

Determinantes para Aprovação do Pacote de Remuneração dos Executivos por Parte dos Acionistas

Jean Carlo Rissatti

<https://orcid.org/0000-0002-7162-932X>

José Alonso Borba

<https://orcid.org/0000-0001-6068-342X>

Lucas Martins Dias Maragno

<https://orcid.org/0000-0001-6561-8985>

Edilson Paulo

<https://orcid.org/0000-0003-4856-9039>

Resumo

Objetivo: Analisar os fatores determinantes para aprovação do pacote de remuneração dos executivos pelos investidores institucionais das empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

Método: A pesquisa foi realizada sobre 771 votos de acionistas nas deliberações das Assembleias Gerais Ordinárias e Extraordinárias (AGO/E), no período de janeiro a abril de 2019, das firmas listadas na B3. A coleta de dados foi realizada manualmente e buscou, nos formulários de referência, posições acionárias, propostas das administrações, atas das assembleias gerais e mapas finais de votação analítico e sintético. Os dados obtidos foram analisados por meio de regressões logísticas.

Resultados: A remuneração total dos executivos está positivamente relacionada ao voto de aprovação do pacote por parte dos acionistas controladores, o que indica um alinhamento entre o principal-agente. Ainda, as demais hipóteses demonstraram um desalinhamento entre controladores e não controladores e que a dissidência reduz a probabilidade de aprovação dos pacotes de remuneração, o que aponta para um conflito de interesses entre principal-principal. Outro resultado da pesquisa indicou que há um excesso de remuneração por meio de pagamentos baseados em ações, o que pode indicar expropriação de recursos por esse tipo de remuneração.

Contribuições: Este trabalho contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e seus acionistas, gestores e para a transparência das empresas.

Palavras-chave: Remuneração de Executivos; Votação; Ativismo.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 06/08/2021. Pedido de Revisão em 08/11/2021. Resubmetido em 20/12/2021. Aceito em 22/12/2021 por Dr. Vinícius Gomes Martins (Editor assistente) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 01/04/2022. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

O ativismo dos acionistas em relação à remuneração dos executivos como forma de controle externo tem se tornado um assunto cada vez mais importante durante as assembleias gerais anuais (Obermann & Velte, 2018; Vargas et al., 2018). Em âmbito internacional, diversos estudos têm investigado o ativismo de acionistas por meio do voto dos investidores institucionais e seus efeitos para com as empresas e suas práticas de Governança Corporativa (GC) (Conyon & Sadler, 2010; Ertimur et al., 2011; Cucari, 2019; Iliev & Vitanova, 2019). No Brasil, observa-se que a temática remuneração de executivos tem sido explorada relacionando-a com: as políticas de governança corporativa (Punsvuo et al., 2007; Carvalhal & Souza, 2014; Vargas et al., 2018), o gerenciamento de resultados (Junior, 2013; Holanda et al., 2013), as características e os determinantes do ativismo dos acionistas (Vargas, 2013), como mecanismo de monitoramento (Silva, 2017), e desempenho (Aguilar & Pimentel, 2017; Beuren et al., 2020). Contudo, há pouca evidência sobre a relação entre o ativismo desses acionistas e a votação pela aprovação ou reprovação dos pacotes de remuneração dos executivos.

Apesar do mecanismo de votação da remuneração de executivos (tratada internacionalmente como *say on pay* [SOP]) existir desde 1997 no Art. 152 da Lei n.º 6.404, o tema somente atraiu considerável interesse de investidores, reguladores e pesquisadores após 2002, quando o Reino Unido começou a exigir votação anual da remuneração de executivos (Ferri & Maber, 2013). Em 2011, os Estados Unidos tornaram o SOP obrigatório para as empresas norte-americanas quanto à aprovação dos acionistas sobre a remuneração dos executivos, que deve ocorrer pelo menos uma vez a cada três anos (Ferri & Maber, 2013).

A votação do pacote de remuneração dos executivos é um importante mecanismo para a GC, pois pode promover o ativismo dos acionistas, dar mais voz aos proprietários (Cucari, 2019), ajudar a alinhar os interesses entre acionistas e diretores (Iliev & Vitanova, 2019) e ser um contrapeso aos abusos dos gestores (Pinto & Leal, 2013). Nesse sentido, funciona como mecanismo de monitoramento dos executivos, podendo ser visto como um sistema de incentivos e punições à direção (Cuñat et al., 2016; Iliev & Vitanova, 2019).

Evidências empíricas demonstram que em países europeus, o mecanismo de votação não só funcionou como forma de monitoramento, mas também como forma de pressionar as empresas a retirarem práticas controversas de remuneração. Os resultados de Cai e Walkling (2011) constataram que a pressão dos votos por parte dos acionistas criou mais valor para as empresas e Correa e Lel (2016) identificaram uma redução nos pagamentos aos executivos após a adoção da votação.

Apesar destes diversos achados, há limitada evidência sobre quais aspectos do pacote de remuneração dos executivos determinam a aprovação pelos acionistas (investidores institucionais) no mercado brasileiro. Supõe-se que o impedimento de divulgação destas informações contribuiu para isso. Contudo, a partir de 2018, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) derrubou uma liminar de 2010 que impedia a divulgação da remuneração dos executivos por parte das companhias abertas. Tendo em vista esse contexto, o presente estudo tem por objetivo analisar os fatores determinantes para aprovação do pacote de remuneração dos executivos pelos investidores institucionais das empresas brasileiras listadas na B3. Destaca-se a importância da participação dos investidores em vista da busca pelo modelo de “uma ação um voto” que pode impulsionar o ativismo (Valenti, 2018).

Este estudo contribui com o mercado acionário brasileiro, considerado assimétrico devido à concentração de propriedade (Silveira et al., 2003) e que pode acarretar a expropriação de riqueza por parte dos majoritários e prejudicar os minoritários (Aldrighi & Mazzer Neto, 2007), à medida que pode identificar características que auxiliem em um maior alinhamento entre os interesses dos acionistas e dos executivos e na redução do conflito de agência. Ainda, contribui para o entendimento de como o ativismo dos acionistas afeta a remuneração dos executivos a partir de dados divulgados recentemente que, desde 2010, não eram publicados pelas empresas brasileiras.

2. Revisão de Literatura

2.1 Ativismo e Investidores Institucionais

Na última década, os diversos estudos sobre remuneração de executivos e ativismo de acionistas têm aumentado (Obermann & Velte, 2018). Acionistas ativistas são investidores que, insatisfeitos com algo na empresa, visam mudar a gestão por meio da sua “voz”, ou seja, esforços proativos para mudar o comportamento da empresa ou as regras de governança (Black, 1998; Gillan & Starks, 1998). O ativismo dos acionistas tornou-se importante característica dos mercados financeiros, visto que miram empresas com desempenho insatisfatório e pressionam a administração para melhorar o seu desempenho (Gillan & Starks, 2000), além de buscarem assentos nos conselhos (Monks & Minow, 2011), uma vez que estes possuem a responsabilidade de monitorar seus gerentes (Gillan & Starks, 1998). Nesse sentido, o ativismo pode ser considerado como um mecanismo de proteção aos acionistas dentro da estrutura de GC.

Dentre os principais investidores ativistas, há os investidores institucionais, definidos como investidores que negociam uma grande quantidade de títulos (Cia et al., 2002). Como exemplificação, os investidores institucionais podem ser fundos de investimentos, fundos de pensão, companhias seguradoras, sociedades de capitalização, clubes de investimento, entidade de previdência privada aberta e fechada (Assaf Neto, 2014), fundos de *hedge*, fundações e fundos soberanos (Silveira, 2010).

Esses grupos de investidores possuem um papel importante no monitoramento das atividades da empresa (Bebchuk & Fried, 2003), pois dispõem de grande volume financeiro, visam investimentos de longo prazo (Assaf Neto, 2014), detêm grandes blocos de ações e possuem mais acesso às informações da companhia (Bainbridge, 2005). Nesse sentido, pode-se reduzir os custos de agência, pois além de serem responsáveis por grande parte dos negócios nas principais bolsas de valores, exercem seus direitos de *governance* e têm poderes para influenciar a gestão (Cia et al., 2002).

