

Remuneração dos executivos e sua relação com a estrutura de capital das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa

Iago França Lopes (UFSC) - lopes.iago@outlook.com

Itzhak David Simão Kaveski (UFMS/UFSC) - ikaveski@al.furb.br

Ilse Maria Beuren (UFSC) - ilse.beuren@gmail.com

Viviane Theiss (UFSC) - theissviviane@gmail.com

Resumo:

Este estudo objetiva verificar a relação entre a remuneração dos executivos e o endividamento das empresas listadas na BM&FBovespa. A população da pesquisa compreende 494 empresas e como parâmetros de endividamento utilizaram-se valores contábeis (Endividamento Total a Valor Contábil e o Endividamento de Curto Prazo a Valor Contábil) e de mercado (Endividamento Total a Valor de Mercado, Endividamento Financeiro Oneroso de Curto Prazo e Endividamento Financeiro Oneroso de Longo Prazo) do período de 2010 a 2015. Os resultados evidenciam relação negativa significativa entre endividamento de curto prazo a valor contábil e remuneração dos executivos, indicando que quanto maior o endividamento menor é a remuneração e que eles são incentivados a tomar decisões que privilegiam resultados no curto prazo. A relação positiva significativa das variáveis de endividamento de mercado com remuneração dos executivos sugere que um nível de endividamento mais elevado implica maior remuneração dos executivos para compensar os custos do risco de falência por eles suportado. Esses resultados reforçam os pressupostos da Teoria da Agência, que a remuneração dos executivos é um mecanismo disciplinador do comportamento. Recomenda-se avançar nas investigações para o aprimoramento dessa prática, sem propor com isso homogeneizar a relação entre remuneração dos executivos e estrutura de capital, pois há evidências teórico-empíricas que ela é imersa em contextos organizacionais distintos.

Palavras-chave: Remuneração dos Executivos. Estrutura de Capital. Empresas listadas na BM&FBovespa.

Área temática: Abordagens contemporâneas de custos

Remuneração dos executivos e sua relação com a estrutura de capital das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa

Resumo

Este estudo objetiva verificar a relação entre a remuneração dos executivos e o endividamento das empresas listadas na BM&FBovespa. A população da pesquisa compreende 494 empresas e como parâmetros de endividamento utilizaram-se valores contábeis (Endividamento Total a Valor Contábil e o Endividamento de Curto Prazo a Valor Contábil) e de mercado (Endividamento Total a Valor de Mercado, Endividamento Financeiro Oneroso de Curto Prazo e Endividamento Financeiro Oneroso de Longo Prazo) do período de 2010 a 2015. Os resultados evidenciam relação negativa significativa entre endividamento de curto prazo a valor contábil e remuneração dos executivos, indicando que quanto maior o endividamento menor é a remuneração e que eles são incentivados a tomar decisões que privilegiam resultados no curto prazo. A relação positiva significativa das variáveis de endividamento de mercado com remuneração dos executivos sugere que um nível de endividamento mais elevado implica maior remuneração dos executivos para compensar os custos do risco de falência por eles suportado. Esses resultados reforçam os pressupostos da Teoria da Agência, que a remuneração dos executivos é um mecanismo disciplinador do comportamento. Recomenda-se avançar nas investigações para o aprimoramento dessa prática, sem propor com isso homogeneizar a relação entre remuneração dos executivos e estrutura de capital, pois há evidências teórico-empíricas que ela é imersa em contextos organizacionais distintos.

Palavras-chave: Remuneração dos Executivos. Estrutura de Capital. Empresas listadas na BM&FBovespa.

Área Temática: Abordagens Contemporâneas de Custos

1 Introdução

As empresas escolhem simultaneamente o sistema de remuneração dos executivos e a sua estrutura de capital (TOSUN, 2015; ORTIZ-MOLINA, 2007). Nesse escopo, a Teoria da Agência sugere que a estrutura financeira de uma empresa pode afetar a relação de agência entre acionistas e gestores, e também que conflitos de interesses entre acionistas e debenturistas pode afetar a oferta de incentivos ótimos para os gestores (JENSEN; MECKLING, 1976; ORTIZ-MOLINA, 2007). Vários estudos examinaram a relação entre remuneração dos executivos e estrutura de capital da empresa, mas há discordâncias sobre a natureza dessa relação. Ortiz-Molina (2007) e Sepe (2014) afirmam que há relação negativa entre remuneração e estrutura de capital das empresas. Esses estudos relatam um efeito decrescente da remuneração dos executivos e da estrutura de capital.

Jensen e Meckling (1976) apontam que a remuneração dos executivos pode ser vista como um meio para alinhar interesses dos gestores e dos acionistas para mitigar o problema de agência. No entanto, as medidas de remuneração comumente utilizadas para os executivos (planos de participação nos lucros/resultados e remuneração em opção de ações), se apenas baseadas nos resultados e na volatilidade das ações, podem incentivar os executivos a assumir mais riscos e privilegiarem apenas o curto prazo, potencialmente transferindo o foco para os resultados e deixando de lado o processo organizacional (AURELI; SALVATORI, 2012; TOSUN, 2015). Assim, a empresa depara-se com o dilema de como adotar um sistema de remuneração que proporcione o cumprimento dos seus objetivos ao invés de enfraquecê-la.

Por outro lado, Coles, Daniel e Naveen (2006), e Tosun (2015) apresentam

argumentos a favor de uma relação positiva entre a remuneração de executivos e a estrutura de capital das empresas. Tosun (2015) adverte que se os credores não estão plenamente conscientes da composição salarial dos executivos e suas implicações inconstantes na composição da riqueza dos mesmos, há uma tendência de alteração na configuração da estrutura de capital. Por fim, outros estudos afirmam que não existe relação entre a remuneração e a estrutura de capital. Yermack (1995), por exemplo, não encontraram evidências de uma relação significativa entre remuneração de executivos e estrutura de capital. A partir dessas evidências teórico-empíricas é possível inferir que a estudos relacionados a remuneração de executivos e estrutura de capital apresentam resultados contraditórios, motivando a realização de mais pesquisas para o entendimento da questão.

Para explicar o arcabouço teórico que cerca a literatura sobre estrutura de capital das empresas, Myers (2003) utiliza-se de quatro principais teorias de finanças corporativas: (1) Teoria de Modigliani-Miller da estrutura de capital da irrelevância, em que os valores da firma e decisões de investimento reais não são afetados por financiamento; (2) Teoria *Trade-off*, em que as empresas equilibram as vantagens fiscais de endividamento em relação aos custos de dificuldades financeiras; (3) Teoria da Agência, em que o financiamento responde a incentivos pessoais dos gestores; e (4) Teoria *Pecking Order*, em que o financiamento se adapta a mitigar os problemas criados pelas diferenças de informações.

Bastos e Nakamura (2009, p. 77) acrescentam que “os custos de agência e a assimetria de informações exercem um forte impacto nas decisões de financiamento das empresas, muito por conta da fragilidade institucional”. Dessa forma, questões relativas ao efeito da estrutura de capital sobre a remuneração dos executivos demandam maior atenção por parte dos pesquisadores e pelo fato de estarem relacionadas economicamente com a organização não podem ser negligenciadas (ORTIZ-MOLINA, 2007). Sob a lente da natureza dessa relação tem-se a seguinte questão-problema: Qual a relação entre a remuneração dos executivos e o endividamento a valor contábil e de mercado das empresas listadas na BM&FBovespa? Portanto, tem-se como objetivo verificar a relação entre a remuneração dos executivos e o endividamento das empresas listadas na BM&FBovespa.

