

RELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS E A ESTRUTURA DE EN- DIVIDAMENTO DE EMPRESAS LISTADAS NA [B]³ - BRASIL, BOLSA, BALCÃO

RELATIONSHIP BETWEEN THE REMUNERATION OF EXECUTIVES AND INDEBTEDNESS STRUCTURE IN FIRMS LISTED IN [B]³ - BRASIL, BOLSA, BALCÃO

Iago França Lopes¹

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7627-4815>

Itzhak David Simão Kaveski²

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8691-9904>

Ilse Maria Beuren³

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4007-6408>

Viviane Theiss⁴

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2450-9704>

^{1, 2, 3, 4}(Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC – Florianópolis – SC – Brasil)

RESUMO

Este estudo objetiva verificar a relação entre a remuneração total média dos executivos e a estrutura de endividamento de empresas listadas na [B]³ - Brasil, Bolsa, Balcão. A análise de dados em painel de 494 companhias abertas brasileiras, do período de 2010 a 2015, evidencia 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. A relação positiva significativa da variável endividamento total a valor de mercado com remuneração dos executivos indica que um nível de endividamento mais elevado implica maior remuneração. Esses resultados denotam que a estrutura de endividamento da empresa é um mecanismo disciplinador da remuneração dos executivos. Tal aspecto sinaliza que o conflito de agência pode ser mitigado quando o principal passa a disciplinar o comportamento do executivo por meio da estrutura de endividamento.

Palavras-chave: Remuneração dos executivos. Estrutura de endividamento de capital. Empresas listadas na [B]³.

ABSTRACT

This study aims to verify the relationship between the average total compensation of executives and the indebtedness structure of the companies listed in [B]³ - Brasil, Bolsa, Balcão. The panel data analysis of 494 Brazilian public companies, from the period 2010 to 2015, shows a significant negative relationship between short-term debt at book value and executive compensation, indicating that the higher the indebtedness, the lower the remuneration. The significant positive relationship of total indebtedness to market value variable with executive compensation indicates that a higher level of indebtedness implies higher remuneration. These results suggest that the capital indebtedness structure of the company is a disciplining mechanism for executive compensation. This aspect indicates that the agency conflict can be mitigated when the principal begins to discipline the executive's behavior through the capital indebtedness structure of the company.

Keywords: Remuneration of executives. Capital indebtedness structure. Firms listed in [B]³.

1 INTRODUÇÃO

O sistema de remuneração dos executivos incentiva os gestores a assumir riscos (YARRAM; RICE, 2017) e contribuir para o desempenho da empresa (JENSEN; MURPHY, 1990; MURPHY, 2013), ao mesmo tempo que pode explicar a variação da estrutura de propriedade e de capital das empresas (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; CHOI; SAITO; SILVA, 2015; IATRIDIS, 2018). No entanto, se as medidas de remuneração forem apenas baseadas nos resultados e na volatilidade das ações podem incentivar os executivos a assumir mais riscos e privilegiar apenas o curto prazo, potencialmente transferindo o foco para os resultados e deixando de lado o processo organizacional e, assim, não aumentar o valor para o acionista (CARLON; DOWNS; WERT-GRAY, 2006; AURELI; SALVATORI, 2012; TOSUN, 2015; FREUND; LATIF; PHAN, 2018).

Freund, Latif e Phan (2018, p. 3) alertam que a falta de “alinhamento dos interesses dos acionistas e gestores pode afetar negativamente os detentores da dívida, levando a condições de dívida desfavoráveis para as empresas”. Assim, caso os *stakeholders* não sejam plenamente conhecedores do sistema de remuneração dos executivos e suas implicações na composição da riqueza, é possível que isso encaminhe a não perceber uma provável tendência de alteração na estrutura de endividamento da empresa (TOSUN, 2015). Nesse sentido, Ortiz-Molina (2007) adverte que questões relativas ao efeito da estrutura de endividamento da empresa na remuneração dos executivos demandam maior atenção de pesquisadores e não podem ser negligenciadas por estarem relacionadas economicamente com a empresa.