Acionistas tornam-se ativistas quando acreditam que a gestão não está maximizando o valor da companhia. O ativismo pode se dar de formas diferentes, dependendo do tipo de investidor ou de seus objetivos. Loop et al. (2018) explicam que investidores institucionais podem ser fundos de pensão, gestores de ativos, fundos mútuos e companhias de seguros, como BlackRock, *Vanguard Group*, *State Street Global*, *Fidelity Investments*, *J.P.Morgan Chase* e *Bank of New York Mellon* e, normalmente, buscam investimentos de longo prazo.

Evidências empíricas de Carvalhal e Souza (2014), em que analisaram 649 empresas listadas no período de 2002 a 2009, demonstraram que os fundos de *private equity* no papel de investidores institucionais ativistas possuem influência positiva na GC, e que as empresas com estes acionistas tendem a possuir melhores índices de GC, além de estarem listadas em maior parte no Novo Mercado. Entretanto, Edmans (2014) ressalta que os grandes investidores tanto podem minimizar os problemas de agência quanto agravá-los, pois podem extrair benefícios privados de controle, como induzir a empresa investida a negociar com outra empresa em que também são proprietários.

2.2 Remuneração de Executivos

A contratação e remuneração dos executivos por meio de contratos visa alinhar os interesses de acionistas e executivos. Entretanto, visto que não existem contratos perfeitos, a remuneração objetiva minimizar os custos de agência (Bebchuk et al., 2002). Na prática, os pacotes de remuneração são de responsabilidade dos conselhos de administração e de seus comitês de remuneração (Conyon, 2014; Monks & Minow, 2011) que procuram estabelecer incentivos adequados aos executivos na tentativa de maximizar o retorno ao acionista (Bebchuk et al., 2002).

O pacote de remuneração executiva pode conter diversos componentes. Dentre os componentes mais utilizados, têm-se salários, bônus, opções de ações (*stock options*), ações restritas (*restricted stock*), planos de incentivo de longo prazo e planos de aposentadoria, pensões, benefícios (seguro de saúde, vida, auxílio-creche, educação, carros corporativos) e privilégios (jatos corporativos, jantar executivo ou associações em clubes) (Balsam, 2002; Ellig, 2007; Goergen & Renneboog, 2011; Giroux, 2015).

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

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

2.3 Desenvolvimento das Hipóteses

No processo de votação, os acionistas possuem três opções quanto ao voto – aprovar, rejeitar e abster-se –, o que permite aos acionistas influenciarem a remuneração dos executivos (Hooghiemstra et al., 2015). Ressalta-se que o voto, por ser um processo consultivo, pode ser utilizado pelos membros do conselho para possíveis remoções de pessoas (Cuñat et al., 2016) e criar pressão para que o CEO se esforce mais na gestão da companhia (Iliev & Vitanova, 2019).

Na perspectiva da Teoria da Agência, o pacote de remuneração dos executivos pode ser considerado um dos mecanismos mais eficientes para incentivar os executivos a agirem em prol do desempenho da empresa (Krauter, 2013). Nesse sentido, as evidências demonstram uma relação positiva entre as empresas do mercado brasileiro que pagam maiores níveis de remuneração aos executivos e maiores níveis de desempenho, de curto e de longo prazo (Krauter, 2013; Aguiar & Pimentel, 2017; Beuren et al., 2020). Já Cai e Walkling (2011) constataram que a pressão dos votos por parte dos acionistas cria mais valor para as empresas que estejam dispostas a melhorar as práticas de remuneração. Dessa maneira, desenvolve-se a primeira hipótese de pesquisa.

Hipótese 1: Existe uma relação positiva entre a remuneração total dos executivos e o voto de aprovação do pacote de remuneração.

Uma característica importante do mercado brasileiro aponta para alta concentração acionária (Pinheiro et al., 2019), principalmente na composição dos conselhos (Crisóstomo et al., 2020). Nesse sentido, os controladores tendem a monitorar a gestão diretamente, substituindo a função do conselho sem a necessidade de um conselho independente que possa restringir o uso de benefícios privados de controle (Crisóstomo et al., 2020). Assim, além dos controladores buscarem incentivar o desempenho dos executivos por meio do voto de aprovação do pacote de remuneração, tendem a aprovar, a fim de evitarem conflitos com os executivos (Stathopoulos & Voulgaris, 2016). Dessa maneira, desenvolve-se a segunda hipótese de pesquisa.

Hipótese 2: Existe relação positiva entre o controlador e o voto de aprovação do pacote de remuneração dos executivos.

Além disso, as evidências empíricas demonstram os efeitos do ativismo para com a votação dos pacotes de remuneração dos executivos em mercados desenvolvidos dos EUA e do Reino Unido, contudo, não em âmbito nacional. Ferri e Maber (2013) apontam que, para os investidores do Reino Unido, o SOP não só funcionou como mecanismo de monitoramento, mas também como forma de pressionar as empresas a retirarem práticas controversas de remuneração. Obermann e Velte (2018) afirmam que o nível e a estrutura da remuneração do executivo são dois dos fatores que impulsionam o ativismo dos acionistas, pois os níveis de remuneração executiva podem afetar a votação dos acionistas. Morgan et al. (2006) apontam que os acionistas tendem a votar contra os planos potencialmente prejudiciais, contudo, os autores consideraram como *proxy* para planos prejudiciais aqueles que receberam votos negativos. Enquanto Armstrong et al. (2013) acrescentam que as propostas de pagamentos baseadas em ações atraíram mais desaprovações do que qualquer outra matéria levada à votação.

No contexto brasileiro, dada a concentração acionária é provável que surjam conflitos de interesses entre os acionistas (Crisóstomo et al., 2020). As evidências de Pinheiro et al. (2019) demonstram que a concentração acionária agrava o conflito entre os principais. Assim, a segunda hipótese de pesquisa aponta que o descontentamento dos demais acionistas se dará pelo voto de reprovação dos pacotes de remuneração dos executivos, fenômeno conhecido como dissidência.

Hipótese 3: Existe relação negativa entre a dissidência e a aprovação dos pacotes de remuneração.

3. Procedimentos Metodológicos

3.1 Coleta de Dados e Amostra

A pesquisa foi realizada sobre as deliberações nas Assembleias Gerais Ordinárias e Extraordinárias (AAGOs), no período de janeiro a abril de 2019. A coleta de dados também foi realizada manualmente neste período e buscou todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 S. A. B3. Inicialmente, do total de 367 empresas, 55 foram excluídas, pois não divulgaram dados referentes à votação (ata da assembleia, proposta da administração, mapa de votação em formato sintético e analítico) ou apresentaram inconsistências nos valores reportados (diferenças entre o divulgado no formulário de referência e na ata da assembleia). Este procedimento resultou em uma amostra de 312 empresas.

Em seguida, foram coletados dados sobre os acionistas que possuíam direito a voto na base de dados Economatica⁶. Dentre as 312 empresas, foram identificados 1.664 acionistas com participação acionária e com direito a voto, a partir dos quais foram realizadas algumas exclusões: i) empresas que não divulgaram os documentos (mapas, atas, propostas) e ii) investidores com denominações, tais como: ações em tesouraria, pessoas físicas, membros das diretorias, diversas pessoas jurídicas e outras sem classificações. Assim, restaram 926 investidores.

Em seguida, foram excluídas algumas atividades desenvolvidas pelos investidores, pois não são considerados investidores institucionais, tais como: abate de aves, aluguel de imóvel próprio, atividades diversas (associações, atendimento hospitalar, consultoria, organizações), comércio varejista e atacadista, compra e venda de imóveis próprios, construção, corretagem, criação de animais, cultivo, energia elétrica (geração, distribuição e transmissão), extração, fabricação (açúcar, cutelaria, armas de fogo, cabines, peças, fibras, etc.), serviços (engenharia, assistência social), transportes, emissão de vale-alimentação, ensino, gestões diversas (ativo intangível e propriedade imobiliária), incorporação imobiliária, alimentação, locação, moagem, outras atividades (serviços financeiros, publicidade, obras de engenharia, etc.), produção de aço, representantes comerciais, serviços de assistência, escritório e engenharia, suporte técnico, telefonia e transporte. A Tabela 1 apresenta amostra final, composta por 771 investidores.