No Brasil, a partir da década de 90, com a inserção dos mecanismos de governança corporativa nas organizações, a temática remuneração dos executivos tem despertado o interesse dos profissionais de mercado e pesquisadores. O tema tem sido usualmente abordado pelos pesquisadores a partir de três perspectivas claramente identificadas na literatura: (i) desempenho das organizações (MARCONDES; FAMÁ, 2003; KRAUTER, 2009); (ii) aumento da riqueza dos acionistas (MARCONDES; FAMÁ, 2003) e (iii) governança corporativa (OLIVA; ALBUQUERQUE, 2007). Com este estudo, assim como em outros publicados recentemente (MEROFA, 2014; CHOI *et al.*, 2015), busca-se instigar o aumento dos debates sobre a relação entre a remuneração de executivos e a estrutura de capital.

Este estudo justifica-se pela análise detalhada do efeito da estrutura de capital na remuneração dos gestores. Também por expandir a relação ao incluir na composição da remuneração variável outras formas de incentivos. O estudo aborda a simultaneidade da estrutura de capital e da remuneração dos gestores, viabilizando estabelecer a causalidade dessa relação e contribuir ou contrapor-se a resultados anteriores. A inclusão de cinco indicadores de nível de endividamento pode fornecer resultados mais robustos para explicar o efeito da estrutura de capital na remuneração. Avalia-se ainda a importância econômica do efeito da estrutura de capital sobre a remuneração. A proposição deste estudo fundamenta-se na Teoria da Agência, assim, a relação entre as variáveis pode corroborar resultados anteriores como os de Ortiz-Molina (2007), Merofa (2014), Choi *et al.* (2015) e Tosun (2015).

2 Referencial Teórico

2.1 Estrutura de Capital

A Teoria da Estrutura de Capital foi impulsionada pelo estudo de Modigliani-Miller

(1958). Apesar de mais de 50 anos de discussões, não há uma teoria universal da estrutura de capital e nem razão para esperar uma, embora existam teorias condicionais úteis. As teorias diferem em sua ênfase relativa sobre os fatores que podem afetar a escolha entre dívida e capital próprio. Esses fatores incluem custos de agência, impostos, diferenças de informações, e os efeitos das imperfeições de mercado ou restrições institucionais ou regulamentares. Cada fator pode ser dominante para algumas empresas ou circunstâncias, mas sem importância em outros aspectos organizacionais (MYERS, 2003).

Para Bastos e Nakamura (2009, p. 76), “o questionamento clássico sobre estrutura de capital é qual a relação entre capital próprio e capital de terceiros que maximiza o valor da empresa”. Com vistas em ampliar essa discussão, no estudo de Myers (2003) são apresentadas quatro teorias que proporcionam sustentação para a estrutura de capital, fundamentadas nas proposições de Modigliani e Miller, Teoria do *Trade-off*, Teoria do *Pecking Order* e Teoria da Agência. Essas teorias procuram explicar a proporção de dívidas na composição do capital do lado direito do balanço das corporações, além de estratégias e táticas de financiamento.

Modigliani e Miller (1958) trataram da irrelevância da estrutura de capital, em que os valores da empresa e a decisão de investimento não são afetados por financiamento, ou seja, esta teoria sustenta que o valor da empresa e as decisões de investimento são pouco importantes, pois o valor da empresa depende mais de como os seus ativos estão distribuídos, qual o valor dos fluxos de caixa e quais são as oportunidades de crescimento (MYERS, 2003). Estes pressupostos receberam críticas por configurarem um modelo ingênuo, pelo fato de não abordarem com precisão elementos comuns do mercado, que geram condições reais de escolha. Segundo Coelho (2013, p. 77), “Cherobim (2008) reitera de que o valor da empresa é representado pelo somatório dos valores das dívidas e das ações da empresa. Portanto, esses valores de mercado e não aqueles escriturados nas demonstrações financeiras da empresa”. De forma geral, “o foco dessa teoria está no montante total de saída de recursos para pagar o custo de diversas fontes de financiamento” (COELHO, 2013, p. 77).

A Teoria do *Trade-off* trata do equilíbrio da empresa e o avanço do endividamento em relação aos custos de dificuldades financeiras (MYERS, 2003). Para Bastos e Nakamura (2009, p. 77), “as empresas buscam um ponto ótimo de endividamento considerando tanto o benefício fiscal como os custos de dificuldades financeiras”. Entre aspectos relacionados com esta teoria, destacam-se o impacto dos impostos sobre a proporção da dívida, com evidências empíricas favoráveis e desfavoráveis, e estratégias de financiamento que impactam no valor dos impostos da companhia (MYERS, 2003).

A Teoria do *Pecking Order* surge com os estudos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), “que consideram a empresa como possuidora de ativos já estabelecidos e oportunidades de crescimento, em que a estrutura de capital é função da mudança dos pesos relativos desses dois componentes que formam a empresa” (BASTOS; NAKAMURA, 2009, p. 79). Nesse escopo, Myers (2003) diz que o enfoque para o financiamento está em mitigar os problemas criados pelas diferenças de informações. Isso porque, os investidores não sabem o verdadeiro valor dos ativos existentes e as novas oportunidades da empresa, e com isso podem não investir em ações para financiar novos empreendimentos.

A Teoria do *Pecking Order* considera as seguintes premissas: (i) as empresas preferem financiamento interno ao invés do externo; (ii) cortes de dividendos não são utilizados para financiar despesas de capital, uma vez que a necessidade de caixa não é absorvida por dividendos de curto prazo e mudanças no fluxo de caixa caracterizam-se como mudanças de financiamento externo; (iii) em caso de necessidade de investimento de capital as empresas irão realizar a captação de dívida antes da equivalência patrimonial e; (iv) o rateio da dívida da empresa é refletido pelo acúmulo de financiamento externo (MYERS, 2003). Essas premissas ocorrem em função da separação da propriedade e do controle da empresa e pela explicação de que a maior parte dos financiamentos externos advém de dívidas.

Na Teoria da Agência argumenta-se que o financiamento responde a incentivos pessoais dos gestores, pois, o gestor sempre agirá de acordo com a sua recompensa pela gestão. Jensen e Meckling (1976) apontam dois tipos de conflitos. O primeiro surge entre acionistas e gestores, porque esses detêm menos de 100% do crédito residual. Assim, não capturam todo o ganho de suas atividades de melhoria do lucro, mas suportam a totalidade dos seus custos. A mitigação dos conflitos entre acionistas e gestores constitui o benefício do financiamento da dívida (JENSEN; MECKLING, 1976; HARRIS; RAVIV, 1991). O segundo conflito surge entre os credores e acionistas, porque o contrato da dívida fornece ao acionistas um incentivo para investir (HARRIS; RAVIV, 1991). O contrato da dívida prevê que o investimento do acionista rende grandes retornos, bem acima do valor nominal da dívida, e acionistas capturam a maior parte do ganho. Dessa forma, de acordo com Jensen (1986), “quanto maiores as oportunidades de crescimento, maior tende a ser o nível de endividamento, a medida que os acionistas utilizam o endividamento como instrumento de disciplina dos administradores” (BASTOS; NAKAMURA, 2009, p. 76).

