;

Para se realizar a estimação a variável dependente relativa ao percentual de rejeição observado nos boletins de voto, pode-se utilizar o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) ou o Método da Máxima Verossimilhança (MV). O método dos mínimos quadrados ordinários, porém, pode prever probabilidades fora do intervalo 0-1 (GREENE, 2012 APUD CONYON, 2016). Uma vez que a variável dependente deste estudo é um percentual, ou seja, varia entre 0 e 1, o MQO não pode ser aplicado diretamente. É aplicado, então, a metodologia de Bernoulli de quase verossimilhança, para observar valores em todo o intervalo 0 e 1, sem precisar ajustar os dados nos pontos extremos. Esse método é melhor aplicado em dados em painel balanceado, como é o caso deste estudo (PAPKE E WOOLDRIDGE, 1996; PAPKE E WOOLDRIDGE, 2008). Então, o modelo pretende determinar quais são as variáveis que influenciam os percentuais de rejeição às propostas de remuneração executiva, sendo:

$$PERCREJ_{i,t} = \alpha + \beta_1 DESEMPENHO_{i,t-1} + \beta_2 REMUNERAÇÃO_{i,t-1} + \beta_3 GOVERNANÇA_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ENDIV_{i,t} \quad (6)$$

Em que:

- $PERCREJ_{i,t}$ é a variável dependente relativa ao percentual de rejeição as propostas de remuneração;
- $DESEMPENHO_{i,t-1}$ são as variáveis de desempenho descritas anteriormente, que serão utilizadas de forma alternada nos modelos;
- $REMUNERAÇÃO_{i,t-1}$ são as variáveis relacionadas à remuneração executiva descritas anteriormente, que também serão utilizadas alternadamente;
- $GOVERNANÇA_{i,t-1}$ são as variáveis de governança descritas anteriormente, utilizadas de forma alternada;
- $SIZE_{i,t}$ é a variável de controle referente ao tamanho da empresa;
- $ENDIV_{i,t}$ é a variável de controle referente ao endividamento da empresa;

Os dados utilizados no estudo se referem a várias características relativas a uma amostra de 179 empresas no período que vai de 2015 até 2018. Dessa forma, o tipo de dados utilizados é o de Dados em Painel. De acordo com (GUJARATI, 2006, p. 513), nos dados em painel, também chamados de dados combinados, “a mesma unidade de corte

transversal (uma família, uma empresa, um estado) é acompanhada ao longo do tempo”.

A análise de dados em painel já é bastante utilizada em estudos na área de economia, porém, em outras áreas, como administração e contabilidade, a utilização desta técnica está em ascensão no Brasil (GREENE, 1987 APUD CHAVES DA SILVA ET AL., 2010).

Como cada empresa possui o mesmo número de observações temporais, o painel obtido é fortemente balanceado e, dadas as características bem discrepantes entre as empresas da amostra, todos os modelos foram regredidos considerando-se erros robustos. Os testes de Chow, Hausman e Breuch-Pagan foram realizados e, inferiu-se que a melhor abordagem é a de efeitos aleatórios.

Vários estudos com variável dependente na forma de uma proporção (varia de 0 a 1, inclusive) e dados em painel utilizaram o Métodos Quadrados Generalizados, através da quase verossilhança, considerando painel balanceado e erros robustos. Os coeficientes dessa regressão podem ser vistos como uma estimação para a probabilidade de se ocorrer votos contrários às propostas (PAPKE, 2005; HAUSMAN E LEONARD, 1997; LIU ET AL., 1999; WAGNER, 2001 E 2003 E HARDIN E HILBE, 2007 APUD PAPKE; WOOLDRIDGE, 2008).

3.6 Limitações da Pesquisa

A limitação da pesquisa mais relevante se refere ao relativo curto período de tempo que a análise dos determinantes dos índices de rejeição às propostas de remuneração foi submetida. Uma vez que a divulgação dos percentuais e mapas de votação das Assembleias Gerais só ocorreu de forma voluntária por algumas empresas em 2016, de forma obrigatória para as listadas no Ibovespa e IBRX-100 a partir de 2017, e obrigatória para todas as empresas a partir de 2018, a análise dos percentuais de rejeição é limitado aos anos de 2016 a 2018.

Outra limitação da pesquisa diz respeito à qualidade das informações obtidas. Uma vez que as informações foram fornecidas pelas próprias empresas e divulgadas no endereço eletrônico da CVM, espera-se que sejam informações verídicas. Também em relação aos dados obtidos nas atas das Assembleias Gerais de Acionistas, destaca-se que em muitas atas das Assembleias não foram encontradas todas as informações buscadas.

4. RESULTADOS

O presente estudo é conduzido através de testes univariados e multivariados. As variáveis foram winsorizadas ao nível de 0.025, diminuindo assim a influência de outliers na amostra. Além disso, foram utilizados os logaritmos naturais das variáveis de remuneração que possuem valores numéricos positivos em reais nas análises estatísticas e testes. A primeira análise realizada foi a estatística descritiva entre os anos de 2015 a 2018, conforme Tabelas 2, 3 e 4. Posteriormente, a correlação entre as variáveis é mostrada nas Tabelas 5 e 6. Na sequência, foram realizados testes de diferença de média entre as variáveis quantitativas e testes de diferença de proporção entre as variáveis qualitativas, conforme Tabelas 7 e 8. Por fim, nas Tabelas 9 e 10, os modelos Logit realizados para as Variáveis Dapr e Percrej, respectivamente, são apresentados. Esses modelos objetivam determinar quais variáveis influenciam a razão de chances a favor da existência de algum nível de rejeição às propostas de remuneração executiva e os percentuais de rejeição observados.

4.1 Estatística Descritiva

A estatística descritiva das variáveis independentes quantitativas e qualitativas são apresentadas pela Tabela 2 e Tabela 3, respectivamente.

Dentre as variáveis de desempenho, o Retorno sobre o Ativo atingiu uma média de 0,28% e o ROE de 6,13%. O crescimento da Receita Líquida, por sua vez, obteve a média de 0,04. O Ebitda, em média, foi de R\$ 2.050 milhões. A variável de interesse variação da sensibilidade pagamento-performance obteve, por sua vez, uma média de -0,011. Em relação às variáveis de remuneração, a remuneração média no período analisado foi de R\$ 19,3 milhões, enquanto que a remuneração apenas do CEO apresentou uma média de R\$ 5,12 milhões, ou seja, quase 26,5% da remuneração da gestão vai para o CEO da empresa. Em média, o maior acionista possui 54,47% das ações ON e 50,73% do total das ações. As médias das quantidades de membros do Conselho e da Diretoria foi de 7,19 e 6,54, respectivamente. Dentre os membros, 28%, em média, são independentes.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis independentes quantitativas

	Quantidade	Média	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
roa	854	0.279	13.197	-49.791	26.085
roe	854	6.125	46.922	-162.1	154.33
liquidez	848	1.147	0.808	0.159	3.615
crescrl	659	0.038	0.929	-1.331	15.75
ebitda	837	2050	6710	-13300	84000
qtobin	880	82.807	2410.222	0.002	71500
mktbook	881	14.111	29.542	-0.427	131.946
varsenpayperf	709	-0.011	0.678	-17.275	3.361
propostrem ¹	701	19.1	22.2	0.2	95.1
difpropmedsetor	716	1.006	1.069	0	4.61
remceo ¹	819	5.118	7.1	0.075	34.5
remconaco ¹	867	0.114	0.447	0	2.454
remconbonus ¹	867	0.096	0.43	0	2.4
remcontot ¹	866	2.75	3.598	0	16.4
remdiraco ¹	860	2.685	5.504	0	24.6
remdirbonus ¹	860	2.029	3.618	0	14.7
remdirtot ¹	861	16.7	20.3	0.563	95.3
remtotal ¹	868	19.3	21.8	0.71	100
remtotconsebitda	737	-0.009	0.162	-3.282	0.445
remtotdirebitda	737	-0.008	0.357	-5.841	2.746
percmaioracionon	895	54.467	19.994	8.446	100
percmaioraciontot	895	50.732	16.680	8.446	97.433
percmemind	895	0.281	0.236	0	1
perconcontrol	738	57.217	32.803	0	71.73
percpncontrol	658	8.926	20.391	0	95.68
qtdmemcon	895	7.188	3.811	0	30
qtdmemdir	849	6.538	7.351	1	90
qtdmemtotconrem	871	0.642	1.396	0	7
qtdmicon	889	2.125	1.695	0	9
endiv	760	1.514	1.354	0.354	7.371
size	893	22.047	2.161	6.908	27.992

Fonte: Dados da Pesquisa.

(1) Dados em milhões de reais.

roa representa o retorno sobre o ativo; *crescrl* representa o crescimento da receita líquida; *roe* representa retorno sobre o patrimônio líquido; *liquidez* refere-se a liquidez das ações; *ebitda* representa lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização; *qtobin* refere-se ao valor de mercado das ações mais as dívidas, dividido pelo ativo total; *mtb* representa a razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa; *propostrem* representa o valor da proposta de remuneração; *varsenpayperf* representa a sensibilidade performance-pagamento da remuneração total do CEO; *remtotal* é a remuneração total da diretoria e do conselho; *remceo* representa a remuneração total do CEO. As variáveis *remconaco¹*; *remconbonus¹*; *remdiraco¹*; *remdirbonus¹*; *remdirtot¹* e *remcontot¹* são variáveis referentes à características de remuneração. As variáveis *remtotconsebitda* e *remtotdirebitda* referem-se à remuneração total do conselho e da diretoria em relação ao ebitda, respectivamente. A variável *difpropmedsetor* representa a relação entre o valor proposto e a remuneração média do setor. As variáveis *qtdmemdir* e *qtdmemcon* são as quantidades de membros da diretoria e do conselho, respectivamente. A variável *qtdmicon* é a quantidade de membros independentes do conselho; *percmaioracionon* é o percentual de ações ON do maior acionista; *percmemind* é o percentual de membros independentes do conselho. *Size* eh o tamanho da empresa expresso pelo logaritmo natural dos ativos totais e *endiv* eh o endividamento mensurado pela relação entre o passivo total e o ativo total.

Em relação às variáveis qualitativas, 62% das empresas apresentaram remuneração excessiva dos executivos em relação à remuneração esperada. Outro resultado interessante diz respeito ao controle definido; quando observado o controle por um grupo controlador, o mesmo ocorre em 74,1% das empresas analisadas, entretanto, a maioria das ações ON nas mãos de um único acionista ocorre em 44,5% da amostra. Com relação à listagem em segmentos superiores de governança, 70,8% das empresas fazem parte dos níveis 2 ou Novo Mercado da B3. Além disso, 10,9% e 48,7% das empresas possuem planos de remuneração baseados em ações para o Conselho e a Diretoria, respectivamente.

Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis independentes qualitativas

	Quantidade	Média	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
dremexcesso	503	0.618	0.486	0	1
dcontroldef	738	0.741	0.438	0	1
dnivgov	895	0.708	0.455	0	1
dcontdefonmaioracion	895	0.445	0.497	0	1
dremconacoes	868	0.109	0.312	0	1
dremdiracoes	861	0.487	0.500	0	1

Fonte: Dados da Pesquisa.