Tabela 1

Classificação dos Investidores por Atividades Desenvolvidas

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

Fonte: elaborada pelos autores.

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

No que concerne à estrutura da remuneração, foram utilizadas as remunerações propostas (previstas) para o ano de 2018 que foram votadas em assembleias em 2019. Para estes dados, foram utilizadas as atas das AAGOs, propostas da administração (PA) e os formulários de referência (FR) das empresas. A classificação da remuneração segue a estrutura de acordo com o item 13.2 do FR e IN CVM 490/09: (i) a remuneração fixa é a somatória do salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês e outros; (ii) a remuneração variável é a somatória dos bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões e outros; (iii) benefícios pós-emprego, (iv) benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo, (v) remuneração baseada em ações, incluindo opções; e (vi) a remuneração total é a somatória da (i) remuneração fixa, (ii) remuneração variável.

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

As votações dos acionistas foram coletadas nos mapas analíticos de votação, disponíveis no site da B3. Quanto às atas, propostas e mapas, foram consideradas as divulgadas que aplicaram as alterações realizadas pela IN CVM 594/2017 em suas assembleias realizadas a partir de 5 de março de 2018 e cujos boletins de voto à distância foram divulgados a partir de 1º de fevereiro de 2018.

Por meio do mapa, foi possível identificar como os investidores se posicionam nas votações das propostas dos pacotes de remuneração dos executivos, uma vez que devem ser apresentados os cinco primeiros números do CPF ou do CNPJ do acionista. Ademais, foi realizada a verificação desses números por meio dos dados disponíveis nos FR de cada empresa da amostra no item 15 “Controle e grupo econômico”, no qual foram coletados se o acionista é residente no exterior, é acionista controlador e se participa do acordo de acionistas. As demais variáveis de controle foram coletadas no base de dados Economatica⁸

3.2 Variáveis e Modelos Empíricos

Foram construídos dois modelos de regressão logística, uma vez que as variáveis dependentes são dicotômicas. A variável dependente *VOTO* representa a aprovação ou rejeição do pacote de remuneração dos executivos. Cabe ressaltar que é possível votar a favor, contra ou abster-se, porém foram consideradas apenas duas opções (aprovação ou reprovação/abstenção).

O primeiro modelo objetivou testar a probabilidade de aprovação (*VOTO*) em relação à aprovação da remuneração total (*RTOTln*):

$$P(Y = 1) = \frac{1}{1 + e^{-g(\text{Voto}_i)}}$$

em que,

$$\text{VOTO}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{RTOTln}_i + \beta_2 \text{CTRA}_i + \beta_3 \text{ACTR}_i + \beta_4 \text{PART}_i + \beta_5 \text{DISSID}_i + \beta_6 \text{AEXT}_i + \beta_7 \text{ACAC}_i + \beta_8 \text{ESTD}_i + \beta_9 \text{NGC}_i + \beta_{10} \text{PREJ}_i + \beta_{11} \text{ROA}_i + \beta_{12} \text{ALAV}_i + \beta_{13} \text{ATIVOl}_i + \varepsilon$$

O segundo modelo objetivou explorar as relações entre a probabilidade de aprovação *VOTO* e os diversos tipos de remunerações presente no pacote de remuneração dos executivos, por exemplo, remunerações fixas como participação em comitês e benefícios e remunerações variáveis, como participações nos resultados e opções de ações.

$$P(Y = 1) = \frac{1}{1 + e^{-g(\text{Voto}_i)}}$$

em que:

$$\begin{aligned} \text{VOTO}_i = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{FSAL} \ln_i + \gamma_2 \text{FBEN} \ln_i + \gamma_3 \text{FPAR} \ln_i + \gamma_4 \text{FOUT} \ln_i + \gamma_5 \text{VBON} \ln_i + \\ & \gamma_6 \text{VRES} \ln_i + \gamma_7 \text{VREU} \ln_i + \gamma_8 \text{VCOM} \ln_i + \gamma_9 \text{VOUT} \ln_i + \gamma_{10} \text{BPOS} \ln_i + \gamma_{11} \text{BCEC} \ln_i + \\ & \gamma_{12} \text{ACAOL} \ln_i + \gamma_{13} \text{CTRA}_i + \gamma_{14} \text{ACTR}_i + \gamma_{15} \text{PART}_i + \gamma_{16} \text{DISSID}_i + \gamma_{17} \text{ACAC}_i + \gamma_{18} \text{AEXT}_i + \\ & \gamma_{19} \text{ESTD}_i + \gamma_{20} \text{NGC}_i + \gamma_{21} \text{PREJ}_i + \gamma_{22} \text{ROA}_i + \gamma_{23} \text{ALAV}_i + \gamma_{24} \text{ATIVOL} \ln_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

As variáveis dos modelos 1 e 2 estão descritas na Tabela 2.

Tabela 2

Descrição das variáveis dos modelos

Variáveis	Definição	Mensuração	Fundamentação Teórica
DEPENDENTE			
<i>VOTO</i>	Voto de todos os acionistas que participaram das assembleias gerais	Variável <i>dummy</i> , aprovação = 1 do contrário = 0.	Conyon e Sadler (2010); Ferri e Maber (2013); Hooghiemstra et al. (2015); Correa e Lel, (2016); Hooghiemstra et al. (2017)
INDEPENDENTES			
Remuneração dos Executivos			
<i>RTOTln</i>	Remuneração total dos executivos	Logaritmo natural da remuneração total dos executivos	Obermann e Velte (2018); Conyon e Sadler, (2010); Armstrong et al. (2013); Balsam et al. (2016); Conyon (2016); Hooghiemstra et al. (2017)
<i>FSALln</i>	Parcela fixa da remuneração com salário ou pró-labore.	Logaritmo natural da parcela fixa da remuneração com salário ou pró-labore	
<i>FBENln</i>	Parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos.	Logaritmo natural da parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos	
<i>FPARln</i>	Parcela fixa da remuneração por participação em comitês.	Logaritmo natural da parcela fixa da remuneração por participação em comitês	
<i>FOUTln</i>	Parcela fixa de outras remunerações.	Logaritmo natural da parcela fixa de outras remunerações	
<i>VBONln</i>	Parcela variável da remuneração em bônus.	Logaritmo natural da parcela variável da remuneração em bônus	
<i>VRESln</i>	Parcela variável da remuneração com participação nos resultados (PR).	Logaritmo natural da parcela variável da remuneração com participação nos resultados (PR)	
<i>VREUln</i>	Parcela variável da remuneração por participação em reuniões.	Logaritmo natural da parcela variável da remuneração por participação em reuniões	