Obviamente que estas teorias se sobrepõem. Porém, neste estudo a Teoria da Agência é adotada pelo fato de existir um significativo esforço de pesquisadores ao longo dos últimos anos para compreender os modelos em que a estrutura de capital é determinada pelos custos de agência, ou seja, os custos devido a conflitos de interesse. A investigação nesta área foi iniciada por Jensen e Meckling (1976), com base nos estudos anteriores de Fama e Miller (1972), conforme explicitado por Harris e Raviv (1991).

Jensen e Meckling (2008, p. 117) explicam que “os custos de agência são tão reais quanto quaisquer outros custos. O nível de custos de agência depende, entre outras coisas, de regulamentações e direito consuetudinário e da engenhosidade humana na elaboração de contratos”. Com base nos estudos de Jensen (1986) e Williamson (1996), Merofa (2014, p. 35) aponta que “as restrições contratuais específicas determinadas pelos credores em relação as exigências pelo comprometimento da firma em manter um fluxo regulador de caixa, reduzindo o volume de recursos disponíveis sob a responsabilidade dos gestores”, impõe a disciplina de dívida. O grau de alavancagem financeira pode atuar como um disciplinador do comportamento discricionário dos gestores. Dessa forma, as decisões de financiamento entre capital próprio e capital de terceiros é relevante para a condução do processo organizacional (MEROFA, 2014). Partindo desse pressuposto, Coutinho, Amaral e Bertucci (2006, p. 199) aduzem que “a estrutura ótima de capital é dada pelo ponto no qual há igualdade entre o custo de agência gerado pelo endividamento e pelos seus benefícios”.

Neste sentido, pesquisas sobre estrutura de capital no contexto brasileiro concentram-se nos determinantes da estrutura de capital das empresas (BASTOS, NAKAMURA, 2009), na relação com o desempenho das empresas (MACHADO *et al.*, 2016). Além disso, investigam se os mecanismos de governança corporativa afetam a estrutura de capital das empresas (KAVESKI *et al.*, 2015), testam as proposições das Teorias *Trade-off* e *Pecking Order* (NAKAMURA *et al.*, 2007), verificam o grau de internacionalização e alavancagem (HIRAMOTO; SAITO, 2010). Analisam ainda a relação entre endividamento e custo de agência (KAYO; FAMÁ, 1997), verificam o efeito sobre a remuneração dos executivos (MAROFA, 2014; CHOI *et al.*, 2015), além de revisões teóricas (COELHO *et al.*, 2013)

Merofa (2014, p. 12) destaca que o “endividamento pode ser entendido como um mecanismo de controle externo à empresa, uma vez, que o desempenho dos administrados passa a ser observado, também pelos credores e por meio de acompanhamento da *performance* da companhia no mercado de capitais”. Assim, “os acionistas também podem contar com mais este mecanismo de monitoramento” (MEROFA, 2014, p. 12), pois nas empresas a relação entre remuneração e estrutura de capital deve ser alinhada à proporção do endividamento, a fim de explorar as propriedades da remuneração e determinar a combinação adequada entre capital fixo e variável nos salários dos executivos (SEPE, 2014). Esse escopo

também produz benefícios internos, já que o balanceamento ótimo do grau de endividamento pode maximizar o valor da empresa, o que significa “promover o equilíbrio entre os benefícios e os custos da dívida, ponderando que a dívida pode aumentar o valor da empresa, por meio dos benefícios fiscais e da redução do fluxo de caixa livre” (MEROFA, 2014, p. 19).

2.2 Remuneração de Executivos

A remuneração dos executivos é um tema que tem despertado o interesse dos acadêmicos nos últimos anos (MURPHY, 1999). Tal interesse é impulsionado por aspectos teóricos, práticos e normativos. Jensen e Meckling (2008, p. 90), por exemplo, acreditam que a remuneração pode “induzir o agente a fazer escolhas que maximizarão o bem-estar do principal, considerando a existência de incerteza e monitoramento imperfeito”. Anthony e Govindarajan (2006) argumentam que a remuneração dos executivos é um meio de controle e serve para encorajar e motivar os gestores a atingir os objetivos organizacionais. Reis Neto (2006) e Tosun (2015) apontam que aspectos normativos no Brasil, como a Lei nº 10.101, de 19 de dezembro de 2000, e na Inglaterra, o *Internal Revenue Code* (§162), impulsionaram o tema, pois se apresentam como um choque exógeno na estrutura de remuneração dos executivos. Aureli e Salvatori (2012) destacam que a temática recebeu maior atenção após escândalos de empresas que revelaram inadequações nos seus regimes de remuneração.

Com base na pesquisa de Souza *et al.* (2016), os primeiros estudos sobre remuneração de executivos e incentivos no Brasil surgiram em 1977 e as primeiras publicações em periódicos acerca do tema a partir de 2003. Conforme Sundaram e Yermak (2007), todas as pesquisas empíricas dessa corrente reconhecem que os planos de remuneração para executivos são compostos de dois componentes básicos: salário nominal, ou seja, o valor monetário recebido pela tarefa realizada, e instrumentos associados a resultados, como bônus anual, partes e opções de ações e planos de incentivos de longo prazo. Portanto, a remuneração do executivo “pode ser dividida em remuneração direta e indireta. O primeiro tipo refere-se ao montante total em dinheiro recebido pelo colaborador, em contrapartida ao trabalho realizado. Inclui a remuneração fixa e a remuneração variável” (KRAUTER, 2013, p. 261).

Para os executivos com responsabilidades estratégicas, o pacote de remuneração consiste principalmente de incentivos monetários associados com o desempenho da empresa (MACHADO; BEUREN, 2015). Em todos os setores, incentivos monetários, como bônus, opções de ações e ações de empresas, representam uma forma comum de remuneração, que é responsável por cerca de 2/3 de todo o pacote de remuneração (AURELI; SALVATORI, 2012). No entanto, existem outras formas de remuneração, como a remuneração estratégica, que consiste em reconhecer os melhores colaboradores, com base em seus conhecimentos, habilidades e atitudes (NASCIMENTO, 2001; MARRAS, 2002; GHENO; BERLITZ, 2011).

Sob a lente da relação do sistema de remuneração dos executivos com a estrutura de capital das empresas, aquela é considerada como variável dependente. Douglas (2006) adverte que os pesquisadores precisam inicialmente concentrar-se em uma estrutura ótima de capital em um ambiente em que a remuneração é projetada para maximizar a riqueza dos acionistas, implicitamente assumindo o funcionamento do conselho, a influência dos executivos no conselho e a estrutura de capital da empresa. Na literatura internacional, a relação entre remuneração de executivos e estrutura de capital é discutida desde a publicação de Chang (1992) com foco no papel da alavancagem como uma estrutura endógena, que no contrato entre principal e agente pode atuar na mitigação do problema de agência, sob o argumento de que a relação negativa entre alavancagem e remuneração é devido a considerações *ex ante* contratantes, reforçando o benefício do uso da dívida nas empresas.

Existe uma hegemonia em considerar que os executivos são atores importantes para entender como as empresas fixam os seus pacotes de remuneração e o papel da estrutura de capital neste processo. No Brasil, apesar do extenso reconhecimento sobre o papel da remuneração de executivos no desempenho das empresas há uma carência na expansão desta

abordagem para outras áreas do conhecimento, em especial para área de finanças corporativas. Douglas (2006) explica que o efeito da estrutura de capital sobre a remuneração dos executivos consistente no pressuposto de que renegociar os contratos de dívida são mais caros do que renegociar o sistema de remuneração.