Estudos examinaram a relação entre remuneração dos executivos e elementos da estrutura de capital de empresas, sob o argumento da discordância na natureza dessa relação. Tosun (2015) proporciona evidências de que ocorrem mudanças na estrutura de capital das firmas em decorrência da mudança na estrutura e política de remuneração dos executivos. Merofa (2014) investigou a relação entre remuneração dos executivos e endividamento das empresas e identificou que a dívida pode atuar como um mecanismo para mitigar o conflito de interesses entre acionistas e executivos. Choi, Saito e Silva (2015) analisaram se uma empresa com maior alavancagem financeira demanda maiores salários para seus funcionários, dado o risco de dificuldades financeiras, fornecendo indícios de que a dívida afeta a oferta de um sistema de remuneração ótimo, devido ao conflito de interesses.

Outros estudos não observaram relação entre a remuneração e a estrutura de capital. Mehran (1995), por exemplo, não encontrou evidências de uma relação significativa entre remuneração de executivos e estrutura de capital. Ortiz-Molina (2007) examinou a remuneração de executivos relacionada à estrutura de capital das empresas. Os resultados mostraram que a remuneração é usada para mitigar os conflitos de interesse dos acionistas, por alinhar incentivos entre acionistas e gestores, mas a dívida não pode explicar a redução de conflitos entre gestores e acionistas. Sepe (2014) observou relação negativa entre remuneração e estrutura de capital das empresas, com efeito decrescente da remuneração dos executivos e da estrutura de capital.

Depreende-se que os estudos sobre a relação entre a remuneração de executivos e a estrutura de capital apresentam resultados contraditórios, o que denota uma lacuna de pesquisa. Neste estudo, as discussões pautam-se em pressupostos da Teoria da Agência, de que o financiamento responde a incentivos pessoais dos gestores (MYERS, 2003), com vistas em verificar a relação entre a remuneração total média dos executivos e a estrutura de endividamento de empresas listadas na [B]³ - Brasil, Bolsa, Balcão. Argumenta-se que as empresas devem adotar sistemas de remuneração que favoreçam o alcance dos seus objetivos. Assim, este estudo justifica-se por fornecer uma análise do efeito da estrutura de endividamento na remuneração dos executivos. Também por expandir a relação, ao incluir na composição da remuneração variável outras formas de incentivos.

Em essência, os gestores *são conduzidos* a agirem de modo que maximizem a renda dos financiadores da atividade operacional. Por vezes, estes são os primeiros também a sofrerem as consequências de qualquer *ação* errônea e respondem pelo desempenho econômico, financeiro e social da empresa, apurado no final do período. Assim, os gestores possuem como mecanismo mitigador desse processo, a estrutura de capital, a qual pode ser modelada de acordo com as contingências moldáveis que incidem sobre a organização. Ademais, os gestores podem exigir um plano de remuneração que melhor assegure as suas *ações* no ambiente organizacional (CHOI; SAITO; SILVA, 2015).

No contexto brasileiro, as empresas operam em um ambiente de incertezas tributária e jurídica, em função da volatilidade do ambiente legal onde

estão inseridas. Acresce-se a isso, que no período de análise (2010 a 2015), mudanças no contexto econômico, social e político impactaram os negócios empresariais e a manutenção da atividade operacional da empresa, em termos de metas e objetivos, frente a seus financiadores. Choi, Saito e Silva (2015) destacam que em períodos de crises, como este que o presente estudo abrange, são os empregados que sofrem as primeiras consequências no que tange a necessidade organizacional de cortes de recursos, ou seja, são estes os primeiros a serem desligados.