Variáveis	Definição	Mensuração	Fundamentação Teórica
<i>VOUIn</i>	Parcela variável com outras remunerações.	Logaritmo natural da parcela variável com outras remunerações	
<i>BPOSIn</i>	Parcela da remuneração com benefícios de pós-emprego.	Logaritmo natural da parcela da remuneração com benefícios de pós-emprego	
<i>BCECIn</i>	Parcela da remuneração com benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo (CEC).	Logaritmo natural da parcela da remuneração com benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo	
<i>ACAOLn</i>	Parcela da remuneração baseada em ações, incluindo opções.	Logaritmo natural da parcela da remuneração baseada em ações, incluindo opções	
Controlador			
<i>CTRA</i>	Existência de Acionistas Controladores.	Percentual dos três maiores acionistas	Firth et al. (2006); Firth et al. (2007); Conyon e He (2011); Silva e Chien (2013)
<i>ACTR</i>	Existência de acionista controlador (AC)	Variável <i>dummy</i> , investidor é AC = 1 do contrário = 0	Firth et al. (2006); Firth et al. (2007); Conyon e He (2011); Silva e Chien (2013)
<i>PART</i>	Porcentagem detida pelo investidor controlador.	Percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador	Firth et al. (2006); Firth et al. (2007); Conyon e He (2011); Silva e Chien (2013)
Dissidência			
<i>DISSID</i>	Empresas que apresentaram alta rejeição e abstenção de votos (> 20%)	Variável <i>dummy</i> , empresa com rejeição e abstenção acima de 20% = 1 do contrário = 0	Ertimur (2013); Ferri e Maber (2013); Hooghiemstra et al. (2015); Correa e Lel (2016); Kimbro e Xu (2016)
Variáveis de Controle			
<i>AEXT</i>	Se o acionista é residente no exterior (RE)	Variável <i>dummy</i> , investidor é RE = 1 do contrário = 0	Firth et al. (2007) Croci et al. (2012); Conyon et al. (2019)
<i>ACAC</i>	Se o investidor faz parte de acordo de acionista (AA)	Variável <i>dummy</i> , investidor participa do AA = 1 do contrário = 0	Ertimur et al. (2011); Falco et al. (2016)
<i>ESTD</i>	Investidor que seja ou pertença ao Estado.	Variável <i>dummy</i> , investidor é público = 1 do contrário = 0	Firth et al. (2006); Firth et al. (2007); Conyon e He (2011)
<i>NGC</i>	Empresas listadas na B3 que participam do Novo Mercado (NM)	Variável <i>dummy</i> , empresa pertence ao NM = 1 do contrário = 0	Alencar (2005); Terra e Lima (2006); Antunes et al. (2013); Carvalho e Souza (2014)
<i>PREJ</i>	Prejuízo apresentado no ano anterior.	Variável <i>dummy</i> , apresenta prejuízo no ano anterior = 1 do contrário = 0	Kaplan e Zamora (2018)
<i>ROA</i>	Retorno do ativo	Lucro Líquido dividido pelo total do ativo	Brav et al. (2008); Becht et al. (2009)
<i>ALAV</i>	Alavancagem Financeira	Alavancagem financeira.	Brav et al. (2008); Grosse et al. (2017)
<i>ATIVOLn</i>	Ativo total	Logaritmo natural do ativo total	

Fonte: elaborada pelos autores.

4. Análise de Resultados

4.1 Análises Descritivas

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

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis presentes nos modelos 1 e 2.

Tabela 3

Estatísticas Descritivas

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
VOTO	614			0	1
RTOT	614	22.643.977,68	37.385.466,30	9.200,00	370.000.000,00
RTOTIn	614	16,228	1,383	9,130	19,730
FSAL	614	7.831.252,10	8.141.822,86	9.200,00	80.700.000,00
FSALIn	614	15,433	1,122	9,130	18,210
FBEN	614	718.924,40	1.576.873,37	0,000	17.300.000,00
FBENIn	614	9,678	5,838	0	16,670
FPAR	614	213.901,65	565.968,98	0	3.228.000,00
FPARIn	614	2,824	5,497	0	14,990
FOUT	614	1.900.728,39	5.457.591,23	0	67.237.500,00
FOUTIn	614	9,564	6,698	0	18,020
VBON	614	3.042.548,28	5.779.919,93	0	43.716.739,00
VBONIn	614	7,845	7,567	0	17,590
VRES	614	2.798.687,33	8.001.581,28	0	79.500.000,00
VRESIn	614	5,182	7,239	0	18,190
VREU	614	17.512,54	128.456,37	0	1.213.920,00
VREUIn	614	0,338	2,077	0	14,010
VOUT	614	788.589,65	2.549.759,21	0	20.888.680,00
VOUTIn	614	4,989	6,693	0	16,850
BPOS	614	162.248,37	458.257,92	0	3.870.000,00
BPOSIn	614	3,485	5,712	0	15,170
BCEC	614	951.541,86	6.370.462,18	0	68.907.261,00
BCECIn	614	1,757	4,813	0	18,050
ACAO	614	4.218.043,11	18.526.904,59	0	293.868.000,00
ACAOIn	614	6,416	7,485	0	19,500

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>CTRA</i>	614	0,643	0,235	0,130	1
<i>ACTR</i>	614			0	1
<i>PART</i>	614	0,242	0,268	0	1
<i>DISSID</i>	614			0	1
<i>AEXT</i>	614			0	1
<i>ACAC</i>	614			0	1
<i>ESTD</i>	614			0	1
<i>NGC</i>	614			0	1
<i>PREJ</i>	557			0	1
<i>ROA</i>	555	-2,440	46,817	-978,114	37,617
<i>ALAV</i>	518	1,954	15,097	-54,501	135,434
<i>ATIVOLn</i>	557	22,137	2,103	9,716	28,132

Legenda: *VOTO* = Voto dos acionistas, variável *dummy*, aprovação = 1 do contrário = 0; *RTOTln* = Logaritmo natural da remuneração total dos executivos; *FSALln* = Logaritmo natural da parcela fixa da remuneração com salário ou pró-labore; *FBENln* = Logaritmo natural da parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos; *FPARln* = Logaritmo natural da parcela fixa da remuneração por participação em comitês; *FOUTln* = Logaritmo natural da parcela fixa de outras remunerações; *VBONln* = Logaritmo natural da parcela variável da remuneração em bônus; *VRESln* = Logaritmo natural da parcela variável da remuneração com participação nos resultados (PR); *VREUln* = Logaritmo natural da parcela variável da remuneração por participação em reuniões; *VOUln* = Logaritmo natural da parcela variável com outras remunerações; *BPOSln* = Logaritmo natural da parcela da remuneração com benefícios de pós-emprego; *BCECl* = Logaritmo natural da parcela da remuneração com benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo; *ACAOLn* = Logaritmo natural da parcela da remuneração baseada em ações, incluindo opções; *CTRA* = Percentual dos três maiores acionistas; *ACTR* = Existência de acionista controlador (AC), variável *dummy*; *PART* = Percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. *DISSID* = Variável *dummy*, empresa com rejeição e abstenção acima de 20% = 1 do contrário = 0; *AEXT* = Se o acionista é residente no exterior (RE), variável *dummy*; *ACAC* = Se o investidor faz parte de acordo de acionista (AA), variável *dummy*; *ESTD* = Investidor que seja ou pertença ao Estado, variável *dummy*; *NGC* = Empresas que participam do Novo Mercado (NM), variável *dummy*; *PREJ* = variável *dummy*; *ROA* = Lucro Líquido dividido pelo total do ativo; *ALAV* = Alavancagem financeira; *ATIVOLn* = Logaritmo natural do ativo total.

Fonte: elaborada pelos autores.

A variável *VOTO* apresentou aproximadamente 90% de votos a favor de aprovação dos pacotes de remuneração dos executivos. Também, destes acionistas, 32% participam do acordo de acionistas. Aproximadamente, 18% das votações possuem acionistas residentes no exterior (*AEXT*).

As remunerações dos executivos foram apresentadas em valores absolutos e em valores transformados em logaritmo natural. As estatísticas descritivas apontam que a remuneração total média foi de R\$22.643,00 (vinte dois mil seiscentos e quarenta e três reais). Dentre os tipos de remuneração dos executivos, a parcela fixa dos salários e as parcelas variáveis de bônus, a participação nos resultados e a baseada em ações apresentaram as maiores médias. A parcela fixa do salário, variável *FSAL*, apresentou média de R\$7.831,00 (sete mil oitocentos e trinta e um reais). A parcela variável da remuneração em bônus (*VBON*) apresentou média de R\$.042,00 (três mil e quarenta e dois reais). A parcela variável da remuneração com participação nos resultados (*VRES*) apresentou média de R\$2.798,00 (dois mil setecentos e noventa e oito reais). Por fim, a remuneração baseada em ações, incluindo opções, apresentou média de R\$4.218,00 (quatro mil duzentos e dezoito reais).

4.2 Resultados dos Modelos Logísticos

A Tabela 4 apresenta os resultados referentes às regressões dos modelos 1 e 2, que explicam o voto favorável dos acionistas ao pacote de remuneração dos executivos e suas relações com as variáveis de interesse.