Merofa (2014) investigou a relação entre remuneração dos executivos e endividamento das empresas, no contexto do mercado brasileiro. O foco da pesquisa foi verificar se as empresas utilizam a dívida como elemento disciplinador do comportamento dos executivos, além de buscar justificativas para a relação negativa entre o endividamento e a remuneração variável nos pacotes de incentivos dos executivos brasileiros. A partir de uma regressão de dados em painel, do período de 2009 a 2012, a autora identificou que a dívida pode atuar como um mecanismo para mitigar o conflito de interesses entre acionistas e executivos. A relação negativa entre endividamento e remuneração dos executivos demonstra que empresas com mais dívidas em sua estrutura de capital implementam planos de compensação aos executivos com menos sensibilidade ao desempenho.

Choi *et al.* (2015) analisaram se uma empresa com maior alavancagem financeira implica que seus funcionários demandem maiores salários dado o risco de dificuldades financeiras. Diferente do estudo de Merofa (2014), esses autores utilizaram um modelo e contribuíram para a literatura teórico-empírica ao considerar como os funcionários possuem remuneração alinhada com o risco percebido do negócio. O estudo mostra lacunas para novas investigações ao identificar uma relação positiva entre estrutura de capital e custo do capital humano. O período de análise denota uma limitação, o que motivou a realização deste estudo, a partir da adoção de uma regressão com dados em painel e com um corte temporal ainda maior que o estudo de Merofa (2014).

Com base nos estudos de Merofa (2014), Choi *et al.* (2015) e das demais discussões até aqui destacadas, constata-se que não há consenso a respeito da significância das variáveis ou, em se tratando dos estudos empíricos, da magnitude das variáveis dentro das relações verificadas. Ressalta-se que esses resultados são produtos de um cenário recente no que concerne à divulgação de informações sobre a remuneração dos executivos das empresas brasileiras.

No entanto, a remuneração variável nas empresas foi preconizada anteriormente, pela Lei nº 10.101, de 19 de dezembro de 2000, que dispõe sobre a participação dos empregados nos lucros ou resultados da empresa. Essa Lei é um marco exógeno que proporciona às organizações "reverem suas formas de gestão da remuneração adotando a remuneração flexível, atendendo a um anseio antigo dos trabalhadores e legisladores, trocando processos arcaicos de gestão de remuneração por processos modernos e eficientes" (PONTES, 1995, p. 89), com vistas na integração entre o capital e o trabalho e como incentivo à produtividade.

3 Procedimentos Metodológicos

Este estudo descritivo com abordagem quantitativa foi realizado por meio de pesquisa documental de origem secundária. Os dados relativos à estrutura de capital foram coletados na base de dados Economática®. Já os dados relativos a remuneração dos executivos foram extraídos do Formulário de Referência. O estudo analisa uma série histórica de dados econômico-financeiros e de cunho documental referente à remuneração dos executivos das companhias brasileiras, a partir de um recorte transversal com perspectiva longitudinal. A pesquisa abrange um período de seis anos (2010 a 2015).

O recorte temporal é justificado sob o aspecto normativo, já que a partir de 2010, com base na Instrução CVM nº 480, as companhias abertas precisam divulgar informações sobre a política de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco financeiro e de remuneração. Na composição da remuneração devem informar: (i) descrição dos elementos da remuneração e os objetivos de cada um deles; (ii) qual a proporção de cada

elemento na remuneração total; (iii) metodologia de cálculo e de reajuste de cada um dos elementos da remuneração; e (iv) razões que justificam a composição da remuneração.

A população da pesquisa compreendeu as 494 companhias listadas na BM&FBovespa, da qual foram obtidas duas amostras. A primeira foi composta das empresas que apresentaram as informações da remuneração dos executivos e de endividamento contábil. Já na segunda amostra, era necessário que as empresas tivessem as informações da remuneração dos executivos, endividamento contábil e de mercado. Nas duas amostras, foram desconsideradas as empresas classificadas, segundo a BM&FBovespa, no setor econômico “Financeiro e Outros”, devido às características singulares de suas atividades. Na Tabela 1 demonstra-se o número de companhias da população e da amostra da pesquisa, além do seu setor econômico.

Tabela 1 – População e Amostra

Painel A – Endividamento Contábil				
Setor econômico da BM&FBovespa	População	% da População	Amostra	% da Amostra
Bens Industriais	79	15,99	70	22,73
Consumo Cíclico	88	17,81	79	25,65
Consumo não Cíclico	28	5,67	26	8,44
Financeiro e Outros	138	27,94	0	0,00
Materiais Básicos	35	7,09	29	9,42
Não Classificados	17	3,44	5	1,62
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	11	2,23	10	3,25
Saúde	13	2,63	12	3,90
Tecnologia da Informação	8	1,62	8	2,60
Telecomunicações	7	1,42	7	2,27
Utilidade Pública	70	14,17	62	20,13
Total	494	100,00	308	100,00
Painel B – Endividamento Contábil e de Mercado				
Setor econômico da BM&FBovespa	População	% da População	Amostra	% da Amostra
Bens Industriais	79	15,99	40	17,62
Consumo Cíclico	88	17,81	68	29,96
Consumo não Cíclico	28	5,67	18	7,93
Financeiro e Outros	138	27,94	0	0,00
Materiais Básicos	35	7,09	25	11,01
Não Classificados	17	3,44	0	0,00
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	11	2,23	7	3,08
Saúde	13	2,63	11	4,85
Tecnologia da Informação	8	1,62	5	2,20
Telecomunicações	7	1,42	5	2,20
Utilidade Pública	70	14,17	48	21,15
Total	494	100,00	227	100,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Para as 308 empresas da amostra de endividamento contábil, nem todas participaram em todos os anos analisados. Primeiro, pelo fato de que o ano de 2010 corresponde ao início de análise dos dados, e a abertura de capital de algumas empresas ocorreu a partir de 2011. Segundo, por não terem apresentado a remuneração dos executivos no Formulário de Referência. Assim, da amostra de 308 empresas, 256 participaram em 2010, 265 em 2011, 277 em 2012, 293 em 2013 e 2014 e 281 em 2015, perfazendo um total de 1.665 observações.

Na amostra das 227 empresas da análise do endividamento contábil e de mercado, também ocorreu que algumas não participaram em todos os anos, pelos mesmos motivos já apontados. Assim, das 227 organizações, 203 participaram em 2010, 179 em 2011, 184 em 2012, 193 em 2013, 189 em 2014 e 179 em 2015, perfazendo um total de 1.127 observações.

Não foi levado em consideração uma possível republicação das demonstrações financeiras e a atualização após o mês de agosto de 2016, data em que se efetuou a coleta dos dados. Desta forma, possíveis republicações após a coleta dos dados não estão contempladas

na análise deste estudo. As variáveis utilizadas no estudo são apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo

Dados	Variáveis	Proxy
Dependente	REM: Remuneração dos Executivos	= Remuneração Total dos Membros da Diretoria Estatutária/ Número de Membros
Independente	ETC: Endividamento Total a Valor Contábil	= (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Ativo Total
	ECPC: Endividamento de Curto Prazo a Valor Contábil	= Passivo Circulante / Ativo Total
	ETM: Endividamento Total a Valor de Mercado	= (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Ativo a Valor de Mercado
	ECPF: Endividamento Financeiro Oneroso de Curto Prazo	= Debêntures e Financiamentos de Curto Prazo / Ativo a Valor de Mercado
	ELPF: Endividamento Financeiro Oneroso de Longo Prazo	= Debêntures e Financiamentos de Longo Prazo / Ativo a Valor de Mercado
Controle	TAM: Tamanho da Empresa	= Logaritmo do Ativo Total
	ROA: Retorno Sobre Ativo Total	= Lucro Líquido/Ativo Total
	OPT: Oportunidade de Crescimento	= % Variação da Receita Líquida

Fonte: Dados da pesquisa.