A variável *dremexcesso* representa a Variável Binária que assume o valor igual a 1 caso apresente remuneração em excesso. A variável *dnivgov* é uma 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. A variável *dcontroldef* é a 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. A variável *dcontdefonmaioracion* é uma 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. A variável *dremdiracoes* é uma variável binária que assume o valor 1 quando a Diretoria da empresa possui remuneração baseada em ações e 0, caso contrário. A variável *dremconacoes* é a variável binária que assume valor igual a 1 quando o Conselho de Administração da empresa possui remuneração baseada em ações e 0, caso contrário.

Por fim, a Tabela 4 apresenta a estatística descritiva das variáveis dependentes DAPR e PERCREJ. Em média, 67,3% das empresas apresentaram algum nível de rejeição entre os anos de 2015 e 2016, ou seja, as propostas foram aprovadas por maioria e não unanimidade. Já nos anos de 2016 a 2018, onde os mapas de votação foram disponibilizados, observou-se que 6,5% dos votos presentes nas assembleias rejeitaram ou se abstiveram na votação das propostas de remuneração. No Brasil, rejeições às propostas são raras, foi observada uma rejeição em 2015 (Braskem) e uma em 2016 (BR Malls); 3 em 2017 (BR Properties, Sabesp e Cosan Logística) e 4 em 2018 (Multiplus, Lopes Brasil, Eletropaulo e Cia Paranaense de Energia). As quatro rejeições observadas

em 2018 representam 2,2% das empresas da amostra observada naquele ano. Em estudos internacionais também se observam baixos níveis de rejeição, como por exemplo o trabalho de (CONYON, 2016), no qual menos de 3% das empresas tiveram suas propostas de remuneração rejeitadas. Esses números, entretanto, mostram que a divulgação das remunerações e a possibilidade de votação já resultou em um aumento considerável no número de propostas rejeitadas pelos acionistas no período.

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis dependentes

	Quantidade	Média	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
Dapr	663	0.673		0	1
Percrej	391	0.065	0.126	0	1

Fonte: Dados da Pesquisa

A variável dependente *dapr* representa a variável binária que assume o valor 1 quando a aprovação se deu por maioria ou houve reprovação, e 0 caso contrário. A variável dependente *percrej* é o índice de rejeição às propostas de remuneração executiva nos anos de 2016 a 2018

4.2 Tabelas de Correlação

Com o intuito de verificar a correlação existente entre as variáveis do modelo, correlações de Pearson foram calculadas para analisar a correlação entre variáveis quantitativas, conforme Tabela 5. Para análise de correlação entre variáveis qualitativas e quantitativas foi utilizado o Coeficiente de Correlação Ponto Bisserial (CCPB) (GUJARATI; PORTER, 2011).

Ao analisar a Correlação de Pearson entre as variáveis quantitativas do modelo, percebe-se que apenas o tamanho da empresa e a quantidade de membros independentes do Conselho possuem uma correlação de 0.6 ao nível de 1% de significância, que alguns autores, como Gujarati, 2006 consideram relativamente forte. Para evitar problemas de multicolinearidade, essas variáveis não foram colocadas simultaneamente nos modelos de regressões realizados.

Tabela 5 – Correlação de Pearson das variáveis quantitativas

	roa	roe	Mktbook	liquidez	crescrl	qtobin	propostrem	remceo	senpayperf	remdirtot
roa	1									
roe	0.586*	1								
mktbook	0.001	-0.009	1							
liquidez	0.193*	0.166*	-0.0285	1						
crescrl	0.034	-0.011	0.0131	-0.036	1					
qtobin	-0.09*	0.011	-0.0031	-0.037	-0.019	1				
propostrem	0.011	0.006	0.203*	-0.013	0.049	0.058	1			
remceo	0.002	-0.004	0.149*	0.016	0.023	-0.005	0.077**	1		
senpayperf	0.027	-0.009	0.004	0.023	0.088**	-0.001	0.014	0.004	1	
remdirtot	0.001	0.004	0.224*	-0.042	0.017	-0.013	0.545*	0.126***	0.009	1
remcontot	-0.005	-0.010	0.291*	-0.013	0.009	-0.015	0.481*	0.108***	0.009	0.53***
remtotdirebitda	0.179*	0.192*	0.010	0.012	0.028	-0.001	0.041	0.015	-0.013	0.039
remtotconsebitda	0.014	0.010	0.013	-0.041	0.019	-0.033	0.026	0.019	-0.006	0.026
difpropmedsetor	0.014	0.008	0.043	-0.003	0.023	0.029	0.650*	-0.004	0.013	0.078**
percmemind	0.001	-0.040	-0.08***	0.045	0.005	-0.040	-0.034	-0.063*	0.051	-0.08**
qtdmemcon	-0.022	-0.06**	0.167*	-0.081**	0.047	-0.019	0.152*	0.021	0.049	0.132***
qtdmicon	-0.025	-0.044	-0.048	0.013	0.048	-0.043	0.040	-0.048	0.042	-0.019
percmaioracionon	-0.041	-0.003	-0.061*	-0.039	0.034	0.025	0.010	-0.077**	-0.013	0.017
endiv	-0.250*	0.009	-0.013	-0.052	-0.024	0.157***	-0.026**	0.004	0.007	-0.018
size	-0.011	-0.060*	0.245*	-0.131*	0.078*	-0.236***	0.292***	0.124***	-0.012	0.430***

	remcontot	remdirebitda	remconsebitda	difpropmedsetor	percmemind	qtdmemcon	qtdmicon	percmaioracionon	endiv	size
remcontot	1									
remtotdirebitda	0.019	1								
remtotconsebitda	-0.017	0.6529***	1							
difpropmedsetor	0.060	0.021	0.022	1						
percmemind	-0.069**	0.032	0.041	0.052	1					
qtdmemcon	0.16***	0.013	0.025	0.099***	0.009	1				
qtdmicon	0.025	0.047	0.054	0.110***	0.655*	0.256***	1			
percmaioracionon	0.018	-0.01	-0.023	-0.012	-0.092***	0.054	-0.048	1		
endiv	-0.017	-0.009	0.007	-0.016	-0.033	-0.063*	-0.029	-0.008	1	
size	0.383*	0.019	0.080**	0.042	0.069**	0.460***	0.21***	0.002	-0.2*	1

Fonte: Dados da Pesquisa.

Notas: Análise de correlação entre as variáveis quantitativas. ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente.

roa representa o retorno sobre o ativo; *crecrl* representa o crescimento da receita líquida; *mtb* representa a razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial; *liquidez* representa o índice das ações; *ebitda* é o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização; *qtobin* representa o valor de mercado das ações mais as dívidas, dividido pelo ativo total; *propostrem* representa o valor da proposta de remuneração apresentada na Assembleia; *varsenpayperf* representa a sensibilidade performance-pagamento da remuneração total do CEO; *remceo* é a remuneração total do CEO; *remtotal* é a remuneração total da diretoria e do conselho de administração; *remdirtot* e *remcontot* são as remunerações totais da diretoria e do conselho, respectivamente; *remtotconsebitda* e *remtotdirebitda* referem-se à remuneração total do conselho e da diretoria em relação ao ebitda, respectivamente; *difpropmedsetor* representa a relação entre o valor proposto de remuneração e a remuneração média do setor; *qtdmemdir* e *qtdmemcon* são as quantidades de membros da diretoria e do conselho, respectivamente; *qtdmicon* é a quantidade de membros independentes do conselho; *percmaioracionon* é o percentual de ações ON do maior acionista; *percmemind* é o percentual de membros independentes do conselho; *endiv* é a relação entre o passivo total e o ativo total; e *size* é o logaritmo natural dos ativos totais.

As correlações entre as variáveis qualitativas e as quantitativas foram obtidas através do Coeficiente de Correlação Ponto Bisserial. Dentre os coeficientes que mostraram significância estatística, somente as variáveis referentes ao percentual de maior acionista ON apresentaram uma correlação acima de 0,6 ao nível de 1% de significância. As demais variáveis apresentaram uma correlação relativamente baixa entre si.

Tabela 6 – Tabela de correlação entre as variáveis quantitativas e qualitativas

	Dremexces so	dnivgo v	dcontrold ef	dcontdefonmaiorac ion	dremconaco es	Dremdiraco es
roa	0.118*** (0.008)	0.06* (0.07)	0.156*** (0.00)	0.014 (0.677)	0.073** (0.034)	0.175*** (0.000)
roe	-0.037 (0.41)	-0.05 (0.16)	0.117*** (0.00)	0.127*** (0.00)	0.019 (0.574)	0.049 (0.161)
liquidez	-0.02 (0.658)	0.1** (0.02)	0.037 (0.32)	-0.107*** (0.00)	-0.037 (0.285)	0.018 (0.593)
crescrl	-0.02 (0.826)	-0.03 (0.42)	0.074* (0.056)	0.053 (0.169)	0.023 (0.550)	0.027 (0.494)
mktbook	0.04 (0.91)	-0.1** (-4.12)	0.083** (2.24)	0.07** (2.05)	0.19*** (5.83)	0.12*** (3.004)
ebitda	0.019 (0.676)	-0.1** (0.01)	0.075** (0.048)	0.115*** (0.00)	0.082** (0.01)	0.047 (0.181)
varsenpayper	-0.056 (0.229)	0.07* (0.06)	0.061 (0.126)	-0.058 (0.117)	0.005 (0.882)	0.033 (0.379)
propostrem	-0.033 (0.489)	0.1** (0.03)	0.00 (0.999)	0.012 (0.733)	0.12*** (0.001)	0.20*** (0.000)
difpropmedseto r	0.046 (0.338)	-0.03 (0.34)	-0.029 (0.459)	-0.041 (0.272)	0.015 (0.690)	0.024 (0.516)
remconacoes	-0.212 (0.139)	-0.5** (0.03)	0.397*** (0.00)	0.394*** (0.00)	0.457*** (0.00)	0.020 (0.844)
remconbonus	-0.462 (0.013)	0.065 (0.6)	-0.210 (0.147)	-0.129 (0.345)	0.137*** (0.00)	0.281** (0.037)
remdiracoes	-0.034 (0.602)	-0.1** (0.03)	0.005 (0.92)	0.047 (0.339)	0.175*** (0.000)	0.245*** (0.000)
remdirbonus	-0.129* (0.056)	-0.02 (0.64)	0.044 (0.430)	-0.004 (0.922)	0.023 (0.647)	0.229*** (0.000)
remtotal	-0.0008 (0.985)	0.1*** (0.00)	-0.000 (0.987)	-0.035 (0.299)	0.242*** (0.00)	0.471*** (0.000)
percmaioracion on	0.037 (0.400)	-0.1** (0.04)	0.209*** (0.000)	0.611*** (0.000)	0.062* (0.067)	-0.028 (0.411)
percmaioracion tot	-0.0683 (0.126)	0.025 (0.45)	0.097*** (0.008)	0.403*** (0.000)	0.085** (0.011)	0.023 (0.490)
percmemind	-0.108** (0.015)	0.4*** (0.00)	0.198*** (0.000)	-0.192*** (0.000)	0.049 (0.145)	0.223*** (0.000)

qtdmemcon	0.094** (0.035)	-0.01 (0.89)	0.116*** (0.001)	0.108*** (0.001)	0.047 (0.162)	0.055 (0.106)
qtdmemdir	0.109** (0.014)	-0.1** (0.03)	0.076** (0.042)	0.026 (0.433)	0088** (0.010)	0.0448 (0.198)
qtdmemtotconr em	0.05 (0.262)	-0.1** (0.01)	0.001 (0.970)	0.059* (0.078)	0.139*** (0.000)	0.078** (0.021)
qtdmicon	-0.1** (0.024)	0.4** (0.01)	0.181*** (0.00)	-0.181*** (0.000)	0.065* (0.054)	0.256*** (0.000)
size	0.338*** (0.000)	-0.03 (0.31)	0.083** (0.022)	0.099*** (0.003)	0.129*** (0.000)	0.218*** (0.000)

Fonte: Dados da Pesquisa.