Tabela 4

Resultados das Regressões Logísticas

Variáveis	Relação Esperada	Modelo 1			Modelo 2		
		Coefficiente	Chance	Erro Padrão	Coefficiente	Chance	Erro Padrão
<i>RTOTln</i>	(+)	0,338*	1,403	0,191			
<i>FSALln</i>					0,257	1,294	0,262
<i>FBENln</i>					0,084**	1,087	0,036
<i>FPARln</i>					-0,007	0,993	0,04
<i>FOUTln</i>					0,074**	1,077	0,037
<i>VBONln</i>					-0,025	0,975	0,035
<i>VRESln</i>					-0,037	0,964	0,034
<i>VREUln</i>					-0,015	0,985	0,080
<i>VOUTln</i>					0,024	1,024	0,037
<i>BPOSln</i>					-0,05	0,951	0,045
<i>BCECl</i>					0,061	1,063	0,059
<i>ACAOLn</i>					0,013	1,014	0,031
<i>CTRA</i>	(+)	-1,013	0,363	1,183	-0,603	0,547	1,264
<i>ACTR</i>	(+)	1,595***	4,927	0,585	1,853***	6,378	0,614
<i>PART</i>	(+)	1,095	2,989	1,213	1,248	3,483	1,310
<i>DISSID</i>	(-)	-2,628***	0,072	0,417	-2,721***	0,066	0,462
<i>ACAC</i>	(+)	0,68	1,973	0,532	0,462	1,588	0,578
<i>AEXT</i>	(+)	-0,785*	0,456	0,407	-0,653	0,521	0,429
<i>ESTD</i>	(-)	-0,369	0,692	0,469	-0,695	0,499	0,52
<i>NGC</i>	(+)	0,486	1,627	0,506	0,502	1,653	0,581
<i>PREJ</i>	(-)	-0,879**	0,415	0,383	-0,902**	0,406	0,444
<i>ROA</i>	(+)	-0,002	0,998	0,006	0,000	1,000	0,006
<i>ALAV</i>	(-)	-0,012	0,988	0,010	-0,008	0,992	0,010
<i>ATIVOLn</i>	(+/-)	-0,166	0,847	0,119	-0,271*	0,763	0,151
<i>Constante</i>		1,564		2,660	4,156		3,607

Variáveis	Relação Esperada	Modelo 1			Modelo 2		
		Coefficiente	Chance	Erro Padrão	Coefficiente	Chance	Erro Padrão
<i>N</i>			518		518		
<i>R</i> ²			0,3050		0,3512		
<i>Log Likelihood</i>			-115,850		-108,104		
<i>Wald Chi2</i>			101,560		117,050		
<i>Prob > Chi2</i>			0,000		0,000		
<i>Sensitivity</i>			0,979		0,976		
<i>Specificity</i>			0,314		0,353		
ROC			0,883		0,901		
VIF médio			1,560		1,690		

Legenda: *VOTO* = Voto dos acionistas, variável *dummy*, aprovação = 1 do contrário = 0; *RTOTln* = Logaritmo natural da remuneração total dos executivos; *FSALln* = Logaritmo natural da parcela fixa da remuneração com salário ou pró-labore; *FBENln* = Logaritmo natural da parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos; *FPARln* = Logaritmo natural da parcela fixa da remuneração por participação em comitês; *FOUTln* = Logaritmo natural da parcela fixa de outras remunerações; *VBONln* = Logaritmo natural da parcela variável da remuneração em bônus; *VRESln* = Logaritmo natural da parcela variável da remuneração com participação nos resultados (PR); *VREUln* = Logaritmo natural da parcela variável da remuneração por participação em reuniões; *VOUTln* = Logaritmo natural da parcela variável com outras remunerações; *BPOSln* = Logaritmo natural da parcela da remuneração com benefícios de pós-emprego; *BCECLn* = Logaritmo natural da parcela da remuneração com benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo; *ACAOLn* = Logaritmo natural da parcela da remuneração baseada em ações, incluindo opções; *CTRA* = Percentual dos três maiores acionistas; *ACTR* = Existência de acionista controlador (AC), variável *dummy*; *PART* = Percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. *DISSID* = Variável *dummy*, empresa com rejeição e abstenção acima de 20% = 1 do contrário = 0; *AEXT* = Se o acionista é residente no exterior (RE), variável *dummy*; *ACAC* = Se o investidor faz parte de acordo de acionista (AA), variável *dummy*; *ESTD* = Investidor que seja ou pertença ao Estado, variável *dummy*; *NGC* = Empresas que participam do Novo Mercado (NM), variável *dummy*; *PREJ* = variável *dummy*; *ROA* = Lucro Líquido dividido pelo total do ativo; *ALAV* = Alavancagem financeira; *ATIVOLn* = Logaritmo natural do ativo total.

*, **, *** indica significância estatística a nível de 0,10, 0,05 e 0,01, respectivamente.

O *R*² não demonstra evidências de que a multicolinearidade pode estar influenciando as estimativas. Os testes do *p*-valor do *chi*² para todos os modelos indicam que pode ser rejeitada a hipótese de que os modelos não são adequados. *R*² de McFadden.

Fonte: elaborada pelos autores.

Os resultados da regressão logística para o modelo 1 revelaram que a remuneração total dos executivos (*RTOTln*) demonstrou-se positivamente relacionada à aprovação do pacote (*coef.* = 0,338, *p* < 0,10). Isso significa que quanto maior a probabilidade de aprovação maior será a remuneração total dos executivos, o que confirma a Hipótese 1. Contudo, dentre as variáveis de desempenho, a variável *PREJ* apresentou relação significativa e negativa (*coef.* = -0,879, *p* < 0,05). Isso indica que quando a empresa evidencia prejuízo no período anterior, a probabilidade de aprovação do pacote de remuneração diminui. Esse resultado sugere que os investidores institucionais monitoram o desempenho das empresas e expressam seu descontentamento com a gestão votando pela reprovação da remuneração.

A variável *VOTO* demonstrou-se positivamente relacionada à variável *ACTR* (*coef.* = 1,595, *p* < 0,01) e negativamente relacionada à *AEXT* (*coef.* = -0,785, *p* < 0,10). Para a variável *ACTR*, os resultados sugerem que o acionista controlador é aquele que vota em aprovar os pacotes de remuneração, com chance aproximadamente 4 vezes maior em relação aos acionistas não controladores, o que demonstra a intenção deste grupo em incentivar os executivos das companhias, confirmando a Hipótese 2. Em contrapartida, a variável *AEXT* demonstrou que o voto do acionista residente no exterior é contrário ao voto de aprovação do pacote de remuneração, probabilidade de 45,6%. Isso indica que os acionistas estrangeiros possuem posições contrárias ao voto do acionista controlador sobre a aprovação dos pacotes de remuneração.

Ainda, a variável *DISSID* apresentou relação negativa ao voto de aprovação dos acionistas ($coef = -2,628, p < 0,01$), o que confirma a Hipótese 3. Isso demonstra a insatisfação dos acionistas quanto ao voto de aprovação por parte dos investidores institucionais, ou seja, diminui a chance de aprovação dos pacotes de remuneração. Ressalta-se que a dissidência considerada foi acima de 20%, conforme a literatura (Correa & Lel, 2016; Kimbro & Xu, 2016).

O modelo 2 buscou explorar as relações específicas dos tipos de remuneração presentes no pacote. Os resultados da regressão logística para o modelo 1b revelaram que as variáveis *ACTR* e *DISSID* permaneceram estatisticamente significativas ($coef. = 1,853, p < 0,01$ e $coef. = -2,721, p < 0,01$, respectivamente). Em relação aos tipos de remuneração, as variáveis *FBENln*, *FOUTln* apresentaram relação estatisticamente significativas e positivas ($coef. = 0,084, p < 0,05$ e $coef. = 0,074, p < 0,05$, respectivamente). Isso indica que a parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos, como, por exemplo, plano de saúde, assistência odontológica, realização de *checkup* médico periódico, seguro de vida e plano de previdência privada, tem relação positiva a aprovação do pacote de remuneração. Esse resultado sugere que os investidores institucionais concordam em aprovar estes benefícios aos executivos.