Na escolha da variável dependente buscou-se abranger a pluralidade no que concerne aos efeitos da estrutura de capital na remuneração dos executivos. Tosun (2015) aponta que a pluralidade está em examinar essas duas variáveis de formas distintas. Primeiro, usando a estrutura de capital como variável dependente, assumindo que as variações na remuneração provocam diferenças na alavancagem das empresas observadas. Outros estudos usam a remuneração dos executivos como dependente, assumindo que as decisões relacionadas a estrutura de capital podem alterar a estrutura e política de remuneração dos executivos. O desafio empírico é que ambas as decisões são realizadas simultaneamente.

Portanto, é difícil identificar a causa desta relação a partir da literatura existente. No entanto utilizam-se os achados teórico-empíricos da pesquisa de Ortiz-Molina (2007), Marfo (2014) e Choi *et al.* (2015) para sustentar a opção de tratar a remuneração dos executivos como variável dependente neste estudo. Argumenta-se ainda que as preposições presentes na Teoria da Agência denotam que os gestores são incentivados a tomar decisões com vistas à atingir os objetivos organizacionais quando percebem que o retorno de suas decisões estão afetando a estrutura das suas próprias riquezas (JENSEN; MECKLING, 1976). Dessa forma, infere-se que pode existir influência da estrutura de capital das empresas, escopo de decisões passadas, na remuneração dos executivos.

Os problemas de agência associados à dívida, em grande parte, estão relacionados a como a empresa tem sido financiada no passado, e, portanto, sobre os valores da empresa detidos por capital e dívida (JENSEN; MECKLING, 1976; ORTIZ-MOLINA, 2007). Assim como no estudo de Bastos e Nakamura (2009, p. 82), as variáveis independentes buscaram abranger, “além do endividamento total a valor contábil e de mercado, variáveis que expliquem o endividamento de curto e longo prazo”. Rajan e Zingales (1995) e Ortiz-Molina (2007) também consideraram variáveis contábeis e de mercado na sua investigação sob o argumento que podem fornecer resultados semelhantes e robustos em uma análise transversal.

A partir da escolha das cinco formas de considerar o nível de endividamento das empresas é possível aprofundar o entendimento da relação destas com a remuneração dos executivos das companhias listadas na BM&FBovespa, além de retratar melhor o impacto dessas formas de endividamento na variável dependente. Para a consecução do objetivo da pesquisa, procedeu-se à análise para verificar a relação entre a remuneração dos executivos e o endividamento contábil e de mercado das empresas listadas na BM&FBovespa, valendo-se do *software* estatístico STATA. Foram aplicados dados em painel não-balanceado, já que nem todas as empresas divulgaram as informações necessárias em todos os anos analisados.

A técnica estatística da regressão de dados em painel foi utilizada, pois, conforme Fávero (2015, p. 261), possibilita “[...] ao pesquisador o estudo das diferenças existentes de um determinado fenômeno entre indivíduos em cada *cross-section*, além de permitir a análise da evolução temporal deste fenômeno para cada indivíduo”. Foram aplicados três modelos de dados em painel, um para o endividamento contábil, outro para endividamento de mercado e um terceiro para endividamento contábil juntamente com o de mercado, como segue:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ETC_{i,t} + \beta_2 ECPC_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 OPT_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ETM_{i,t} + \beta_2 ECPF_{i,t} + \beta_3 ELPF_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 OPT_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ETC_{i,t} + \beta_2 ECPC_{i,t} + \beta_3 ETM_{i,t} + \beta_4 ECPF_{i,t} + \beta_5 ELPF_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \beta_7 OPT_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde Y é denotado como a Remuneração dos Executivos, ETC o Endividamento Total a Valor Contábil, ECPC o Endividamento de Curto Prazo a Valor Contábil, ETM o Endividamento Total a Valor de Mercado, ECPF o Endividamento Financeiro Oneroso de Curto Prazo, ELPF o Endividamento Financeiro Oneroso de Longo Prazo, TAM o Tamanho da Empresa, OPT a Oportunidade de Crescimento e ROA o Retorno sobre Ativo Total.

4 Descrição e Análise dos Resultados

Nesta seção, verifica-se se a estrutura de capital tem relação com a remuneração dos executivos nas empresas objeto de estudo. Neste escopo, o estudo fez uso de Regressão de Dados em Painel, uma vez que busca-se compreender o comportamento de variáveis ao longo de um período (2010-2015). Assim, inicia-se esta descrição e análise apresentando uma síntese das variáveis utilizadas, conforme destacado na Tabela 2.

Tabela 2 – Estatística Descritiva

Painel A – Endividamento Contábil					
Variável	Obs.	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
REM	1.665	25.312.053,419	1.156,830	1.602.989,654	2.017.564,720
ETC	1.665	12,267	0,000	0,685	0,612
ECPC	1.665	9,550	0,000	0,318	0,408
TAM	1.665	8,954	1,568	6,324	0,810
OPT	1.665	1,000	-895,583	-0,501	21,966
ROA	1.665	589,708	-6,137	0,355	14,455
Painel B – Endividamento Contábil e de Mercado					
Variável	Obs.	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
REM	1.127	23.020.390,223	1.156,830	1.609.258,648	1.918.892,242
ETC	1.127	12,267	0,013	0,693	0,672
ECPC	1.127	9,550	0,002	0,333	0,451
ETM	1.127	331,707	0,016	5,478	20,330
ECPF	1.127	134,927	0,000	1,292	6,745
ELPF	1.127	62,958	0,000	1,060	3,333
TAM	1.127	8,088	3,266	6,320	0,733
OPT	1.127	1,000	-895,583	-0,745	26,684
ROA	1.127	1,847	-6,137	-0,001	0,274

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se na Tabela 2 que o estudo compreende duas amostras, Painel A e Painel B. O primeiro teve como foco a variável Endividamento Contábil, com 1.665 observações, e o segundo, o Endividamento Contábil e de Mercado, com 1.127 observações. No Painel A, nota-se que a remuneração dos executivos em milhares de reais apresentou um valor máximo

de 25.312.053,419 e mínimo de 1.156,830, enquanto que o desvio-padrão apresentou-se maior que a média, indicando não haver homogeneidade entre as empresas analisadas. A mesma situação verifica-se no Painel B, que apresentou um valor máximo de 23.020.390,223 e mínimo de 1.156,830 em relação à remuneração.

Infere-se do exposto que as empresas analisadas possuem diferentes níveis de endividamento. No Painel A, por exemplo, o ETC apresentou um valor máximo de 12,267 e mínimo de 0,000, e um desvio-padrão menor que a média, indicando que o grupo de empresas analisadas é homogêneo. No Painel B, essa variável apresenta a mesma característica. O Painel B, que teve a adição do Endividamento Total a Valor de Mercado (ETM), apresentou um desvio-padrão superior a média, denotando o que já era esperado, diferença entre o grupo de empresas analisadas, uma vez que se está mensurando diferentes percepções a respeito da continuidade e saudabilidade da organização.