Notas: Análise de correlação entre as variáveis quantitativas com qualitativas: ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente.

roa representa o retorno sobre o ativo; *roe* representa o retorno sobre o patrimônio líquido; *liquidez* representa o índice de liquidez das ações; *crecrl* representa o crescimento da receita líquida; *mktbook* é a razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial; *ebitda* representa o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização; *propostrem* representa o valor da proposta de remuneração apresentada na Assembleia; *dremexcesso* representa a variável binária que assume o valor igual a 1 caso apresente remuneração em excesso; *varsenpayperf* representa a sensibilidade performance-pagamento da remuneração total do CEO; *remtotal* é a remuneração total da diretoria e do conselho de administração; *remtotconsebitda* e *remtotdirebitda* referem-se à remuneração total do conselho e da diretoria em relação ao ebitda, respectivamente; as variáveis *remconacoes*, *remconbonus*, *remdiracoes* e *remdirbonus* são variáveis referentes a características de remuneração do conselho e da diretoria; *qtdmemdir* e *qtdmemcon* são as quantidades de membros da diretoria e do conselho, respectivamente; *qtdmicon* é a quantidade de membros independentes do conselho; *percmajoracionon* é o percentual de ações ON do maior acionista; *percmemind* é o percentual de membros independentes do conselho; *dnivgov* é uma 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; *dcontroldef* é a 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; *qtdmemtotconrem* representa a quantidade de membros no conselho de remuneração; *size* é o logaritmo natural do ativo total.

4.3 Diferença de Média entre as Variáveis Quantitativas

Os testes de diferença de médias foram realizados para verificar se as médias das variáveis explicativas são diferentes ao comparar o grupo de empresas em que há algum nível de rejeição com o grupo de empresas em que não há rejeição. Para os anos de 2015 e 2016, são comparadas as variáveis entre o grupo com algum nível de rejeição (DAPR=1) e o grupo com aprovações por unanimidade (DAPR=0). A partir da variável *percrej* foram construídas duas variáveis qualitativas, a saber, *dpercrejmediana* e *dpercrejquartil*. Na primeira, as empresas que apresentaram valores da variável dependente *percrej* maiores ou iguais à mediana foram atribuídas o valor 1, e empresas com valores da variável dependente *percrej* menores que a sua mediana, com 0. Na segunda, as empresas cujo *percrej* esteja no

quartil 0.75 foi classificada como 1, e as empresas cujo percentual se encontra no quartil 0.25 foi classificada como 0. A tabela 8 apresenta três painéis com os resultados dos testes de diferença de médias com as três variáveis qualitativas acima descritas.

O Painel A mostra o resultado dos testes em relação à variável dependente *dapr*. O *roa* possui média de 1.38 no grupo com algum nível de rejeição, significativamente maior, ao nível de 1% de significância, do que no grupo sem rejeição. O mesmo acontece com o *mktbook* e *qtobin*, que apresentaram médias no grupo com rejeição de 16.21 e 1.36, significativamente maiores do que no grupo sem rejeição, ao nível de 5% de significância. Este resultado diverge de estudos anteriores nos quais o desempenho de empresas sem rejeição é maior do que nas empresas que apresentam rejeição às propostas de remuneração, como Core et al. (1998), Murphy (1999), e Conyon (2016). No Painel B, as variáveis de desempenho *roa*, *liquidez* e *mktbook* novamente apresentam médias superiores no grupo de empresas com algum nível de rejeição, com diferenças de médias significativas a 1%, 1% e 5% respectivamente. No terceiro e último painel, o *qtobin* apresentou média maior no grupo de empresas com percentual de rejeição dentro do quartil superior, cuja diferença entre médias é estatisticamente significativa ao nível de 5% de significância. Uma explicação possível, dentro do contexto brasileiro, seria proveniente do fato de que empresas com maior capacidade de geração de lucro e receita despertam maior interesse de seus acionistas e estes passam a acompanhar mais de perto os rumos da empresa através das Assembleias, o que pode acarretar maior rejeição.

As variáveis de remuneração apresentaram médias maiores no grupo de empresas que possuem algum grau de rejeição às suas propostas de remuneração, no Painel A. A remuneração do CEO, por exemplo, apresentou média de 14.96 milhões no grupo com rejeição, significativamente diferente e maior do que a média no grupo sem rejeição, ao nível de 1% de significância estatística. Este resultado é esperado e coerente com os estudos previamente realizados. O painel B corrobora com esse resultado, uma vez que a média das variáveis de remuneração foi maior no grupo com rejeição acima da mediana da amostra. A remuneração do CEO e a remuneração total, por exemplo, apresentaram médias de 14.97 e 16.52 mi no grupo com rejeição, respectivamente, significativamente maiores que no grupo sem rejeição. No Painel C, por outro lado, a proposta de remuneração e diferença entre a proposta e a média do setor apresentaram médias maiores no grupo de empresas

com rejeição no quartil mais alto. Outro resultado esperado e estatisticamente significativo foram as remunerações variáveis do conselho e da diretoria, que apresentaram médias maiores no grupo de empresas com rejeição, em todos os painéis (MURPHY, 1999; MALVESSI; FILHO, 2016).

Por último, dentre as variáveis de governança, o Painel A mostra que a quantidade de membros totais e independentes do Conselho possuem médias estatisticamente maiores no grupo de empresas com algum nível de rejeição, ao nível de 1% de significância. A concentração de controle, avaliada pela participação do maior acionista em ações ON é menor no grupo que apresenta algum nível de rejeição às propostas de remuneração, ao nível de 5% de significância estatística. Além disso, a média de membros independentes do Conselho é maior no grupo de empresas com rejeição, ao nível de 1% de significância estatística. O painel B, por sua vez, apresenta médias de membros totais e independentes do Conselho estatisticamente maiores em empresas com algum grau de rejeição. Já os percentuais de ações ON e PN dos grupos controladores das empresas são menores em empresas com alguma rejeição, ao nível de 1% de significância. Por último, o Painel C mostra que a quantidade de membros independentes no Conselho bem como seu percentual são maiores em empresas com algum grau de rejeição às propostas de remuneração. Os percentuais de ações ON e PN do grupo controlador é menor em empresas com algum grau de rejeição, ao nível de 5% de significância (CAI; WALKLING, 2011; CONYON, 2016; FERRI; MABER, 2013).

Tabela 7 – Teste de Diferença de média entre variáveis quantitativas

	DAPR = 0		DAPR = 1		diff	pr()
	obs	média	obs	média		
roa	197	-2.460	431	1.381	-3.842 (1.136)	***
roe	197	8.908	431	4.809	4.098 (3.968)	
liquidez	202	1.161	437	1.188	0.027 (0.069)	
mktbook	212	10.475	440	16.642	-6.167 (2.533)	**

com rejeição no quartil mais alto. Outro resultado esperado e estatisticamente significativo foram as remunerações variáveis do conselho e da diretoria, que apresentaram médias maiores no grupo de empresas com rejeição, em todos os painéis (MURPHY, 1999; MALVESSI; FILHO, 2016).

Por último, dentre as variáveis de governança, o Painel A mostra que a quantidade de membros totais e independentes do Conselho possuem médias estatisticamente maiores no grupo de empresas com algum nível de rejeição, ao nível de 1% de significância. A concentração de controle, avaliada pela participação do maior acionista em ações ON é menor no grupo que apresenta algum nível de rejeição às propostas de remuneração, ao nível de 5% de significância estatística. Além disso, a média de membros independentes do Conselho é maior no grupo de empresas com rejeição, ao nível de 1% de significância estatística. O painel B, por sua vez, apresenta médias de membros totais e independentes do Conselho estatisticamente maiores em empresas com algum grau de rejeição. Já os percentuais de ações ON e PN dos grupos controladores das empresas são menores em empresas com alguma rejeição, ao nível de 1% de significância. Por último, o Painel C mostra que a quantidade de membros independentes no Conselho bem como seu percentual são maiores em empresas com algum grau de rejeição às propostas de remuneração. Os percentuais de ações ON e PN do grupo controlador é menor em empresas com algum grau de rejeição, ao nível de 5% de significância (CAI; WALKLING, 2011; CONYON, 2016; FERRI; MABER, 2013).

Tabela 7 – Teste de Diferença de média entre variáveis quantitativas

	DAPR = 0		DAPR = 1		diff	pr()
	obs	média	obs	média		
roa	197	-2.460	431	1.381	-3.842 (1.136)	***
roe	197	8.908	431	4.809	4.098 (3.968)	
liquidez	202	1.161	437	1.188	0.027 (0.069)	
mktbook	212	10.475	440	16.642	-6.167 (2.533)	**

endiv¹	168	1330	360	2360	-1039 (843)	
qtobin	211	0.812	440	1.36	-0.547 (0.133)	**
size	216	21.695	445	22.204	-0.509 (0.159)	***
propostrem	216	15.74	442	16.213	-0.472 (0.115)	***
remcontot	202	13.963	425	14.391	-0.428 (0.102)	***
remconacoos	16	13.089	57	13.587	-0.498 (0.489)	
remconbonus	9	13.514	32	14.191	-0.677 (0.561)	
remdirtot	202	15.863	431	16.182	-0.318 (0.096)	***
remdiracoos	84	14.381	227	14.787	-0.405 (0.203)	**
remdirbonus	78	14.630	217	14.833	-0.203 (0.162)	
remtotal	206	16.014	434	16.389	-0.376 (0.092)	***
remceo	204	14.646	432	14.925	-0.279 (0.104)	***
difpropmedsetor	213	0.798	437	1.149	-0.351 (0.088)	***
remtotconsebtda	195	0.001	422	0.002	-0.001 (0.002)	*
remtotdirebtda	195	-0.002	422	0.011	-0.013 -0.008	
varsenpayperf	212	-0.002	445	0.004	-0.006 (0.004)	*
qtdmemcon	202	6.299	629	7.147	-1.261 (0.313)	***
qtdmemdir	180	5.885	407	6.633	-0.748 (0.573)	
qtdmicon	214	1.701	443	2.479	-0.778 (0.135)	***
qtdmemtotconrem	208	0.673	435	0.662	0.0111 -1.118	
percmaioracionon	217	56.581	446	52.732	3.849 -1.578	**

percmaioraciontot	217	49.313	446	50.599	-1.257	
					-1.312	
percmemind	217	0.232	443	0.328	-0.095	***
					-0.0195	
perconcontrol	197	61.739	385	50.605	11.134	***
					-2.36	
percprncontrol	178	12.193	329	5.313	6.879	***
					(1.707)	

Painel B – Variável Dpercrejmed

	dpercrejmed = 0		Dpercrejmed = 1		diff	pr(t)
	obs	média	obs	média		
roa	191	-1.373	191	1.072	-2.446	*
					(1.337)	
roe	191	1.902	191	5.796	-3.894	
					(4.574)	
liquidez	186	1.201	194	1.367	-0.166	
					(0.870)	
mktbook	191	11.879	194	18.892	-7.012	**
					(3.189)	
endiv¹	128	1450	141	2690	-1230	
					(1150)	
qtobin	274	1.191	98	1.682	0.049	***
					(0.182)	
size	195	21.626	195	22.227	-0.601	***
					(0.198)	
propostrem	195	16.026	195	16.488	-0.462	***
					(0.129)	
remcontot	180	14.168	181	14.52	-0.351	***
					(0.128)	
remconacoes	17	13.386	25	13.954	-0.568	
					(0.573)	
remconbonus	13	13.302	12	14.356	-1.054	
					(0.642)	
remdirtot	182	15.922	185	16.317	-0.394	***
					(0.121)	
remdiracoes	76	14.4	101	15.089	-0.689	***
					(0.239)	
remdirbonus	80	14.515	94	14.949	-0.434	**
					(0.181)	
remtot	184	16.124	186	16.511	-0.387	***