Em relação às variáveis de controle, *PREJ* e *ATIVOLn* apresentaram relação estatisticamente significativas e negativas ($coef. = -0,902, p < 0,05$ e $coef. = -0,271, p < 0,10$, respectivamente). Isso significa que, novamente, quando as empresas divulgam prejuízos no período anterior, a probabilidade de o pacote de remuneração ser aprovado é menor. Ainda, para o modelo 2, o resultado para a variável *ATIVOLn* indica que quanto maior a quantidade de votos de aprovação menor o tamanho da empresa. Isso significa que empresas maiores possuem maior divergência em aprovar o pacote de remuneração entre os investidores institucionais.

4.3 Resultados Adicionais

Com a finalidade de analisar o efeito do excesso de remuneração, optou-se por realizar um teste adicional considerando as remunerações dos executivos acima da média setorial, visto que o excesso de remuneração agrava a expropriação de riqueza (Correa & Lel, 2016; Kimbro & Xu, 2016). Assim, a pergunta que norteia a análise adicional sobre o excesso de remuneração é: a remuneração acima da média do setor influencia na probabilidade de aprovação do pacote de remuneração dos executivos pelos sócios acionistas?

Para tanto, considerou-se o valor de 1 (um) para as empresas que possuíam a remuneração acima da média setorial e 0 (zero) para as que remuneram abaixo da média setorial. A Tabela 5 apresenta os resultados referentes às regressões dos modelos que explicam o excesso de remuneração dos executivos.

Tabela 5

Resultados das Regressões Logísticas Adicionais

Equação 3

$$VOTO_i = \beta_0 + \beta_1 RTOTm_i + \beta_2 CTRA_i + \beta_3 ACTR_i + \beta_4 PART_i + \beta_5 DISSID_i + \beta_6 AEXT_i + \beta_7 ACAC_i + \beta_8 ESTD_i + \beta_9 NGC_i + \beta_{10} PREJ_i + \beta_{11} ROA_i + \beta_{12} ALAV_i + \beta_{13} ATIVOLn_i + \varepsilon$$

Equação 4

$$VOTO_i = \gamma_0 + \gamma_0 + \gamma_1 FSALm_i + \gamma_2 FBENm_i + \gamma_3 FPARm_i + \gamma_4 FOUTm_i + \gamma_5 VBONm_i + \gamma_6 VRESm_i + \gamma_7 VREUm_i + \gamma_8 VCOMm_i + \gamma_9 VOUTm_i + \gamma_{10} BPOSm_i + \gamma_{11} BCECm_i + \gamma_{12} ACAOm_i + \gamma_{13} CTRA_i + \gamma_{14} ACTR_i + \gamma_{15} PART_i + \gamma_{16} DISSID_i + \gamma_{17} ACAC_i + \gamma_{18} AEXT_i + \gamma_{19} ESTD_i + \gamma_{20} NGC_i + \gamma_{21} PREJ_i + \gamma_{22} ROA_i + \gamma_{23} ALAV_i + \gamma_{24} ATIVOLn_i + \varepsilon$$

Variáveis	Modelo 3			Modelo 4		
	Coefficiente	Chance	Erro Padrão	Coefficiente	Chance	Erro Padrão
<i>RTOTm</i>	1,064**	2,899	0,496			
<i>FSALm</i>				0,557	1,746	0,574
<i>FBENm</i>				0,487	1,628	0,519
<i>FPARm</i>				-0,473	0,623	0,538
<i>FOUTm</i>				0,486	1,625	0,519
<i>VBONm</i>				-0,37	0,691	0,507
<i>VRESm</i>				0,486	1,626	0,484
<i>VREUm</i>				-0,438	0,645	1,283
<i>VOUTm</i>				0,627	1,872	0,575
<i>BPOSm</i>				-0,376	0,687	0,625
<i>BCECm</i>				0,751	2,12	0,915
<i>ACAOm</i>				1,074*	2,927	0,564
<i>CTRA</i>	-0,863	0,422	1,168	-0,688	0,502	1,299
<i>ACTR</i>	1,734***	5,664	0,587	1,803***	6,068	0,611
<i>PART</i>	0,889	2,432	1,212	1,393	4,026	1,308
<i>DISSID</i>	-2,705***	0,067	0,428	-2,929***	0,053	0,479
<i>ACAC</i>	0,671	1,956	0,530	0,548	1,729	0,586
<i>AEXT</i>	-0,820**	0,44	0,410	-0,785*	0,456	0,427
<i>ESTD</i>	-0,507	0,602	0,475	-0,595	0,551	0,528
<i>NGC</i>	0,632	1,881	0,504	0,609	1,839	0,540
<i>PREJ</i>	-0,714*	0,489	0,395	-0,737*	0,478	0,422
<i>ROA</i>	-0,002	0,998	0,007	-0,003	0,997	0,007
<i>ALAV</i>	-0,011	0,989	0,009	-0,013	0,987	0,010
<i>ATIVOLn</i>	-0,151	0,859	0,109	-0,207*	0,813	0,126
Constante	6,138**		2,437	6,927**		2,742
<i>N</i>		518			518	
<i>R²</i>		0,3110			0,3370	
<i>Log Likelihood</i>		-114,856			-110,401	
<i>Wald Chi2</i>		103,54			112,46	
<i>Prob > Chi2</i>		0,000			0,000	
<i>Sensitivity</i>		0,979			0,976	
<i>Specificity</i>		0,294			0,353	
<i>ROC</i>		0,889			0,892	
<i>VIF médio</i>		1,420			1,530	

Legenda: VOTO = Voto de todos os acionistas que participaram das assembleias gerais, variável *dummy*, aprovação = 1 do contrário = 0; *RTOTm*, *FSALm*, *FBENm*, *FPARm*, *FOUTm*, *VBONm*, *VRESm*, *VREUm*, *VOUTm*, *BPOSm*, *BCECm*, *ACAOm* são variáveis *dummy*, possui remuneração acima da média setorial = 1, do contrário = 0; *ACTR* = Existência de acionista controlador (AC), variável *dummy*, investidor é AC = 1 do contrário = 0; *PART* = Percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. *DISSID* = Variável *dummy*, empresa com rejeição e abstenção acima de 20% = 1 do contrário = 0; *AEXT* = Se o acionista é residente no exterior (RE), variável *dummy*, investidor é RE = 1 do contrário = 0; *ACAC* = Se o investidor faz parte de acordo de acionista (AA), variável *dummy*, investidor participa do AA = 1 do contrário = 0; *ESTD* = Investidor que seja ou pertença ao Estado, variável *dummy*, investidor é público = 1 do contrário = 0; *NGC* = Empresas listadas na B3 que participam do Novo Mercado (NM), Variável *dummy*, empresa pertence ao NM = 1 do contrário = 0; *PREJ* = Variável *dummy*, apresenta prejuízo no ano anterior = 1 do contrário = 0; *ROA* = Lucro Líquido dividido pelo total do ativo; *ALAV* = Alavancagem financeira; *ATIVOLn* = Logaritmo natural do ativo total.

*, **, *** indica significância estatística a nível de 0,10, 0,05 e 0,01, respectivamente.

O R^2 não demonstra evidências de que a multicolinearidade pode estar influenciando as estimativas. Os testes do p-valor do χ^2 para todos os modelos indicam que pode ser rejeitada a hipótese de que os modelos não são adequados. R^2 de McFadden.

Fonte: elaborada pelos autores.

Os resultados da regressão logística para o modelo 3 revelaram que as variáveis *ACTR*, *AEXT*, *DISSID* são estatisticamente significantes. Esses resultados demonstram que a presença de investidor residente no exterior e a dissidência dos acionistas é negativamente relacionada ao voto de aprovação dos pacotes de remuneração, tanto para as remunerações em valores quanto para o excesso de remuneração, visto que a variável *RTOTm* mostrou-se estatisticamente significativa e positivamente relacionada ao voto (*coef.* = 1,064, $p < 0,05$). Da mesma forma que os resultados das equações 1 e 2, a variável *PREJ* mostrou-se estatisticamente significativa e negativamente relacionada ao voto (*coef.* = -0,714, $p < 0,05$).