Com vistas a contornar tal situação, os trabalhadores tendem a influenciar a estrutura de endividamento e também passam a demandar mais incentivos no plano de recompensas para que possam assumir mais riscos, fato que afeta o nível de alavancagem da empresa. Neste sentido, o estudo aborda a simultaneidade da estrutura de endividamento e da remuneração dos executivos, no intuito de estabelecer a causalidade dessa relação e contribuir ou contrapor resultados anteriores. Avalia ainda a importância econômica do efeito da estrutura de endividamento sobre a remuneração, o que pode corroborar com resultados anteriores, como os de Mehran (1995), Ortiz-Molina (2007), Merofa (2014), Sepe (2014), Choi, Saito e Silva (2015) e Tosun (2015).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ESTRUTURA DE ENDIVIDAMENTO

A Teoria da Estrutura de Capital foi impulsionada pelo estudo seminal 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 nos fatores que podem afetar a escolha entre dívida e capital próprio. Esses fatores incluem custos de agência, impostos, diferenças de informações e efeitos das imperfeições de mercado ou restrições institucionais ou regulamentares. Cada fator pode ser dominante em algumas empresas ou circunstâncias, mas sem importância para 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 de financiamento.

Modigliani e Miller, em 1958, trataram da irrelevância da estrutura de capital, em que o valor da empresa e a decisão de investimento não são afetados por financiamento, ou seja, 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). Os pressupostos do modelo de Modigliani e Miller receberam críticas por configurarem um modelo ingênuo, pelo fato

de não abordarem elementos comuns do mercado, que geram condições reais de escolha. De acordo com Coelho (2013, p. 77), “o foco dessa teoria está no montante total de saída de recursos para pagar o custo de diversas fontes de financiamento”.

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

A Teoria do *Pecking Order* tem sua origem nos 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). Myers (2003) aduz 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, portanto, 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 de 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) diante da 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 pelo fato da maior parte dos financiamentos externos ser proveniente de dívidas.

Na Teoria da Agência argumenta-se que o financiamento responde a incentivos pessoais dos gestores, que agirá de acordo com a sua recompensa. Jensen e Meckling (1976) apontam dois tipos de conflitos. O primeiro ocorre entre acionistas e gestores, porque esses detêm menos de 100% do crédito residual. Logo, 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 ocorre entre credores e acionistas, porque o contrato da dívida fornece aos acionistas um incentivo para investir (HARRIS; RAVIV, 1991). O contrato da dívida prevê que o investimento do acionista rende retornos acima do valor nominal da dívida, e acionistas capturam a maior parte do ganho. Dessa forma, “quanto maiores as oportunidades de crescimento, maior tende a ser o nível de endividamento, à 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 lente teórica adotada é a Teoria da Agência, 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”. O grau de alavancagem financeira pode atuar como um disciplinador do comportamento discricionário dos gestores. Assim, as decisões de financiamento entre capital próprio ou capital de terceiros são relevantes na condução do processo organizacional (MEROFA, 2014). 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”.

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”. A relação entre remuneração e estrutura de capital deve ser alinhada à proporção do endividamento,

para explorar as propriedades da remuneração e determinar a combinação adequada entre a parcela fixa 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

Jensen e Meckling (2008, p. 90) sugerem 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”. Tosun (2015) aponta 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 representam um fator exógeno na estrutura de remuneração dos executivos. A temática recebeu maior atenção após escândalos de empresas com inadequações nos seus regimes de remuneração (AURELI; SALVATORI, 2012).

Segundo Sundaram e Yermak (2007), pesquisas reconhecem que os planos de remuneração para executivos são compostos de dois componentes: salário nominal, ou seja, o valor monetário recebido pela tarefa realizada, e instrumentos associados a resultados, como bônus anual, opções de ações e planos de incentivos de longo prazo. 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 cerca de 2/3 de todo o pacote de remuneração (AURELI; SALVATORI, 2012). Todavia, existem outras formas de remuneração, como a remuneração estratégica, que implica reconhecer os melhores colaboradores, pelos seus conhecimentos, habilidades e atitudes (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 onde 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. Douglas (2006) explica que o efeito da estrutura de capital sobre a remuneração dos executivos consiste no pressuposto de que renegociar os contratos de dívida é mais caro do que renegociar o sistema de remuneração.

Laksmana (2008) sinaliza que o conselho de administração influencia positivamente na transparência da remuneração de executivos. Ainda

esclarece que o conselho de administração e seus comitês de remuneração têm como responsabilidade deliberar sobre contratos de incentivos adequados e facilitar as informações compartilhadas entre os diretores, por meio de reuniões frequentes. Assim, o conselho de administração atua como mediador na gestão, assegurando os valores da companhia e decidindo sobre a remuneração, além da forma de endividamento na estrutura de capital.