					(0.115)	
remceo	192	14.736	193	14.976	-0.241	*
					(0.129)	
difpropmedsetor	196	0.933	195	1.295	-0.361	***
					(0.113)	
remtotconsebtda	187	0.001	187	0.002	-0.001	
					(0.002)	
remtotdirebtda	187	-0.002	187	0.011	-0.013	
					(0.009)	
senpayperf	193	0.005	195	0.002	0.003	
					(0.004)	
qtdmemcon	190	6.648	185	7.579	-0.931	**
					(0.383)	
qtdmemconrem	194	0.706	186	0.763	-0.057	
					(0.151)	
qtdmicon	196	1.989	192	2.609	-0.619	***
					(0.173)	
qtdmemdir	185	5.881	184	7.157	-1.277	
					(0.803)	
percmemind	196	0.277	195	0.33	-0.053	**
					(0.024)	
percmaioracionon	196	55.04	195	54.699	0.336	
					(2.039)	
perconcontrol	166	65.193	152	53.737	11.456	***
					(2.604)	
percmaioraciontot	196	49.677	195	52.622	-2.945	
					(1.664)	
percpncontrol	161	10.872	139	4.85	6.022	***
					(2.115)	

Painel C – Variável Dpercrejquartil

	Dpercrejquartil = 0		Dpercrejquartil = 1			
	obs	média	obs	média	diff	pr(t)
roa	274	-0.410	96	-0.103	-0.307	
					(1.570)	
roe	274	3.093	96	4.993	-1.900	
					(5.376)	
liquidez	271	1.237	97	1.391	-0.153	
					(0.100)	
mktbook	275	15.204	98	15.976	-0.771	

					(3.712)	
endiv*	193	170.56	68	299.04	-129.48	
					(134.89)	
qtobin	274	1.288	98	1.754	-0.466	**
					(0.209)	
size¹	280	21.924	98	21.916	0.007	
					(0.234)	
propostrem	280	16.120	98	16.551	-0.430	***
					(0.150)	
remcontot	260	14.312	90	14.384	-0.071	
					(0.149)	
remconaco	29	13.834	10	13.332	0.501	
					(0.697)	
remconbonus	19	13.533	3	14.969	-1.436	
					(1.068)	
remdirtot	266	16.039	90	16.315	-0.276	*
					(0.142)	
remdiraco	119	14.657	51	15.101	-0.443	
					(0.2714)	
remdirbonus	124	14.553	40	15.264	-0.711	***
					(0.214)	
remtot	268	16.248	91	16.473	-.224	
					(0.136)	
remceo	276	14.803	97	14.951	-0.147	
					(0.151)	
difpropmedsetor	281	1.013	98	1.335	-0.322	**
					(0.132)	
remtotconsebtda	270	0.001	92	0.003	0.009	
					(0.002)	
remtotdirebtda	270	0.003	92	0.004	-0.001	
					(.010)	
varsenpayperf	278	0.003	98	0.004	-0.001	
					(0.005)	
qtdmemcon	281	0.005	98	7.193	-0.144	
					(0.447)	
qtdmemconrem	278	0.690	92	0.902	-0.211	
					(0.178)	
qtdmicon	280	2.175	97	2.639	-0.464	**
					(0.202)	
qtdmemdir	263	6.707	95	5.957	0.749	
					(0.937)	
percmemind	281	0.292	98	0.338	-0.045	*

					(0.027)	
percmaioracionon	281	54.097	98	56.441	-2.344	
					(2.356)	
perconcontrol		241	61.349	69	54.125	7.224 **
					(3.256)	
percmaioraciontot	281	49.794	98	54.289	-4.495	
					(1.912)	
percpncontrol	228	9.311	64	3.610	5.701	**
					(2.608)	

Fonte: Dados da Pesquisa.

Notas: Análise de diferença de média entre as variáveis quantitativas. ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente. (1) Valores em milhões de reais.

roa representa o retorno sobre o ativo; *roe* é o retorno sobre o patrimônio líquido; *mktbook* é a razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa; *liquidez* é o índice de liquidez das ações; *qtobin* é o valor de mercado das ações mais as dívidas, dividido pelo ativo total; *propostrem* representa o valor da proposta de remuneração apresentada na Assembleia; *varsenpayperf* representa a sensibilidade performance-pagamento da remuneração total do CEO; *remtotal* é a remuneração total da diretoria e do conselho de administração; *remcontot* e *remdirtot* representam as remunerações totais do conselho e da diretoria, respectivamente; as variáveis *remdiracoes*, *remdirbonus*, *remconacoes*, *remconbonus* são variáveis referentes a características da remuneração do Conselho e da Diretoria; *remceo* é a remuneração total do CEO; *remtotconsebitda* e *remtotdirebitda* referem-se à remuneração total do conselho e da diretoria em relação ao ebitda, respectivamente; *difpropmedsetor* é a razão entre a proposta de remuneração e a remuneração média por setor; *qtdmemdir* e *qtdmemcon* são as quantidades de membros da diretoria e do conselho, respectivamente; *qtdmemconrem* é a quantidade de membros do Conselho de Remuneração; *qtdmicon* é a quantidade de membros independentes do conselho; *percmaioracionon* e *percmaioraciontot* são os percentuais de ações ON e total de ações do maior acionista, respectivamente; *perconcontrol* e *percpncontrol* são os percentuais de ações ON e PN, respectivamente, do grupo controlador; *percmemind* é o percentual de membros independentes do conselho; *endiv* é a relação entre o passivo total e o ativo total; *size* é o tamanho da empresa medido pelo logaritmo natural dos ativos totais.

4.4 Diferença de Proporção entre as Variáveis Qualitativas

A análise de diferença de proporção das variáveis qualitativas do modelo foi estruturada tendo como base as mesmas variáveis descritas na seção anterior: *dapr*, *dpercrejmed* e *dpercrejctl*.

Em média, ao analisar a variável *dapr*, 78,1% das empresas sem rejeição (*dapr* = 0) possuem controle definido, enquanto esta proporção cai para 68,8% no grupo das empresas que apresentam algum nível de rejeição (*dapr* = 1). Essa diferença se mantém nos dois painéis seguintes, com significância estatística a 5% e 10%, respectivamente. Quando observado o controle exercido por um único acionista, os resultados apontam na mesma

direção. Então, acionistas de empresas onde não há um controlador, podem se sentir mais motivados a se manifestar e votar contrariamente.

Além disso, o Painel A mostra que 80,1% das empresas com $dapr = 1$ estão listadas nos níveis 2 ou Novo Mercado da B3, e 56,7% das empresas com $dummy = 0$ estão nestes mesmos níveis da B3, proporções diferentes ao nível de 1% de significância. Este resultado se mantém ao analisar as outras duas variáveis, conforme Painéis B e C, aos níveis de significância de 5% e 10%. Este resultado é contrário ao esperado, uma vez que empresas com boa governança tenderiam a ter níveis menores de rejeição às suas propostas de remuneração. Vargas et al (2018) encontram menos evidências de ativismo, medido através de um indicador amplo, em empresas brasileiras com melhor governança.

Um resultado interessante diz respeito à remuneração baseada em ações da Diretoria. Ao considerar o Painel A, em média, 53,8% das empresas com algum nível de rejeição possuem remuneração da diretoria baseada em ações, enquanto que 41,1% das empresas sem rejeição possuem diretoria com remuneração baseada em ações, proporções diferentes ao nível estatístico de 1%. Esse resultado se mantém nos outros dois painéis, com significâncias estatísticas diferentes, aos níveis de 1% e 5% respectivamente. Remunerações baseadas em ações e/ou bônus podem ser uma boa ferramenta de alinhamento de interesses entre gestão e acionistas, pois é um mecanismo que vincula a remuneração ao desempenho da empresa. A maior evidência de rejeição nesse conjunto de empresas é, portanto, contrário ao esperado, e pode sinalizar que os planos utilizados pelas empresas não estejam desenhados de forma adequada, segundo a visão dos acionistas. Essa é uma suposição que demanda investigações adicionais que fogem ao escopo desta pesquisa.

A remuneração em excesso está presente em 63,4% das empresas com rejeição e 53,9% das empresas sem rejeição, em média, ao nível de significância de 10% no Painel A. Esse resultado é corroborado ao considerar as outras variáveis, conforme Painéis B e C, ao mesmo nível de significância. Esse resultado é o esperado e confirma a hipótese de que empresas com remuneração excessiva tentem a ter sua proposta de remuneração com maior nível de rejeição (CONYON, 2016; FISCH et al., 2017a).

Tabela 8 - Testes de diferença de proporção das variáveis qualitativas

Painel A – Variável Dapr

	DAPR = 0		DAPR=1		diff	pr (t)
	obs	média	obs	média		
Dcontroldef	136	0.781	446	0.688	0.083 (0.04)	**
Dnivgov	146	0.567	517	0.801	-0.234 (0.04)	***
Dremconacoes	138	0.077	503	0.131	-0.053 (0.03)	
dremdiracoes	137	0.411	500	0.538	-0.126 (0.04)	***
dremexcesso	128	0.539	295	0.634	-0.09 (0.05)	*
dcontdefonmaioracion	217	0.529	446	0.399	0.131 (0.04)	***

Painel B – Variável Dpercrejmed

	obs		média		diff	pr (t)
	obs	média	obs	média		
dcontroldef	166	0.819	152	0.717	0.102 (0.05)	**
dnivgov	196	0.668	195	0.758	-0.091 (0.045)	**
dremconacoes	184	0.092	187	0.133	-0.042 (0.031)	
dremdiracoes	182	0.417	186	0.553	-0.136 (0.051)	***
dremexcesso	131	0.519	127	0.622	-0.102 (0.061)	*
dcontdefonmaioracion	196	0.479	195	0.379	0.134 (0.049)	**

Painel C – Variável Dpercrejqtl

	Dpercrejqtl = 0		Dpercrejqtl=1		diff	pr (t)
	obs	média	obs	Média		
dcontroldef	241	0.792	69	0.681	0.111 (0.061)	*
dnivgov	281	0.691	98	0.765	-0.074	*

					(0.051)	
dremconacoes	268	0.109	92	0.108	-0.001	
					(0.037)	
dremdiracoes	266	0.447	91	0.582	-0.135	**
					(0.062)	
dremexcesso	190	0.536	60	0.667	-0.129	*
					(0.07)	
dcontdefonmaioracion	281	0.448	98	0.357	0.091	
					(0.064)	

Fonte: Dados da Pesquisa.

Notas: Análise de diferença de média entre as variáveis quantitativas. ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente.

dnivgov é uma 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; *dcontroldef* é a 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; *dremexcesso* é a variável binária que assume o valor igual a 1 caso presente remuneração em excesso e 0, caso contrário; *dremconacoes* é a variável binária que assume o valor 1 quando o conselho da empresa possui remuneração baseada em ações e 0, caso contrário; *dremdiracoes* é a variável binária que assume o valor 1 quando a diretoria da empresa possui remuneração baseada em ações e 0, caso contrário; *dcontdefmaioracion* é a 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.