O modelo 4 buscou explorar as relações específicas dos tipos de remuneração em excesso presentes no pacote. Os resultados da regressão logística para o modelo 2b revelaram que as variáveis *ACTR*, *AEXT*, *DISSID* mantiveram-se estatisticamente significativas. Em relação aos tipos de remuneração, os resultados apontam que a variável *ACAO* é estatisticamente significativa e positivamente relacionada ao voto de aprovação (*coef.* = 1,074, $p < 0,10$). Esses resultados sugerem que há um excesso de remuneração variável por meio de pacotes com direito a ações. Isso indica que os executivos podem estar focando no desempenho de longo prazo e agindo como donos para maximizarem o valor da empresa.

5. Considerações Finais

Este trabalho teve como objetivo analisar os fatores determinantes para aprovação do pacote de remuneração dos executivos pelos investidores institucionais das empresas brasileiras listadas na B3. Adicionalmente, o trabalho visou contribuir com os pacotes que apresentavam excesso de remuneração. Ademais, contribui com os estudos em países emergentes que possuem concentração acionária (*Insider System*), em especial o Brasil.

Os resultados da pesquisa demonstram que a remuneração total dos executivos está positivamente relacionada à aprovação do pacote de remuneração desses, o que indica um alinhamento entre os investidores institucionais e a remuneração dos executivos das empresas listadas na B3. Contudo, ao contrário do que sugere a literatura internacional (Balsam et al., 2016), no Brasil, o acionista controlador possui o controle substancial da companhia e, portanto, pode influenciar a remuneração executiva, as variáveis de remuneração benefícios diretos e indiretos. Além disso, diferentes valores fixos fazem com que os outros acionistas votem a favor dos pacotes de remuneração.

A variável acionista controlador está positivamente relacionada à aprovação do pacote de remuneração dos executivos. Assim, ao considerar que os controladores visam investimentos de longo prazo nas companhias, entende-se que votem a favor dos pacotes de remuneração, pois desejam incentivar e evitar desgastes com a administração. Além disso, as negociações nos bastidores (acordo de acionistas) e alianças entre acionistas (Obermann & Velte, 2018) fazem com que os acionistas controladores e a concentração acionária – características do modelo *Insider System* – incentivem os investidores a aprovarem os pacotes de remuneração (Falco et al., 2016).

Apesar de a remuneração dos executivos poder ser utilizada como mecanismo de alinhamento de interesses entre as partes interessadas na organização (Beuren et al., 2020), os resultados desta pesquisa sobre dissidência evidenciam um desalinhamento de interesses entre controladores e não controladores, característica do mercado brasileiro, onde há a predominância de conflitos entre principal e principal. Os “outros acionistas” acabam não comparecendo às assembleias, deixando a decisão para controladores, ou votam contrariamente à aprovação do pacote (dissidência). Uma possível explicação para isso seria o fato de os acionistas entenderem que não existe poder de influência perante os controladores quando faltam e quando votam contra demonstram exercer seu ativismo. Contudo, Pinheiro et al. (2020) apontam que a melhora na qualidade da governança corporativa tende a diminuir a possibilidade de conflito entre acionistas.

Os resultados adicionais apontam um excesso de remuneração no pagamento baseado em ações. Os acionistas tendem a ser mais favoráveis a esse tipo de remuneração, o que corrobora os estudos de Conyon e Sadler (2010) e Croci et al. (2012). Este achado confirma que os acionistas controladores podem estar interessados em extrair benefícios privados (Crisóstomo et al., 2020), expropriando a riqueza por meio do pagamento baseado em ações.

Assim, este trabalho contribui com acionistas e gestores empresariais e para a transparência das empresas em relação à sociedade. O conflito principal-principal pode apresentar consequências negativas, como a expropriação de recursos privados pelos controladores em detrimento dos acionistas não controladores. Para isso, as boas práticas de governança corporativa podem contribuir para mitigar os conflitos e proteger os minoritários. Tanto a governança quanto a transparência das informações contribuem para a eficácia na alocação de recursos e no desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro. A divulgação dos incentivos oferecidos diretamente pelos controladores aos gestores, por meio dos pacotes de remuneração, permite que os investidores possam tomar melhores decisões sobre a relação entre desempenho da administração e remuneração.

Este estudo apresenta algumas limitações quanto à assinatura dos acionistas em assembleia, uma vez que o § 2º do Art. 130 da Lei n.º 6.404/1976 autoriza a publicação de ata com omissão das assinaturas dos acionistas, o que dificultou a identificação dos investidores e ocasionou a redução da amostra. Em relação à estrutura de propriedade, foram utilizadas as participações diretas no capital e apenas as participações com direito ao voto (ações ordinárias). Ademais, não foi possível verificar os diferentes tipos de remuneração com pagamento baseado em ação, opções de ações ou ações restritas, considerados relevantes pela literatura internacional na análise das votações dos acionistas. Por fim, diversas empresas foram excluídas da amostra devido ao fato dos pagamentos variáveis não terem sido divulgados, como, por exemplo, os resultados anteriores estarem sendo ainda revistos pela companhia.

Referências

- Aguiar, A. B. D., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545-568. Doi: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- Aldrighi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2007). Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 61(2), 129-152. Doi: <https://doi.org/10.1590/S0034-71402007000200001>
- Alencar, R. C. (2005). Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 1-12.
- Antunes, G. A., Teixeira, A. J. C. D., Costa, F. M. D., & Nossa, V. (2013). Efeitos da adesão aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo na qualidade da informação contábil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 3(1), 109-138.
- Armstrong, C. S., Gow, I. D., & Larcker, D. F. (2013). The efficacy of shareholder voting: Evidence from equity compensation plans. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 909-950. Doi: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12023>
- Assaf Neto, A. Mercado Financeiro. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- Bainbridge, Stephen Mark, Shareholder Activism and Institutional Investors (September 2005). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-20, Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.796227>

- Balsam, Steven. (2002). An introduction to executive compensation. Academic Press.
- Balsam, S., Boone, J., Liu, H., & Yin, J. (2016). The impact of say-on-pay on executive compensation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(2), 162-191. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.11.004>
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of economic perspectives*, 17(3), 71-92. Doi: <https://DOI:10.1257/089533003769204362>
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2002). Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. *The University of Chicago Law Review*, 69(3), 751-846. Doi: <https://doi.org/10.2307/1600632>
- Becht, M., Franks, J., Mayer, C., & Rossi, S. (2009). Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund. *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3093-3129. Doi: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn054>
- Beuren, I. M., Pamplona, E., & Leite, M. (2020). Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 24(6), 514-531. Doi: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190191>
- Brasil. Lei nº 6404, de 1976. *Dispõe Sobre As Sociedades Por Ações*. Brasília. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01373.x>
- Cai, J., & Walkling, R. A. (2011). Shareholders' say on pay: Does it create value?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(2), 299-339. Doi: <https://doi.org/10.1017/S0022109010000803>
- Callado, A. A. C., & do Amaral, B. M. (2005). Fluxos de capitais internacionais de investidores institucionais para o Brasil: um estudo sobre os fatores de atração e de repulsão. *REGE Revista de Gestão*, 12(2), 37-48. Doi: <https://doi.org/10.5700/issn.2177-8736.rege.2005.36516>
- Carvalho, A., & Souza, L. (2014). Private equity and corporate governance in Brazil. *Corporate Ownership & Control*, 12(1), 187-192. Doi: <https://doi.org/10.22495/cocv12i1c1p4>
- Cia, J. C., Guarita, C. I., & Cia, J. N. D. S. (2002). O Duplo Papel do Investidor Institucional: influenciador do Corporate Governance e gestor de carteiras. *Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração-ENANPAD*, 26.
- Canyon, M. J. (2006). Executive compensation and incentives. *Academy of Management Perspectives*, 20(1), 25-44. Doi: <https://doi.org/10.5465/amp.2006.19873408>
- Canyon, M. J. (2014). Executive compensation and board governance in US firms. *The Economic Journal*, 124(574), F60-F89. Doi: <https://doi.org/10.1111/eoj.12120>
- Canyon, M. J. (2016). Shareholder dissent on say-on-pay and CEO compensation. Available at SSRN 2748645. Doi: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2748645>
- Canyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006>
- Canyon, M. J., Haß, L. H., Vergauwe, S., & Zhang, Z. (2019). Foreign experience and CEO compensation. *Journal of Corporate Finance*, 57, 102-121. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.016>