Dentro do grupo de empresas analisadas, há uma similaridade média em relação as variáveis de endividamento contábil e de mercado. Os valores referentes ao endividamento contábil se apresentaram homogêneos, enquanto que os relacionados ao mercado apresentaram maior distanciamento em relação a média. Para fidelizar os dados tratados nessa pesquisa, buscou-se identificar possíveis problemas de multicolinearidade, por meio do teste Fator de Inflação de Variância (VIF) e da correlação de *Pearson*. Na Tabela 3 demonstram-se as correlações entre as variáveis e o teste de VIF.

Tabela 3 – Correlação de *Pearson* e Fatores de Inflação de Variância (VIF)

Painel A – Endividamento Contábil											
	REM (1)	ETC (2)	ECPC (3)	TAM (4)	OPT (5)	ROA (6)	Tolerância		VIF		
(1)	1	-0,077*	-0,070*	0,398*	-0,025	-0,011					
(2)		1	0,840*	-0,227*	-0,093*	-0,039		0,294		3,407	
(3)			1	-0,293*	-0,117*	-0,031		0,281		3,554	
(4)				1	0,024	-0,113*		0,898		1,114	
(5)					1	0,000		0,986		1,014	
(6)						1		0,982		1,018	
Painel B – Endividamento de Mercado											
	REM (1)	ETM (2)	ECPF (3)	ELPF (4)	TAM (5)	OPT (6)	ROA (7)	Tolerância		VIF	
(1)	1	-0,058**	-0,035	0,009	0,367*	-0,030	0,041				
(2)		1	0,850*	0,542*	-0,033	-0,038	-0,117*		0,273	3,657	
(3)			1	0,602*	-0,007	0,003	-0,102*		0,248	4,029	
(4)				1	0,133*	-0,027	-0,068**		0,612	1,633	
(5)					1	0,029	0,254*		0,901	1,110	
(6)						1	-0,023		0,991	1,009	
(7)							1		0,920	1,087	
Painel C – Endividamento Contábil e de Mercado											
	REM (1)	ETC (2)	ECPC (3)	ETM (4)	ECPF (5)	ELPF (6)	TAM (7)	OPT (8)	ROA (9)	Tol.	VIF
(1)	1	-0,111*	-0,103*	-0,058**	-0,035	0,009	0,367*	-0,030	0,041		
(2)		1	0,871*	0,237*	0,153*	0,097*	-0,311*	-0,095*	-0,668*	0,221	4,531
(3)			1	0,276*	0,216*	0,036	-0,346*	-0,122*	-0,695*	0,190	5,276
(4)				1	0,850*	0,542*	-0,033	-0,038	-0,117*	0,261	3,837
(5)					1	0,602*	-0,007	0,003	-0,102*	0,239	4,188
(6)						1	0,133*	-0,027	-0,068**	0,571	1,750
(7)							1	0,029	0,254*	0,856	1,168
(8)								1	-0,023	0,954	1,048
(9)									1	0,476	2,099

Obs.: A correlação é significativa *ao nível de 1% e **ao nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 3, no Painel A, que tem como variável o endividamento contábil, que o ETC e o ECPF apresentaram correlação negativa e significativa com a remuneração. A oportunidade de crescimento (OPT) e o ROA apresentaram correlação com efeito negativo e o TAM apresentou correlação positiva, o que indica que quanto maior é a empresa maior tende a ser a remuneração recebida pelos gestores. No Painel B, Endividamento de Mercado, verifica-se relação significativa e negativa entre a remuneração e o ETC. Neste Painel, as variáveis ECPF e OPT apresentaram efeito negativo sobre a remuneração, no entanto, não

significante. Por fim, no Painel C, que integra as variáveis de Endividamento Contábil e de Mercado, identifica-se a correlação negativa e significativa das variáveis de endividamento (ETC, ECPC, ETM) com a remuneração.

O teste de VIF nos três painéis analisados foi inferior a 10, o que indica que não há multicolinearidade entre as variáveis. Considera-se multicolinearidade severa quando $FIV > 10$ (FÁVERO *et al.*, 2009; GUJARATI, 2011). Estes resultados mostram que as variáveis deste estudo podem ser usadas simultaneamente para verificar a relação da remuneração dos executivos com a estrutura de capital das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa.

Segundo Fávero *et al.* (2009, p. 383), “alguns testes são utilizados para a definição do melhor modelo de dados em painel (POLS, efeitos fixos ou efeitos aleatórios)”. Entre o POLS e o modelo de efeitos fixos, usa-se o teste de Chow (1960), que segundo Fávero (2015), representa um teste F que pode ser aplicado para determinar se os parâmetros da função de regressão múltipla diferem entre si. Na verificação da adequação dos parâmetros do modelo para efeitos aleatórios com base na análise dos resíduos do modelo estimado por mínimos quadrados ordinários (POLS), pode-se aplicar o teste de Breusch-Pagan, cuja estatística apresenta uma distribuição Qui-quadrada com 1 grau de liberdade (FÁVERO, 2015). Por fim, o teste de Hausman (1978) possibilita decidir entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios (FÁVERO, 2015). Na Tabela 4 demonstram-se os pressupostos da Regressão de Dados em Painel, com a adoção de um modelo que se alinha a proposta deste estudo.

Tabela 4 – Pressupostos da Regressão de Dados em Painel

Testes	Resultados	Hipóteses
Painel A – Endividamento Contábil		
LM de Breusch-Pagan	$X^2 = 1,110,22$ Sig. $X^2 = 0,000$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
F de Chow	$F = 7,63$ Sig. $X^2 = 0,000$	Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).
Teste de Hausman	$X^2 = 23,03$ Sig. $X^2 = 0,000$	O modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).
Painel B – Endividamento de Mercado		
LM de Breusch-Pagan	$X^2 = 521,15$ Sig. $X^2 = 0,000$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
F de Chow	$F = 6,88$ Sig. $X^2 = 0,000$	Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).
Teste de Hausman	$X^2 = 15,47$ Sig. $X^2 = 0,017$	O modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).
Painel C – Endividamento Contábil e de Mercado		
LM de Breusch-Pagan	$X^2 = 521,33$ Sig. $X^2 = 0,000$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
F de Chow	$F = 6,96$ Sig. $X^2 = 0,000$	Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).
Teste de Hausman	$X^2 = 20,98$ Sig. $X^2 = 0,007$	O modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 4, dos testes preconizados e discutidos por Gujarati (2011) e Fávero (2015) quanto a escolha da aplicação em dados em painel em pesquisas, os testes indicam que o modelo que fornece estimativas de parâmetros mais confiáveis é o de efeitos fixos. Desse modo, na Tabela 5 apresenta-se a relação da remuneração dos executivos com a estrutura de capital das companhias pesquisadas.