4.5 Resultado das Regressões

A parte final deste estudo é elaborada a partir da análise de modelos econométricos de regressão linear. Os modelos foram construídos de forma a abranger os três construtos de variáveis discutidos nas seções anteriores, desempenho, remuneração e governança. Os testes de Chow, Hausmann e Breuch Pagan foram realizados para verificar qual a melhor abordagem aplicável aos modelos desse estudo, e a abordagem de efeitos aleatórios se mostrou mais adequada. A Tabela 9 mostra os resultados de 6 (seis) modelos estimados com a variável dependente binária *dapr*, nos anos de 2015 e 2016. Uma vez que os dados de remuneração no ano de 2014 não estão disponíveis nas fontes de dados utilizadas, essas variáveis foram utilizadas sem defasagens. Já a Tabela 10 mostra os resultados dos 10 (dez) modelos estimados com a variável percentual *percrej*, que varia de 0 a 1, nos anos de 2016 a 2018.

No modelo A tem-se que uma variação de uma unidade do crescimento da receita líquida diminui a razão de chances a favor de algum nível de rejeição às propostas de remuneração em 9,97%, ao nível estatístico de 5%. No modelo D, a variação de uma unidade do

crescimento da receita líquida diminui a razão de chances em 0,5%, também ao nível de 1% de significância. Este resultado é esperado, uma vez que empresas com bom desempenho não acarretariam rejeições de suas propostas de remuneração.

A variável de desempenho roe, por sua vez, apresentou significância estatística nos Modelos B e D, conforme tabela 9. No primeiro, ao nível de 5% de significância, a variação em uma unidade do roe aumenta o log da razão de chances a favor de algum nível de rejeição em 0,6%. No Modelo D, a razão de chances é aumentada em 9,42%, dada variação em uma unidade do roe, ao nível de 5% de significância. Entretanto, novamente, o sinal foi contrário ao esperado dados os estudos anteriores realizados.

De forma geral, as variáveis de desempenho afetam de forma discreta a ocorrência de algum índice de rejeição na amostra de empresas brasileiras analisadas comparando-se com empresas em outros países como EUA e Europa. Além disso, quando apresentaram algum nível de significância, sua influência se dá no sentido contrário ao da literatura, ou seja, um bom desempenho das empresas acarreta uma maior chance de se observar algum nível de rejeição às propostas de remuneração. Estes resultados não confirmaram a Hipótese 1 deste estudo, uma vez que as variáveis de desempenho não parecem influenciar o índice de rejeição de forma consistente (CONYON, 2016; CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1998; FISCH et al., 2017b; RAO; LEE-SING, 1996).

Uma variação de uma unidade na variável proposta de remuneração, que está em milhões, no modelo A, aumenta a razão de chances a favor de algum nível de rejeição em 30,08%, ao nível de 5% de significância. Já nos modelos C e D, o aumento é de 29,05% e 25,36%, respectivamente, aos níveis de 1% e 5% de significância estatística. Este resultado é esperado e coerente com a hipótese de que altas remunerações executivas tendem a aumentar a rejeição às propostas. A remuneração total recebida pelos executivos das empresas corrobora com esse resultado. Ela se mostrou estatisticamente significativa no modelo B, no qual, a cada aumento em uma unidade da remuneração total, a razão de chances de rejeição é aumentada em 65,04% ao nível de 5% de significância.

A variável referente à remuneração total da Diretoria foi significativa somente no Modelo A, no qual, a cada variação em uma unidade desta remuneração, a razão de chances de

rejeição é ampliada em 40,07%, ao nível de 10% de significância estatística. O sinal é esperado e coerente com a hipótese de que a Diretoria com altos níveis de remuneração acarreta uma maior rejeição às propostas de remuneração.

A variável de interesse referente à presença de remuneração em excesso foi estatisticamente significativa em todos os modelos nos quais foi inserida. Por exemplo, no Modelo B, ter remuneração em excesso implica em a razão de chances de rejeição ser aumentada em 97,58% ao nível de 5% de significância. Esse resultado confirma a hipótese levantada por essa pesquisa, de que remuneração excessiva aumenta a nível de rejeição às propostas de remuneração, conforme estudos anteriores (CONYON, 2016; FISCH et al., 2017a).

Em seguida, a variável de sensibilidade performance-pagamento demonstrou resultado significativo nos modelos C e E. Desta forma, ao analisar a variável referente à sensibilidade pagamento-performance, dada uma variação na razão entre as variações na remuneração executiva e no valor de mercado das ações, a razão de chances a favor de algum nível de rejeição aumenta em 92,32% no modelo A, ao nível de 5% de significância. Este resultado, porém, é contrário ao esperado considerando estudos anteriores. As remunerações executivas no Brasil ainda não são plenamente vinculadas ao desempenho das empresas, e este fato pode ter influenciado no resultado desta variável (CONYON, 2016; ERTIMUR; FERRI; OESCH, 2013; FISCH et al., 2017b; TROEGER; WALZ, 2017).

A segunda hipótese do estudo é dividida em três partes. A H2(a) e (b) são confirmadas por este modelo, uma vez que a remuneração em excesso e a remuneração relativa influenciam positivamente no índice de rejeição às propostas. Porém, a H2(c) não pode ser confirmada por estes modelos, dado que, apesar de possuir significância estatística, o sinal foi o contrário do esperado.

Em relação às variáveis de governança, a quantidade de membros independentes do conselho apresentou sinal esperado e significância estatística em todos modelos que foi incluída. No primeiro modelo, por exemplo, a cada variação em um membro independente no Conselho de Administração, a razão de chances de rejeição aumenta em 52,04%. A

maior presença de membros independentes contribui para o alinhamento de interesses entre os acionistas e gestores pois tomariam decisões imparciais e que visassem o crescimento de longo prazo da empresa. Um conselho com mais membros independentes pode ser mais receptivo às demandas de acionistas minoritários, favorecendo manifestações contrárias às propostas de remuneração.

O percentual de ações ON do maior acionista, por sua vez, diminui a razão de chances de ocorrer rejeição às propostas de remuneração, resultado verificado em todos os modelos que esta variável foi incluída. No modelo A, por exemplo, tem-se que a cada variação em uma unidade desta variável, a razão de chances de rejeição diminui em 2,66%, ao nível de 1% de significância. Este resultado é coerente e esperado, uma vez que quanto maior o controle acionário, menor a probabilidade de as propostas serem rejeitadas.

Em relação ao nível de Governança, tem-se que estar listada nos níveis 2 ou Novo Mercado da B3, aumenta a razão de chances de rejeição às propostas de remuneração, resultado presente em todos os modelos com esta variável. No modelo B, por exemplo, estar no Nível 2 ou Novo Mercado aumenta a razão de chances a favor de algum nível de rejeição em 88,33%, ao nível de 1% de significância. Portanto, estar listada em segmentos com maiores exigências quanto às práticas de governança tem influência positiva no nível de rejeição às propostas de remuneração. Esses resultados sugerem que em empresas com melhor governança os acionistas podem ser mais propensos a manifestar insatisfação, talvez por acreditarem que terão maiores chances de serem ouvidos.

A variável referente à presença de controle definido apresentou sinal negativo esperado e significativo ao nível de confiança de 10% nos modelos C e D. Então, ao analisar o modelo C, por exemplo, verifica-se que ter controle definido diminui a razão de chances de rejeição em 53,6%. Empresas com controle definido diminuem a razão de chances de propostas rejeitadas. Uma explicação pode ser o fato de a existência de um controlador inibir iniciativas por parte dos minoritários, que veem nestes ambientes poucas chances de serem ouvidos.

A terceira e última hipótese deste modelo também é confirmada parcialmente pela regressão logística da variável dar. A presença de membros no Conselho e os níveis de

governança corporativa na B3 apresentaram sinais contrários e significativos, enquanto a presença de controle definido apresentou sinal negativo, que se pode dizer que é esperado.

Tabela 9 – Resultados das regressões para a variável dependente dar

	Modelo (A)	Modelo (B)	Modelo (C)	Modelo (D)	Modelo (E)	Modelo (F)
roa	0.006 (0.010)		0.012 (0.009)			
crescrl	-0.105** (0.642)	0.048 (0.536)		-0.005*** (0.001)		
roe		0.006** (0.003)		0.09** (0.004)	0.004 (0.159)	0.008 (0.004)
ebitda			-4110 (1390)			2.360 (2.300)
mktbook	-0.002 (0.641)				0.001 (0.007)	
propostrem¹	0.263** (0.013)		0.255*** (0.088)	0.226** (0.126)	0.271 (0.088)	
remtotal		0.501** (0.233)				0.005 (0.490)
remdirtot	0.337* (0.195)		0.027 (0.170)	0.122 (0.196)	-0.016 (0.190)	-0.747 (0.528)
remceo		0.0478 (0.144)	0.0663 (0.138)		0.0990 (0.159)	0.0951 (0.165)
remtotconsebitda		1.488 (1.338)			0.893 (1.188)	1.287 (1.566)
difpropostamedset or	-0.334 (0.412)					0.364** (0.167)
dremexcesso	0.663* (0.369)	0.681** (0.314)		0.743** (0.354)	0.797** (0.328)	0.791*** (0.325)
varsenpayperf	0.135 (0.182)		0.654* (3.423)	0.459 (3.511)	0.241* (3.617)	
qtdmicon	0.419* (0.123)	0.343** (0.166)	0.203* (0.116)		0.288* (0.162)	0.289* (0.325)
permaioracionon	-0.027*** (0.009)	-0.022*** (0.008)	-0.015** (0.006)	-0.027*** (0.009)		-0.017** (0.007)
percmemind	0.969 (0.744)	0.919 (0.697)	0.764 (0.685)	0.970 (0.744)		-1.003 (1.011)
qtdmemcon		0.049 (0.044)		.013368 (.0558)		
dnivgov		0.633*** (0.444)			0.719*** (0.508)	0.508*** (0.469)
dcontroldef			-0.768** (0.336)	-0.652** (0.391)		
size	0.040 (0.0790)	-0.172 (0.109)	0.07 (0.092)	0.043 (0.0807)	0.111 (0.0755)	0.118 (0.0873)
endiv¹	-0.0001*	-0.0011	-0.0002*		-0.001*	

	(0.04)	(0.003)	(0.004)		(.004)	
constante	-7.638***	-4.252*	-5.282**	-6.172**	-8.387***	-5.051***
	(4.003)	(2.189)	(2.070)	(2.340)	(2.263)	(2.615)
observações	538	553	572	538	558	534
Wald Chi2	25,61	29,34	29,21	28,98	30,22	29,44
p-valor	0.007	0.0001	0.0002	0.0009	0.0000	0.0001

Fonte: Dados da Pesquisa.

Nota: ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente. (1) Em milhões de reais.

roa é o retorno sobre o ativo; *crescrl* representa o crescimento da receita líquida; *ebitda* representa o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização; *roe* representa o retorno sobre o patrimônio líquido; *propostrem* representa o valor da proposta de remuneração apresentada na Assembleia; *dremexcesso* representa a variável binária que assume o valor igual a 1 caso apresente remuneração em excesso e 0, caso contrário; *varsenpayperf* representa a sensibilidade performance-pagamento da remuneração total do CEO; *remtotal* é a remuneração total da diretoria e do conselho de administração; *remceo* é a remuneração total do CEO; *remcontot* e *remdirtot* representam as remunerações totais do conselho e da diretoria, respectivamente; *difpropmedsetor* é a razão entre a proposta de remuneração e a remuneração média por setor; *qtdmicon* é a quantidade de membros independentes do conselho; *dcontroldef* é a 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; *qtdmemcon* é a quantidade de membros do conselho; *dnivgov* é uma 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; *endiv* diz respeito ao endividamento mensurado pela relação entre o passivo total e o ativo total.