- Canyon, M., & Sadler, G. (2010). Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on pay in the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 296-312. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00802.x> ,
- Correa, R., & Lel, U. (2016). Say on pay laws, executive compensation, pay slice, and firm valuation around the world. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 500-520. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.09.003>
- Crisóstomo, V. L., de Freitas Brandão, I., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>
- Croci, E., Gonenc, H., & Ozkan, N. (2012). CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3318-3335. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.07.017>
- Cucari, N. (2019). Determinants of say on pay vote: a configurational analysis. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 15(3), 837-856. Doi: <https://doi.org/10.1007/s11365-018-0556-x>
- Cuñat, V., Gine, M., & Guadalupe, M. (2016). Say pays! Shareholder voice and firm performance. *Review of Finance*, 20(5), 1799-1834. Doi: <https://doi.org/10.1093/rof/rfv056>
- Edmans, A. (2014). Blockholders and corporate governance. *Annual Review of Financial Economics*, 6(1), 23-50. Doi: <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034455>
- Ellig, Bruce R. The complete guide to executive compensation. New York, NY: McGraw-Hill, 2007.
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Muslu, V. (2011). Shareholder activism and CEO pay. *The Review of Financial Studies*, 24(2), 535-592. Doi: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq113>
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Oesch, D. (2013). Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from say on pay. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 951-996. Doi: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12024>
- Falco, S. E., Cucari, N., & Sorrentino, E. (2016). Voting dissent and corporate governance structures: The role of say on pay in a comparative analysis. *Corporate Ownership & Control*, 13(4), 188-196. Doi: <https://doi.org/10.22495/cocv13i4c1p12>
- Ferri, F., & Maber, D. A. (2013). Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK. *Review of Finance*, 17(2), 527-563. Doi: <https://doi.org/10.1093/rof/rfs003>
- Ferri, M. S., & Soares, R. O. (2009). Investidores institucionais e o foco no curto prazo: um estudo nas empresas negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 20(4), 15-30.
- Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 693-714. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.03.002>
- Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2007). How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. *Journal of Business Research*, 60(7), 776-785. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.01.014>
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of financial Economics*, 57(2), 275-305. Doi: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00058-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00058-1)
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2007). The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55-73. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2007.00125.x>

- Gillan, Stuart L. and Starks, Laura T. (1998). A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.663523>
- Giroux, Gary. Executive Compensation: Accounting and Economic Issues. Business Expert Press, 2015.
- Goergen, Marc; Renneboog, Luc. (2011). Managerial compensation. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1068-1077. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.002>
- Grosse, M., Kean, S., & Scott, T. (2017). Shareholder say on pay and CEO compensation: three strikes and the board is out. *Accounting & Finance*, 57(3), 701-725. Doi: <https://doi.org/10.1111/acfi.12176>
- Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *The journal of finance*, 58(6), 2351-2374. Doi: <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00608.x>
- Holanda, A. P., Rebouças, S. M. D. P., & Coelho, A. C. D. (2013). Gerenciamento de resultados e presença de investidores institucionais nas firmas brasileiras. *Contexto*, 13(25).
- Hooghiemstra, R., Kuang, Y. F., & Qin, B. (2015). Say-on-pay votes: The role of the media. *European Accounting Review*, 24(4), 753-778. Doi: <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1034152>
- Hooghiemstra, R., Kuang, Y. F., & Qin, B. (2017). Does obfuscating excessive CEO pay work? The influence of remuneration report readability on say-on-pay votes. *Accounting and Business Research*, 47(6), 695-729. Doi: <https://doi.org/10.1080/00014788.2017.1300516>
- Iliev, P., & Vitanova, S. (2019). The effect of the say-on-pay vote in the United States. *Management Science*, 65(10), 4505-4521. Doi: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3062>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. IBGC, (2018). *Principais Modelos*. Recuperado de <https://www.ibgc.org.br/governanca/origens-da-governanca/principais-modelos>
- Kaplan, S. E., & Zamora, V. L. (2018). The effects of current income attributes on nonprofessional investors' say-on-pay judgments: Does fairness still matter?. *Journal of Business Ethics*, 153(2), 407-425. Doi: <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3315-3>
- Kimbro, M. B., & Xu, D. (2016). Shareholders have a say in executive compensation: Evidence from say-on-pay in the United States. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(1), 19-42. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.08.003>
- Lopes, A. B., & Furtado, C. V. (2006). Private equity na carteira de investimentos das entidades de previdência privada. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(SPE2), 108-126. Doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000500009>
- Loop, P.; Bromilow, C.; Malone, L. (2018). *The Changing Face of Shareholder Activism*. Recuperado de <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/02/01/the-changing-face-of-shareholder-activism/>
- Monks, R. A. G.; Minow, N. (2011). Corporate Governance. 5. ed. Wiley.
- Morgan, A., Poulsen, A., & Wolf, J. (2006). The evolution of shareholder voting for executive compensation schemes. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 715-737. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.06.001>
- Obermann, J., & Velte, P. (2018). Determinants and consequences of executive compensation-related shareholder activism and say-on-pay votes: A literature review and research agenda. *Journal of Accounting Literature*, 40, 116-151. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2018.02.001>

- Pinheiro, L. E. T., Neves, P. A., de Souza, R. M., & Casabianca, M. L. (2019). Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(41), 3-22. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n41p3>
- Pinto, M. B., & Leal, R. P. C. (2013). Ownership concentration, top management and board compensation. *Revista de Administração Contemporânea*, 17(3), 304-324. Doi: <https://doi.org/10.1590/S1415-65552013000300004>
- Punsuwo, F. R., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. D. C. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63-72. Doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400006>
- Rissatti, J. C., de Souza, J. A. S., & Borba, J. A. (2019). O que Informam os Formulários de Referência sobre as Características e Remuneração de Executivos?. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 14(1), 54-75. Doi: https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v0i0.17527
- Securities and Exchange Commission. (2011). *SEC Adopts Rules for Say-on-Pay and Golden Parachute Compensation as Required Under Dodd-Frank Act*. Recuperado de <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-25.htm>
- Silva, L. S. (2017) Uma Análise Sobre o Conselho Fiscal: Ativismo e Monitoramento nas Empresas de Capital Aberto no Brasil. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Espírito Santo.
- Silva, A. L. C., & Chien, A. C. Y. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(4), 481-502. Doi: <https://doi.org/10.12660/rbfin.v11n4.2013.7224>
- Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de empresas*, 43(3), 50-64. Doi: <https://doi.org/10.1590/S0034-75902003000300005>
- Silveira, A. M. (2010). Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Elsevier Brasil.
- Stathopoulos, K., & Voulgaris, G. (2016). The importance of shareholder activism: The case of say-on-pay. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 359-370. Doi: <https://doi.org/10.1111/corg.12147>
- Terra, P. R. S., & Lima, J. B. N. D. (2006). Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(42), 35-49. Doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000300004>
- Valenti, G. (2018). Brasil avança no modelo 'uma ação, um voto'. *Valor Econômico*. Recuperado de <https://www.valor.com.br/financas/5636125/brasil-avanca-no-modelo-de-governanca-%3Fuma-acao-um-voto%3F>
- Vargas, L. H. F., Bortolon, P. M., Barros, L. A., & Leal, R. P. (2018). Recent activism initiatives in Brazil. *International Journal of Disclosure and Governance*, 15(1), 40-50. Doi: <https://doi.org/10.1057/s41310-018-0035-1>
- Vargas, L. H. F. (2013). Ativismo de acionistas no mercado acionário brasileiro: evidências e determinantes em empresas listadas na BM&FBovespa. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2013.