Tabela 5 – Resultado da Regressão de Dados em Painel

Variáveis	MODELO 1 Efeitos Fixos (n = 308; obs = 1.665)		MODELO 2 Efeitos Fixos (n = 227; obs = 1.127)		MODELO 3 Efeitos Fixos (n = 227; obs = 1.127)	
	Coefficiente	Significância	Coefficiente	Significância	Coefficiente	Significância

Constante	-5.576.813,000	0,006*	-7.665.496,000	0,000*	-7.439.361,000	0,000*
ETC	294.727,600	0,010*	-	-	-6.835,321	0,976
ECPC	-493.247,200	0,005*	-	-	-691.082,600	0,025**
ETM	-	-	10.451,990	0,049**	10.177,170	0,053***
ECPF	-	-	-43.338,750	0,002*	-38.585,720	0,006*
ELPF	-	-	-7.516,655	0,662	-11.120,120	0,525
TAM	1.128.117,000	0,000*	1.468.332,000	0,000*	1.469.164,000	0,000*
OPT	-1.912,316	0,235	-1.986,162	0,198	-3.662,410	0,021**
ROA	-410,473	0,827	-430.188,800	0,027**	-1.119.918,000	0,000*
Teste F	F = 4,83 Sig. F² = 0,000		F = 6,89 Sig. F² = 0,000		F = 7,23 Sig. F² = 0,000	
R²	0,695		0,681		0,684	
R² Ajustado	0,624		0,598		0,602	

Obs.: A relação é significativa *ao nível de 1%, **ao nível de 5% e ***ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme exposto na Tabela 5, chama atenção que as variáveis de endividamento de curto prazo apresentaram-se significantes. Tal resultado pode ser atribuído ao fato dos executivos serem incentivados a tomar decisões que privilegiem o curto prazo, além da estrutura de remuneração da qual fazem parte estar direcionada a atingir resultados no curto prazo, principalmente, à geração de lucros. Isso sugere que não há uma preocupação das empresas em alinhar os interesses dos executivos com os interesses das empresas no longo prazo. Tais resultados reforçam as preconizações teóricas abordadas pela Teoria da Agência, de que a remuneração do executivo é um mecanismo que atua como um disciplinador do comportamento dos agentes.

Harris e Raviv (1991) argumentam que a alavancagem aumenta a proporção de propriedade do gestor no quadro acionário da empresa. Este efeito funciona de duas maneiras: (i) forçando o pagamento do gestor a ser mais sensível ao desempenho da empresa, e (ii) por meio da concentração do poder de voto. No estudo de Ortiz-Molina (2007) observa-se que o custo de agência tem poder explicativo para o efeito negativo da alavancagem sobre a remuneração dos executivos. Dessa forma, é possível inferir que tanto a longo como a curto prazo a estrutura de capital e as práticas de remuneração dos executivos estão relacionadas de uma forma econômica que não pode ser negligenciada.

De acordo com Jensen e Meckling (1976) e Ortiz-Molina (2007), a relação negativa entre a remuneração dos executivos e a alavancagem no curto prazo pode surgir em decorrência do fato que os acionistas em empresas mais alavancadas podem reduzir os custos de agência de financiamento da dívida pela indução de um alinhamento inferior ao incentivo recebido pelos gestores. Ou seja, o contrato ótimo pode abdicar de alguns alinhamentos de incentivos com os executivos (à custa do aumento dos custos de agência de equidade) a fim de reduzir os custos de agência da dívida.

Os resultados quanto a estrutura de capital e remuneração convergem com os de Merofa (2014, p. 68), que “as empresas com mais dívidas em sua estrutura de capital implementam planos de compensação aos gestores com menor sensibilidade de pagamento em relação ao desempenho”. Adverte que, “o fato pode refletir que a compensação e a alavancagem são métodos alternativos de controle dos custos de agência” (MEROFA, 2014, p. 68). No entanto, divergem dos resultados de Choi *et al.* (2015) que encontrou um relacionamento positivo entre estrutura de capital e remuneração. Este estudo fornece evidências que a dívida afeta a oferta de um sistema de remuneração ótimo para os executivos, pois atenua o conflito de interesse. Os resultados de Choi *et al.* (2015) são frágeis, pois o estudo está imerso em um período transitório de aspectos normativos no que tange à divulgação de informações, o que fideliza mais os resultados desta pesquisa.

A relação positiva e significativa do Endividamento Total a Valor de Mercado (ETM) está alinhada com os estudos de Coles, Daniel e Naveen (2006) e Chemmanur, Cheng e Zhang (2013). Os primeiros afirmam que há uma forte relação causal entre a remuneração e a

estrutura de capital e fornecem evidências empíricas que tal relação é positiva, ao testar a sensibilidade da riqueza do executivo e sua relação com a volatilidade das ações. Os segundos argumentam que tal relação é positiva porque um nível de endividamento mais elevado implica maior probabilidade de falência, e como o empregado é incapaz de assegurar plenamente o seu risco de capital humano, as empresas com maior alavancagem tem que pagar, em equilíbrio, um salário maior para o empregado com vistas à compensar os custos de falência esperados suportados por ele (CHEMMANUR; CHENG; ZHANG, 2013).

Com base no exposto, depreende-se que a influência da estrutura de capital na remuneração dos executivos é uma questão que vai ganhando respostas, sendo que nesta pesquisa já é possível encontrar *insights* dessas evidências. Em resposta, espera-se que futuras pesquisas busquem maior aproximação com os aspectos relacionados a estrutura da remuneração adotada pelas empresas, quanto a opções de ações e participação nos lucros e resultados. Diferente do contexto legal encontrado por Choi *et al.* (2015), atualmente é possível avançar com essas constatações, uma vez que as empresas atendem aos aspectos legais que tornaram obrigatória a divulgação das práticas e valores da remuneração dos executivos.

5 Considerações Finais

A análise da relação entre remuneração dos executivos e endividamento ao valor contábil (Endividamento Total a Valor Contábil e o Endividamento de Curto Prazo a Valor Contábil) e de mercado (Endividamento Total a Valor de Mercado, Endividamento Financeiro Oneroso de Curto Prazo e o Endividamento Financeiro Oneroso de Longo Prazo) das empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2015, fornece evidências empíricas de que estrutura de capital e remuneração dos executivos estão relacionadas.

Em função da pluralidade de resultados disponíveis na literatura, conclui-se que progressos relevantes na compreensão da estrutura financeira e da política de remuneração dos executivos virão somente por meio do alinhamento dos sistemas de remuneração. Neste sentido, Hall e Murphy (2002) advertem que a obtenção de dados secundários e recorrer frequentemente aos modelos teóricos e matemáticos complexos para mensurar percepções humanas e preceitos são talvez mais adivinhações do que ciência.

As discussões trazidas neste estudo limitam-se as empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa e ao período analisado. Choi *et al.* (2015) e Mefora (2014) mencionam também em seus estudos realizados com empresas brasileiras, a influência do aspecto normativo no acesso aos dados e, conseqüentemente, com reflexos nos resultados. Destacam-se ainda como limitações a Regressão de Dados em Painel, apesar de ser uma métrica que vem sendo utilizada no campo do conhecimento da contabilidade. Ainda quanto a variável dependente utilizada no estudo, reconhece-se que pode enviesar os resultados.

As implicações teóricas e práticas trazidas nesta pesquisa não encerram os questionamentos a respeito da relação entre remuneração dos executivos e estrutura de capital. Recomenda-se que futuras pesquisas busquem explicações em outras teorias de finanças corporativas para explicar os resultados encontrados no Brasil, uma vez que já se observa uma cadeia concomitante de resultados que por vezes acabam sustentando os achados anteriores. Outros aspectos da estrutura de capital podem não ter sido considerados nesta pesquisa, já que tal literatura é diversa. É oportuno também avançar considerando outros pilares da Teoria da Agência, como assimetria da informação e outras abordagens teóricas que coloquem o gestor como ator focal do relacionamento entre a remuneração e a estrutura de capital das empresas.