A Tabela 10 mostra os resultados dos 10 modelos logísticos de quase verossimilhança realizados para determinar quais as variáveis que influenciam na razão de chances de rejeição às propostas de remuneração entre os anos de 2016 a 2018. Os modelos foram construídos de forma a abranger variáveis de desempenho, remuneração e governança. Todos os modelos apresentaram significância estatística global a 1%.

O *roe* apresentou significância estatística nos modelos E e F, em que uma variação em uma unidade do *roe*, em média, aumenta a razão de chances de rejeição em 0,8% e 0,6%, respectivamente, ao nível de 5% de significância. Este resultado positivo não é sugerido pela literatura e, conforme já mencionado, uma possível justificativa para o contexto brasileiro seria que empresas com melhor desempenho recebem maior atenção de seus acionistas, e conseqüentemente, acabam por aumentar o nível de rejeição às propostas de remuneração. O crescimento da receita líquida apresenta, mais uma vez, resultados esperados e significativos. No modelo A, ao nível de 1% de significância, uma variação em uma unidade do crescimento da receita líquida diminui a razão de chances de rejeição em 3,44%. As variáveis de desempenho são, em estudos internacionais as que mais explicam os determinantes de rejeição às propostas de remuneração. É interessante observar que no contexto brasileiro de instabilidade econômica e política, este resultado

não se mantêm. Somente duas variáveis obtiveram significância estatística e apenas uma variável apresentou sinal esperado (CONYON, 2016; CORE ET AL., 1998; FISCH ET AL., 2017; GORANOVA ET AL., 2017).

Estes modelos, assim, não confirmam a primeira hipótese desse estudo, uma vez que as variáveis de desempenho parecem não ter influência sobre o índice de rejeição às propostas de remuneração executiva nas empresas brasileiras de capital aberto.

No próximo construto da pesquisa, qual seja a remuneração, a variável remuneração total foi estatisticamente significativa nos modelos C, D e F. Em média, a variação em um real na remuneração total, aumenta a razão de chances de rejeição em 1,29% ao nível de 1% de significância, conforme apresentado no Modelo C. A remuneração total da diretoria, por sua vez, aumenta a razão de chances de rejeição em 98,18%, dada variação em um real nesta variável, conforme modelo D. A remuneração do CEO apresentou significância estatística nos modelos B e C. Ao nível de 5% de significância, dada uma variação de uma unidade na remuneração do CEO, a razão de chances de ocorrer rejeição às propostas de remuneração aumenta em 24,36%, conforme modelo C. A proporção da remuneração do Conselho em relação ao Ebitda apresentou significância estatística nos modelos F e G, conforme tabela abaixo. Ao nível de 5%, tem-se que, dado um aumento de uma unidade nesta proporção, a razão de chances de rejeição aumenta em 75,24%. Esse resultado também corrobora com a hipótese do presente estudo no sentido de que quanto mais o resultado da empresa está comprometido com remuneração executiva, maior o índice de rejeição às propostas de remuneração (CAI; WALKLING, 2011; CONYON; SADLER, 2010; FERRI; MABER, 2013).

A remuneração em excesso apresentou o sinal esperado em todos os modelos nos quais foi testada, porém, apenas obteve significância estatística nos modelos C, H e J, como demonstra a tabela 10. No modelo H, por exemplo, ter remuneração em excesso aumenta a razão de chances de rejeição em 19,48%, ao nível de 5% de significância estatística. Este resultado indica que quando a remuneração do CEO é excessiva, a razão de chances de as propostas serem rejeitadas aumenta, o que está de acordo com estudos anteriores

(CONYON, 2016; FISCH et al., 2017b; FUNCHAL; TERRA, 2006; KRAUSE; WHITLER; SEMADENI, 2014).

A variável de sensibilidade pagamento-performance, citada em vários estudos como um determinante importante dos índices de rejeição às propostas executivas obteve significância estatística no modelo B. Então, pode-se dizer que a cada variação em um unidade na variável de sensibilidade pagamento-performance, a razão de chances de rejeição diminui em 1,78% (CONYON, 2016; FISCH ET AL., 2017); FUNCHAL E TERRA, 2006; KRAUSE ET AL, 2014).

As três suposições da segunda hipótese deste estudo são confirmadas neste modelo de regressão logística através do método de quase verossimilhança, o que diferente do resultado obtido através do método de máxima verossimilhança,

O último construto de variáveis do presente estudo diz respeito às variáveis de Governança Corporativa. A quantidade de membros independentes no Conselho de Administração, obteve significância estatística nos Modelos A, C, D e I. No modelo I, por exemplo, dado um aumento no número de membros independentes no Conselho, diminui a razão de chances de rejeição às propostas de remuneração em 29,44%, ao nível de 5% de significância. A quantidade de membros no Conselho também apresentou o sinal esperado, pois com mais membros independentes no Conselho, os acionistas tenderiam a aceitar melhor as propostas de remuneração sugeridas pelo Conselho. Este resultado é divergente do encontrado nos testes de diferenças de médias, porém, a análise multivariada é superior à análise univariada feita por estes testes.

O percentual de ações ON do maior acionista, apresentou significância estatística nos modelos B e D. De acordo com o modelo B, dada uma variação de uma unidade no percentual de ações ON do maior acionista, a razão de chances de rejeição às propostas executivas diminuiria em 2,08%, ao nível de 10%. O mesmo ocorre com o percentual de ações ON do grupo controlador. Dada uma variação em uma unidade neste percentual, a razão de chances de rejeição diminui em 1,88%, ao nível de 1% de significância, conforme modelo B. Estes resultados são consistentes e corroboram com a última hipótese do modelo uma vez que quanto maior o controle acionário da empresa, menor a probabilidade de haver

alguma rejeição às propostas de remuneração, corroborando com estudos anteriores (CAI; WALKLING, 2011; CONYON; SADLER, 2010; FERRI; MABER, 2013). O percentual total de ações do maior acionista, por outro lado, apresenta sinal positivo nos modelos que obteve significância. No modelo G, dada uma variação em uma unidade deste percentual, a razão de chances aumenta em 1,69%, ao nível de 5% de significância.

O percentual de membros independentes obteve significância estatística em 3 modelos, B, D e I. Ao analisar o modelo I, tem-se que, dada uma variação de uma unidade neste percentual, a razão de chances de rejeição diminui em 52,19%, ao nível de 5% de significância. Este resultado corrobora com o anterior, membros independentes diminuem as chances de rejeição das propostas de remuneração. O modelo H mostra que, se a empresa possui controle definido, a razão de chances de rejeição diminui em 47,89%, ao nível de 5% de significância. Novamente, controle definido tende a diminuir as chances de rejeição às propostas de remuneração.

Por último, a listagem nos níveis 2 e Novo Mercado influencia positivamente a razão de chances de rejeição às propostas de remuneração. O modelo I sugere que, ao nível de 5% de rejeição, a empresa pertencer a um desses níveis de governança da Bolsa, a razão de chances de ocorrer rejeição às propostas de remuneração aumenta em 75,77%. Esse resultado é divergente dos estudos internacionais sobre o tema, uma vez que o ativismo de acionistas tende a se direcionar a empresas com pobre governança corporativa (CAI; WALKLING, 2011; ERTIMUR; FERRI; STUBBEN, 2010; STATHOPOULOS; VOULGARIS, 2016).

A última hipótese do modelo foi a de que melhores práticas de governança influenciam negativamente nos índices de rejeição às propostas de remuneração. Os resultados deste modelo de quase verossimilhança também sugerem confirmação parcial desta hipótese. Membros independentes e controle definido diminuem o nível de rejeição às propostas enquanto que listagem nos maiores níveis de governança da Bovespa aumenta o nível de rejeição às propostas de remuneração nas empresas brasileiras de capital aberto.

Tabela 10 – Resultados das Regressões para a Variável Percrej

	Modelo A	Modelo B	Modelo C	Modelo D	Modelo E	Modelo F	Modelo G	Modelo H	Modelo I	Modelo J
roa	-0.001 (0.008)		-0.002 (0.012)					0.017 (0.015)		0.005 (0.133)
roe				0.003 (0.001)	0.008** (0.004)	0.006** (0.004)			0.003 (0.002)	
crescrl	-0.034*** (0.001)	-1.075* (0.593)	-0.064* (0.034)	-0.941* (0.494)			-1.147** (0.581)	-1.266* (0.682)	-1.417 (0.831)	-1.405* (0.785)
mktbook		0.003 (0.024)			-0.001 (0.001)	0.002 (0.004)	0.009 (0.004)			00
propostrem¹	0.0486 (0.153)	-0.0194 (0.147)	0.207 (0.0958)	0.0337 (0.152)						0.021 (0.129)
remtotal			0,01*** (0.041)	0.011692** (0.314)	0.02* (0.382)	0.02** (0.305)	0.033 (0.169)			
remtotdirebitda					-0.027 (1.262)				0.905 (0.238)	-0.034 (0.308)
remtotconsebitda		4.125 (2.078)				0.561** (5.637)	0.778* (7364)	6.312 (2.732)		
remdirtot	0.252 (0.291)	1.132 (0.164)	0.765 (0.274)	0.713** (0.286)	0.730* (0.380)	0.684** (0.276)				
remceo	0.184 (0.169)	0.248* (0.128)	0.218** (0.151)	0.187 (0.171)	-0.0779 (0.131)	0.046 (0.275)	0.016 (0.113)	0.077 (-0.354)		
varsenpayperf	-0.052 (0.301)	-0.018** (0.337)	-0.213 (0.364)	-0.021 (0.307)	0.012 (0.477)	-0.061 (0.407)	0.012 (0.337)			
dremexcesso	0.214 (0.529)	0.464 (0.273)	0.484* (0.279)				0.193 (0.332)	0.178** (-0.2731)	0.198 (0.324)	0.037** (0.291)
difpropmedsetor					0.054 (0.036)			-0.028 (0.05)	0.129 (0.098)	
remcontot			0.003 (0.089)					-0.074 (0.012)	-0.348 (0.109)	-0.026 (0.108)
qtdmicon	-0.153** (0.076)	0.182 (0.108)	0.241* (0.127)	-0.203** (0.108)				-0.023 (0.062)	-0.258** (0.132)	
percmaioracionon		-0.021*	-0.003	-0.014*						

		(0.008)	(0.006)	(0.007)						
percmemind	-0.218	-0.874*	0.157	-0.491*	0.2123	-0.524		-0.738**	0.252	
	(0.527)	(1.046)	(0.626)	(0.833)	(-0.679)	(0.619)		(0.782)	(0.469)	
perconcontrol	-0.019***	-0.019***		-0.015**	-0.017**		-0.183*			
	(-0.01)	(0.05)		(0.007)	(0.008)		(0.019)			
dcontroldef	-0.249				-0.158	0.081	0.008	-0.652**		
	(0.453)				(0.372)	(0.422)	(0.420)	(0.289)		
percmaioraciontot					0.0186*	0.131	0.017**	-0.002	0.010	
					(0.010)	(0.006)	(0.015)	(0.008)	(0.008)	
qtdmemtotconrem				0.126		0.063	0.104			
				(0.088)		(0.070)	(0.094)			
dnivgov		0.534		0.483**			0.360	0.993	0.564**	0.111*
		(0.580)		(0.377)			(0.309)	(0.460)	(0.535)	(0.454)
qtdmemcon			0.674		0.223				0.087*	0.006
			(0.034)		(0.310)				(0.035)	(0.036)
size	-0.031	-0.151	0.077	-0.033	0.075	-0.153	-0.040	0.057	0.084	0.067
	(0.068)	(0.084)	(0.078)	(0.070)	(0.110)	(0.094)	(0.081)	(0.089)	(0.084)	(0.086)
endiv¹	-0.003	-0.012	0.001	-0.002	0.024	-0.013	-0.071	0.103	0.001	0.009
	(0.021)	(0.003)	(0.004)	(0.002)	(0.091)	(0.001)	(0.003)	(0.011)	(0.041)	(0.033)
constante	-2.178	-4.128	-5.977***	-5.299**	-5.842***	-6.273***	-3.946*	-6.614***	-4.831**	-4.994**
	(2.385)	(2.309)	(2.244)	(2.379)	(1.926)	(2.227)	(2.334)	(2.213)	(2.164)	(2.274)
observações	328	319	266	328	275	333	328	226	233	226
Wald Chi2	23.56	29.89	29,80	29,78	28,92	27,22	29,83	26,84	29,78	23,79
p-valor	0.035	0.000	0.001	0.003	0.005	0.013	0.000	0.055	0.001	0.036

Fonte: Dados da Pesquisa. Nota: ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente. *roa* é o retorno sobre o ativo; *crescrl* é o crescimento da receita líquida; *ebitda* é o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização; *roe* representa o retorno sobre o patrimônio líquido; *mktbook* é a razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa; *propostrem* é o valor da proposta de remuneração apresentada na Assembleia; *dremexcesso* é a variável binária que assume o valor igual a 1 caso apresente remuneração em excesso e 0, caso contrário; *varsenpayerperf* é a sensibilidade performance-pagamento da remuneração total do CEO; *remtotal* é a remuneração total da diretoria e do conselho de administração; *remtotconsebitda* e *remtotdirebitda* referem-se à remuneração total do conselho e da diretoria em relação ao ebitda, respectivamente; *remceo* é a remuneração total do CEO; *remcontot* e *remdirtot* representam as remunerações totais do conselho e da diretoria, respectivamente; *difpropmedsetor* é a razão entre a proposta de remuneração e a remuneração média por setor; *percmaioracionon* e *percmaioraciontot* são os percentuais de ações ON e total de ações do maior acionista, respectivamente; *qtdmicon* é a quantidade de membros independentes do conselho; *dcontroldef* é a 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; *qtdmemconrem* é a quantidade de membros do conselho de remuneração; *qtdmemcon* é a quantidade de membros do conselho; *dnivgov* é uma 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; *endiv* é o endividamento mensurado pela relação entre o passivo total e o ativo total; *size* é o logaritmo natural do ativo total.

5. CONCLUSÕES

A remuneração executiva é considerada um importante instrumento de governança desde que elaborada de forma a alinhar interesses de acionistas e executivos. Após a crise de 2008 e escândalos envolvendo multinacionais, a remuneração passou a ser acompanhada mais atentamente pelos acionistas e pela comunidade científica. Desde então, a remuneração executiva vem sendo um dos maiores alvos de ativismo no mundo, e mais recentemente no Brasil.

Estudos internacionais mostram que o ativismo dos acionistas é mais voltado para empresas que apresentam desempenho abaixo do esperado; com alta remuneração do CEO e remuneração executiva excessiva, e fraca governança corporativa. Estudos posteriores encontram que, como resultado do “*Say on Pay*”, as empresas apresentaram menores níveis de remuneração e mais atreladas ao desempenho (ERTIMUR ET AL., 2011; BALSAM ET AL., 2016; CONYON, 2016; FISCH ET AL., 2017).

No Brasil, a instrução 561/2015 ampliou e favoreceu o ativismo de acionistas em relação à remuneração ao dispor sobre a divulgação dos mapas sintéticos de votação e o voto à distância. Essa divulgação foi inicialmente voluntária no ano de 2016, tornou-se obrigatória para algumas empresas em 2017 e, em 2018, passou a ser obrigatória para todas as empresas listadas na B3.

Neste contexto de maior divulgação, o presente estudo objetiva analisar quais fatores influenciam em votos contrários às propostas de remuneração executivas nas Assembleias Gerais. Para isso, foram analisadas 179 empresas nos anos de 2015 a 2018. Em 2015 e 2016, pode-se observar apenas se a proposta foi rejeitada ou aprovada por maioria ou unanimidade. Nos demais anos, observou-se, além do resultado, os mapas sintéticos de votação presencial e à distância, bem como a quantidade de votos favoráveis, contrários e abstenção dos acionistas. Foram utilizadas técnicas de análise uni variadas e multivariadas para estudar os determinantes de rejeição às propostas de remuneração executiva.

A primeira hipótese formulada e testada neste estudo previa que as variáveis de desempenho influenciam negativamente no índice de rejeição às propostas de remuneração analisadas. Os testes de diferenças de médias e proporções sugerem que as

médias das variáveis Retorno sobre o ativo, *Market to book* e *Q de Tobin* sejam significativamente maiores no grupo de empresas com rejeição se comparada com o grupo sem rejeição. A regressão da variável *dapr* para os anos 2015 e 2016, dos 6 modelos propostos, apenas o crescimento da receita líquida e o retorno sobre o patrimônio líquido apresentaram coeficientes com significância estatística. Entretanto, somente o crescimento da receita líquida apresentou o sinal negativo esperado. Os resultados da regressão logística de quase verossilhança para a variável *percrej* entre os anos de 2016 e 2018, também mostrou que as variáveis de desempenho não influenciam de forma relevante os índices de rejeição. As variáveis crescimento da receita líquida e retorno sobre o patrimônio líquido, mais uma vez, obtiveram coeficientes com significância estatística, porém o *roe* apresentou sinal contrário do esperado. Os resultados sugerem, portanto, que no contexto brasileiro e no tocante a remuneração executiva, os acionistas brasileiros tendem a focar em empresas com maiores desempenho, e assim, acabam por aumentar o índice de rejeição às propostas de remuneração.

A segunda hipótese deste estudo prevê que remuneração em excesso e remunerações absolutas e relativas altas influenciam positivamente no índice de rejeição às propostas, enquanto que a sensibilidade pagamento-performance influencia negativamente no índice de rejeição. As variáveis referentes à proposta de remuneração, remunerações totais, remuneração da diretoria e do Conselho e remuneração do CEO apresentaram médias significativamente maiores no grupo de empresas que apresentaram algum nível de rejeição. Isso é verificado com as variáveis relativas de remuneração como a diferença entre a proposta e a média do setor, e proporção da remuneração do Conselho em relação ao Ebitda. Além disso, a sensibilidade pagamento performance apresentou média significativamente menor no grupo com rejeição. Por fim, a presença de remuneração em excesso possui maior proporção entre as empresas integrantes do grupo com rejeição. As variáveis referentes aos montantes totais, diretoria e CEO aumentam a probabilidade de ocorrer rejeição às propostas de remuneração. Além disso, a proporção da remuneração do Conselho em relação ao Ebitda e a remuneração em excesso também aumentam a probabilidade de rejeição às propostas. A variável de sensibilidade pagamento-performance, conforme esperado, diminui a probabilidade de rejeição, uma vez que remunerações mais atreladas ao desempenho da empresa não são alvos de ativismo. Os resultados da regressão da variável dependente *dapr* mostraram que a proposta de remuneração, proposta total, remuneração da Diretoria aumentam o índice de rejeição às

propostas de remuneração executiva. A presença de remuneração excessiva também faz com que os índices de rejeição às propostas subam. Entretanto, a variável de sensibilidade pagamento performance influencia positivamente os índices de rejeição, contrário do obtido pelo teste de diferença de médias. Ao analisar os resultados das regressões da variável dependente *percrej*, tem-se que a remuneração total, remuneração da diretoria e remuneração do CEO influenciam positivamente e significativamente no índice de rejeição às propostas de remuneração. A variável relativa da remuneração do Conselho e do Ebitda também influencia positivamente a rejeição às propostas. A variável referente à sensibilidade pagamento performance influencia negativamente no índice de rejeição, contrário ao observado quando a variável dependente é a *dapr*. A segunda hipótese do modelo, então, é confirmada em sua totalidade através dos resultados dos testes univariados e multivariados das variáveis de rejeição, se considerados os resultados da variável *percrej*. Estes resultados são esperados e corroboram com estudos anteriores de Krause et al., (2014), Conyon (2016) e Fisch et al., (2017).

A terceira e última hipótese do modelo pressupõe que boas práticas de governança corporativa influenciam negativamente no índice de rejeição às propostas de remuneração executiva. A quantidade de membros totais e independentes obtiveram médias significativamente maiores no grupo de empresas com algum nível de rejeição, contrário ao esperado, enquanto que o percentual de membros independentes do Conselho obteve média maior no grupo de empresas sem rejeição, que condiz com o esperado para esta variável. O percentual de ações ON do maior acionista possui média significativamente maior no grupo sem rejeição, enquanto que é observado maior proporção de empresas com controle definido e grupo controlador também no grupo sem rejeição, resultados esperados para essas variáveis. Além disso, 80,1% das empresas com rejeição estão listadas nos níveis 2 ou Novo Mercado, e essa proporção cai para 56,7% no grupo de empresas sem rejeição, resultado este oposto ao esperado. Os resultados dos modelos realizados para a variável *dapr* sugerem que a quantidade de membros independentes no Conselho de Administração, influenciam positivamente o índice de rejeição às propostas de remuneração, o que é contrário ao esperado. O percentual de ações ON do maior acionista e do grupo controlador diminuem a probabilidade de ocorrer rejeição às propostas de remuneração, conforme esperado. Quanto maior o controle acionário da empresa, menor aparenta ser o índice de rejeição às propostas de remuneração. Listagem nos níveis 2 e Novo Mercado, por outro lado, parecem aumentar a razão de chances de

ocorrer rejeição às propostas, oposto ao esperado para esta variável. Os resultados para a variável dependente *percrej*, divergem em relação aos da variável dependente *dapr* apenas nas variáveis relativas à quantidade de membros independentes no Conselho e percentuais desse tipo de membros em relação ao total, que impacta negativamente nos índices de rejeição às propostas de remuneração. Então, a terceira hipótese pode ser confirmada parcialmente, pois a listagem nos níveis 2 e Novo Mercado influenciam contrariamente ao esperado no índice de rejeição, quando considerados os resultados da variável *percrej*. Esses resultados, exceto listagem na B3, corroboram com estudos anteriores que relacionam melhores práticas de governança com menores índices de rejeição. Uma possível explicação para o resultado divergente pode ser no sentido de que empresas listadas nos melhores segmentos sejam vistas, por seus acionistas, como mais receptivas ao ativismo e opiniões do que as que não estão nestes níveis (CAI; WALKLING, 2011; ERTIMUR; FERRI; MUSLU, 2011; STATHOPOULOS; VOULGARIS, 2016)

Este estudo, então, ao analisar as hipóteses sobre os determinantes dos índices de rejeição às propostas de remuneração executiva nas empresas brasileiras de capital aberto, apresentou que o desempenho não é um fator decisivo ao se analisar as propostas, como ocorre em empresas internacionais. No Brasil, as características de remuneração e governança corporativas têm relação mais forte com a decisão de aprovar ou rejeitar as propostas de remuneração para a gestão de suas empresas investidas. Esse resultado pode ter sofrido influência de características específicas das empresas brasileiras de capital aberto, bem como pelo novo ambiente regulatório em que as empresas de capital aberto do Brasil se inserem nos anos da análise. Porém, cabem estudos futuros para melhor entendimento dessas influências. Uma última sugestão para futuras pesquisas diz respeito à análise da influência de investidores institucionais nos índices de rejeição, tópico não abordado nesta pesquisa.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BALSAM, S. et al. The impact of say-on-pay on executive compensation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 35, n. 2, p. 162–191, 1 mar. 2016.