Referências

- ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de controle gerencial**. São Paulo: Atlas. 2006.
AURELI, S.; SALVATORI, F. An investigation on possible links between risk management, performance measurement and reward schemes. **Accounting and Management Information Systems**, v. 11, n. 3, p. 306-334, 2012.

- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.
- BRASIL. **Lei nº 10.101**, de 19 de dezembro de 2000. Dispõe sobre a participação dos trabalhadores nos lucros ou resultados da empresa e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/110.973.htm>. Acesso em: 02 maio, 2016.
- CHANG, C. Capital structure as an optimal contract between employees and investors. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 3, p. 1141-1158, 1992
- CHEMMANUR, T. J.; CHENG, Y.; ZHANG, T. Human capital, capital structure, and employee pay: An empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 110, n. 2, p. 478-502, 2013.
- CHEROBIM, A. P. Estrutura de capital – revisão teórica. In: SAITO, R.; PROCIANOY, J. L. (org.). **Captação de recursos de longo prazo**. São Paulo: Atlas, 2008, p. 38-65.
- CHOI, D. Y.; SAITO, R.; SILVA, V. A. B. Estrutura de capital e remuneração dos funcionários: evidência empírica no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 2, p. 249-269, 2015.
- COELHO, A. L. A. L.; PAVÃO, Y. M. P.; SEHNEM, S.; ALBERTON, A.; MARCON, R. Estrutura de capital: um estudo bibliométrico em produções do Brasil e exterior. **Revista de Informação Contábil**, v. 7, n. 1, p. 73-93, 2013.
- COLES, J. L.; DANIEL, N. D.; NAVEEN, Lalitha. Managerial incentives and risk-taking. **Journal of financial Economics**, v. 79, n. 2, p. 431-468, 2006.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 480**, de 07 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>>. Acesso em: 19 nov. 2015.
- COUTINHO, E. S.; AMARAL, H. F.; BERTUCCI, L. A. O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 41, n. 2, p. 197-207, 2006.
- DOUGLAS, A. V. S. Capital structure, compensation and incentives. **Review of Financial Studies**, v. 19, n. 2, p. 605-632, 2006.
- FÁVERO, L. P. **Análise de dados: modelos de regressão com EXCEL®, STATA® e SPSS®**. São Paulo, Atlas, 2015.
- FÁVERO, L.; BELFIORE, P.; SILVA, F.; CHAM, B. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão**. São Paulo: Campus. 2009.
- GHENO, R.; BERLITZ, J. Remuneração estratégica e pacote de benefícios: um estudo de caso aplicado ao nível operacional de uma multinacional. **Revista de Administração da UFSM**, v. 4, n. 2, p. 268-287, 2011.
- GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 5ª ed. Porto Alegre : AMGH, 2011.
- JENSEN, M. C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review**, v. 76, n. 2, 1986.
- 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, 1976.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 87-125, 2008.
- KAVESKI, I. D. S.; DIAS, P. R. S. A.; RONDON, E. M.; DEGENHART, L.; FERNANDES, M. S. Estrutura de capital e governança corporativa: um estudo com empresas brasileiras pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM). **Revista ADMpg Gestão Estratégica**, v. 8, n. 2, p.111-118, 2015.
- KAYO, E. K.; FAMÁ, R. Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 2, n. 5, p. 1-8, 1997.
- KLANN, R. C.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Impacto das diferenças entre as normas contábeis brasileiras e americanas nos indicadores de desempenho de empresas brasileiras com ADRs. **BBR. Brazilian Business Review**, v. 6, n. 2, p. 154-173, 2009.
- KRAUTER, E. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 259-73, 2013.

- KRAUTER, E. A influência da remuneração variável no desempenho das empresas. In: SIMPEP, 13., 2006, São Paulo **Anais...** São Paulo: SIMPEP, 2006
- MACHADO, D. G.; BEUREN, I. M. Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. **Revista Gestão & Regionalidade**, v. 32, n. 92, p. 4-24, 2015.
- MACHADO, L. K. C.; PRADO, J. W.; VIEIRA, K. C.; ANTONIALLI, L. M.; SANTOS, A. C. A relevância da estrutura de capital no desempenho das firmas: uma análise multivariada das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 9, n. 4, p. 397-414, 2016.
- MACMINN, R. D.; PAGE, F. H. Stock options and capital structure. **Annals of Finance**, v. 2, n. 1, p. 39-50, 2006.
- MARCONDES, D. A.; FAMÁ, R. Premiação de executivos: o uso de opções de ações indexadas e ajustadas ao beta. **Revista de Administração**, v. 38, n. 4, p. 355-363, 2003.
- MARRAS, J. P. **Administração da remuneração**. São Paulo: Thomson. 2002.
- MEROFA, P. A. **O endividamento e a remuneração variável dos diretores executivos no Brasil: evidências empíricas**. 2014. 94f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2014.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MURPHY, K. Executive compensation. In: CARD, D.; ASHENFELTER, O. (orgs.). **Handbook of Labor Economics**. Amsterdam: Elsevier, 1999. pp. 2485-2563.
- MYERS, S. C. Financing of corporations. In: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, M.; STULZ, R. M. (org.). **Handbook of the economics of finance** (p. 215-252). North Holland, 2003.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- NAKAMURA, W. T.; FORTE, D.; MARTIN, D. M. L.; COSTA, A. C. F.; AMARAL, A. C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. 44, p. 72-85, 2007.
- NASCIMENTO, L. P. **Administração de cargos e salários**. São Paulo: Pioneira. 2001.
- OLIVA, E. C.; ALBUQUERQUE, L. G. Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. **BASE. Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 4, n. 1, p. 61-73, 2007.
- ORTIZ-MOLINA, H. Executive compensation and capital structure: The effects of convertible debt and straight debt on CEO pay. **Journal of Accounting and Economics**, v. 43, n. 1, p. 69-93, 2007.
- PONTES, B. R. **A competitividade e a remuneração flexível**. São Paulo: LTR, 1995.
- REIS NETO, M. T. A remuneração variável na percepção dos empregados e suas consequências na motivação e no desempenho. In: EnANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.
- SAITO, R.; HIRAMOTO, E. Foreign activity effects and capital structure: Brazilian evidence. **Academia. Revista Latinoamericana de Administración**, n. 45, p. 59-75, 2010.
- SEPE, S. M. Making sense of executive compensation. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 36, n. 14, p. 10-42. 2014.
- SOUZA, R. F.; WEISS, L. A. S.; GAVICHIOLI, D.; DAL VESCO, D. G. Sistema de incentivos e remuneração de executivos: uma análise da produção científica brasileira. In: Congresso ANPCONT, 10. 2016, Ribeirão Preto. **Anais...** São Paulo: ANPCONT, 2016.
- SUNDARAM, R. K.; YERMACK, D. L. Pay me later: Inside debt and its role in managerial compensation. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 4, p. 1551-1588, 2007.
- TOSUN, O. K. The effect of CEO option compensation on the capital structure: a natural experiment. **Financial Management**, 2015. SSRN. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2498036>>. Acesso em: 11 ago. 2016.
- WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. Oxford University Press, 1996.
- YERMACK, David. Do corporations award CEO stock options effectively? **Journal of Financial Economics**, v. 39, n. 2, p. 237-269, 1995.