BARROS, L. A. B. DE C. et al. Recent activism initiatives in Brazil. **Relatórios Coppead**, n. 432, 21 jun. 2017.

BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z. DA; MAZZIONI, S. REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS VERSUS DESEMPENHO DAS EMPRESAS. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 13, n. 2, 7 out. 2014a.

BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z.; MAZZIONI, S. Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 13, n. 2, p. 8–25, 2014b.

BRAGA DE AGUIAR, A.; COPPE PIMENTEL, R. Remuneração de Executivos e Desempenho no Mercado Brasileiro: Relações Contemporâneas e Defasadas. **RAC - Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, n. 4, 2017.

BRANDÃO, R. Realidade distante, voto eletrônico é aposta para ativismo. **Estadão**, 29 mar. 2016.

CAI, J.; WALKLING, R. A. Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 46, n. 2, p. 299–339, abr. 2011.

CAMARGOS, M. A. DE; HELAL, D. H.; BOAS, A. P. **ANÁLISE EMPÍRICA DA RELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E O DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS**. . In: XXVII ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO. Foz do Iguaçu: 2007

CARTER, M. E.; ZAMORA, V. L. **Shareholder Remuneration Votes and CEO Compensation Design**. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 nov. 2007. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=1004061>>. Acesso em: 13 mar. 2018.

CARVALHO, D.; TORRES, F. Arrocho salarial. **Valor On Line**, 4 maio 2011a.

CARVALHO, D.; TORRES, F. Arrocho salarial. **Valor On Line**, 4 maio 2011b.

CHAVES DA SILVA, A.; NASCIMENTO WANDERLEY, C. A.; SANTOS, R. DOS. Utilização de ferramentas estatísticas em artigos sobre Contabilidade Financeira - um estudo quantitativo em três congressos realizados no país. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 7, n. 14, 2010.

CONYON, M. J. **Shareholder Dissent on Say-on-Pay and CEO Compensation**. Rochester, NY: Social Science Research Network, 16 mar. 2016. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=2748645>>. Acesso em: 7 mar. 2018.

CONYON, M.; SADLER, G. 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, 1 jul. 2010.

CORE, J. E.; GUAY, W.; LARCKER, D. F. The power of the pen and executive compensation. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 1, p. 1–25, 1 abr. 2008.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 3, p. 371–406, 1998.

CORE, J.; GUAY, W. Estimating the Value of Employee Stock Option Portfolios and Their Sensitivities to Price and Volatility. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 3, p. 613–630, 1 jun. 2002.

CORREA, R.; LEL, U. **Say on Pay Laws, Executive Compensation, Pay Slice, and Firm Valuation around the World**. Rochester, NY: Social Science Research Network, 20 jan. 2016. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=2243921>>. Acesso em: 10 ago. 2016.

CVM. Inst. 561/2015. Instrução CVM 561/2015. . 7 abr. 2015.

DENES, M. R.; KARPOFF, J. M.; MCWILLIAMS, V. B. Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research. **Journal of Corporate Finance**, v. 44, p. 405–424, 1 jun. 2017.

ERTIMUR, Y.; FERRI, F.; MUSLU, V. Shareholder Activism and CEO Pay. **Review of Financial Studies**, v. 24, n. 2, p. 535–592, fev. 2011.

ERTIMUR, Y.; FERRI, F.; OESCH, D. Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay. **Journal of Accounting Research**, v. 51, n. 5, p. 951–996, 1 dez. 2013.

ERTIMUR, Y.; FERRI, F.; STUBBEN, S. R. Board of directors' responsiveness to shareholders: Evidence from shareholder proposals. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, n. 1, p. 53–72, fev. 2010.

FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288–307, 1 abr. 1980.

FERRI, F.; MABER, D. A. Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK. **Review of Finance**, v. 17, n. 2, p. 527–563, 1 abr. 2013.

FISCH, J. E. et al. **Is Say on Pay All About Pay? The Impact of Firm Performance**. Rochester, NY: Social Science Research Network, 29 set. 2017a. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=3046597>>. Acesso em: 10 out. 2017.

FISCH, J. E. et al. **Is Say on Pay All About Pay? The Impact of Firm Performance**. Rochester, NY: Social Science Research Network, 29 set. 2017b. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=3046597>>. Acesso em: 10 out. 2017.

FUNCHAL, J. DE A.; TERRA, P. R. S. **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. Salvador, BA: 2006

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. **Journal of Financial Economics**, v. 57, n. 2, p. 275–305, 1 ago. 2000.

GILLAN, S.; STARKS, L. T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States.** Rochester, NY: Social Science Research Network, 2007. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=959670>>. Acesso em: 7 mar. 2018.

GONÇALVES, M. A importância da divulgação da remuneração dos administradores nas sociedades anônimas de capital aberto. **Jusbrasil**, 2015.

GORANOVA, M. et al. Corporate governance antecedents to shareholder activism: A zero-inflated process: Corporate Governance Antecedents to Shareholder Activism. **Strategic Management Journal**, v. 38, n. 2, p. 415–435, fev. 2017.

GORANOVA, M.; RYAN, L. V. Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review. **Journal of Management**, v. 40, n. 5, p. 1230–1268, 1 jul. 2014.

GUJARATI, D. **Econometria Básica.** 4. ed. Rio de Janeiro: [s.n.].

GUJARATI, D.; PORTER, D. **Econometria Básica.** 5ª ed. [s.l.: s.n.].

Ibef recorre para manter salários em sigilo. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/5559155/ibef-recorre-para-manter-salarios-em-sigilo>>. Acesso em: 17 abr. 2019.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1 out. 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance Pay and Top-Management Incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225–264, 1990a.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance Pay and Top-Management Incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225–264, 1990b.

JUDGE, W. Q.; GAUR, A.; MULLER-KAHLE, M. I. Antecedents of Shareholder Activism in Target Firms: Evidence from a Multi-Country Study. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 4, p. 258–273, 1 jul. 2010.

KARPOFF, J. M.; MALATESTA, P. H.; WALKLING, R. A. Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 42, n. 3, p. 365–395, nov. 1996.

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

KRAUSE, R.; WHITLER, K. A.; SEMADENI, M. Power to the Principals! An Experimental Look at Shareholder Say-On-Pay Voting. **Academy of Management Journal**, v. 57, n. 1, p. 94–115, 2 jan. 2014.

LARCKER, D. F.; ORMAZABAL, G.; TAYLOR, D. J. The market reaction to corporate governance regulation. **Journal of Financial Economics**, v. 101, n. 2, p. 431–448, ago. 2011.

MACIEL, K. T. DA S.; MARTIN, A. ASSEMBLEIA ELETRÔNICA: NOVO PARADIGMA PARA O ATIVISMO DOS ACIONISTAS NAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO. **A Barriguda: Revista Científica**, v. 5, n. 1, p. 38–53, 30 abr. 2015.

MALVESSI, O. L.; FILHO, J. L. P. Remuneração Executiva e o impacto na Geração de Valor. **Revista de Finanças e Contabilidade da Unimep**, v. 3, n. 1, p. 37–49, 3 fev. 2016.

MARTINEZ, A. L. **Agency Theory na Pesquisa Contábil**. . In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE. Foz do Iguaçu: 1998

MIETZNER, M.; SCHWEIZER, D. **Hedge Funds vs. Private Equity Funds as Shareholder Activists - Differences in Value Creation**. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 nov. 2007. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=1015714>>. Acesso em: 8 mar. 2018.

MURPHY, K. **Executive compensation**. [s.l.] Elsevier, 1999. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/bookchap/eeelabchp/3-38.htm>>. Acesso em: 7 mar. 2018.

MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 1, p. 11–42, 1 abr. 1985.

NARDI, P. C. et al. **Mecanismos de Governança Corporativa e a Relação com o Valor de Mercado e Desempenho das Empresas Brasileiras**. . In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD. Rio de Janeiro: 2007

PAPKE, L. E.; WOOLDRIDGE, J. M. Econometric methods for fractional response variables with an application to 401(k) plan participation rates. **Journal of Applied Econometrics**, v. 11, n. 6, p. 619–632, 1 nov. 1996.

PAPKE, L. E.; WOOLDRIDGE, J. M. Panel data methods for fractional response variables with an application to test pass rates. **Journal of Econometrics**, v. 145, n. 1–2, p. 121–133, jul. 2008.

PINTO, M. B.; LEAL, R. P. C. Ownership concentration, top management and board compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 17, n. 3, p. 304–324, jun. 2013.

RAO, S.; LEE-SING, C. R. Archived — Working Paper Number 7: Governance Structure, Corporate Decision-Making and Firm Performance in North America. 15 mar. 1996.

ROBERT, B. **Exercício de direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância.** text—[s.l.] Universidade de São Paulo, 22 maio 2014.

SANTOS, A. B. DOS; PEROBELLI, F. F. C. Reação do Mercado à Deliberação de Planos de Opção de Compra de Ações: Um Estudo de Eventos para as Empresas Negociadas na Bovespa. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 2, p. 163–195, 1 jan. 2009.

SCHAEFER, H.; HERTRICH, C. **Shareholder Activism in Germany: Theoretical Considerations and Empirical Evidence.** Rochester, NY: Social Science Research Network, 3 jul. 2011. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=1875661>>. Acesso em: 8 mar. 2018.

SCHAEFER, H.; HERTRICH, C. **Shareholder Activism in Germany: An Empirical Study.** Rochester, NY: Social Science Research Network, 21 out. 2013. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=2343045>>. Acesso em: 7 mar. 2018.

SILVEIRA, A. D. M. DA. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** text—[s.l.] Universidade de São Paulo, 8 out. 2002.

SILVEIRA, A. DI M. DA. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** text—[s.l.] Universidade de São Paulo, 30 nov. 2004.

SMITH, M. P. Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS. **The Journal of Finance**, v. 51, n. 1, p. 227–252, 1996.

SOUZA, J. A. S. DE. Transações com partes relacionadas: determinantes e impactos no desempenho das empresas. 28 nov. 2014.

STATHOPOULOS, K.; VOULGARIS, G. The Importance of Shareholder Activism: The Case of Say-on-Pay. **Corporate Governance: An International Review**, v. 24, n. 3, p. 359–370, maio 2016.

THOMAS, R. S.; COTTER, J. F. Shareholder proposals in the new millennium: Shareholder support, board response, and market reaction. **Journal of Corporate Finance**, SEC Regulation and Corporate Finance. v. 13, n. 2–3, p. 368–391, jun. 2007.

TROEGER, T. H.; WALZ, U. **Does Say on Pay Matter? Evidence from Germany.** Rochester, NY: Social Science Research Network, 13 set. 2017. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=2723792>>. Acesso em: 7 mar. 2018.