A relação entre remuneração dos executivos e endividamento das empresas foi pesquisada por Merofa (2014) 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 endividamento e remuneração variável nos pacotes de incentivos dos executivos brasileiros. O autor 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 indica que empresas com mais dívidas em sua estrutura de capital implementam planos de compensação aos executivos com menor sensibilidade ao desempenho.

Choi, Saito e Silva (2015) analisaram se em uma empresa com maior alavancagem financeira os funcionários demandam maiores salários, dado o risco de dificuldades financeiras. Diferente do estudo de Merofa (2014), esses autores utilizaram o modelo de Berk, Stanton e Zechner (2010) 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 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 para reconhecer tal fenômeno em uma linha temporal.

Com base nos estudos de Merofa (2014), Choi, Saito e Silva (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. As práticas de evidenciação da remuneração tornaram-se obrigatórias no país recentemente, com a Deliberação CVM nº 557/2008.

No entanto, a remuneração variável nas empresas foi preconizada anteriormente, pela Lei nº 10.101/ 2000, que dispõe sobre a participação dos empregados nos lucros ou resultados da empresa. Essa Lei é um marco exógeno, que levou 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 do capital e trabalho e incentivo à produtividade.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo descritivo foi realizado por meio de pesquisa documental. Os dados relativos à estrutura de endividamento 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, abrangendo 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 objetivos de cada um deles; (ii) 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 [B]³, desconsideradas as classificadas no setor econômico “Financeiro e Outros”, devido às características singulares de suas atividades. Foram obtidas duas amostras, a primeira composta pelas 308 empresas que

divulgaram as informações da remuneração dos executivos e com dados contábeis para geração dos índices de endividamento contábil (ETC e ECPC). Dessas, apenas 227 tinham os dados de mercado necessários para gerar os índices de endividamento de mercado (ETM, ECPF e ELPF), o que resultou na segunda amostra.

Das 308 empresas da amostra de endividamento contábil, nem todas participaram em todos os anos analisados. Primeiro, pelo fato do ano de 2010 corresponder ao início da análise dos dados, e a abertura de capital de algumas empresas ter ocorrido 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 algumas não participaram em todos os anos, pelos motivos já apontados. 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.

Desse modo, foram analisados dados em painel não-balanceado, já que nem todas as empresas divulgaram as informações necessárias em todos os anos analisados. As variáveis utilizadas no estudo são apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis da pesquisa

Dados	Variáveis	Proxy
Dependente	REM: Remuneração Total Média 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 One-rosado de Curto Prazo	Debêntures e Financiamentos de Curto Prazo/Ativo a Valor de Mercado
	ELPF: Endividamento Financeiro One-rosado 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: Elaboração própria.

Na seleção da variável dependente, buscou-se abranger os efeitos da estrutura de endividamento na remuneração total média dos executivos. Para Tosun (2015), tal implica examinar essas duas variáveis de formas distintas. Primeiro, usar a estrutura de endividamento como variável dependente, assumindo que as variações na remuneração provocam diferenças na alavancagem das empresas; segundo, usar a remuneração dos executivos como variável dependente, assumindo que as decisões relativas a estrutura de endividamento podem alterar a estrutura e política de remuneração dos executivos.

Os achados teórico-empíricos de Ortiz-Molina (2007), Merofa (2014) e Choi, Saito e Silva (2015) sustentam a opção de tratar a remuneração dos executivos como variável dependente neste estudo. Além disso, as proposições presentes na Teoria da Agência denotam que os gestores são incentivados a tomar decisões com vistas em atingir os objetivos organizacionais quando percebem que

o retorno de suas decisões está afetando a sua riqueza (JENSEN; MECKLING, 1976). Infere-se que pode existir influência da estrutura de capital das empresas 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 sob o argumento que podem fornecer resultados semelhantes e robustos em uma análise transversal.

Com as cinco formas de considerar o nível de endividamento das empresas, pode-se

aprofundar o entendimento da relação destas com a remuneração dos executivos das companhias analisadas, além de retratar melhor o impacto dessas formas de endividamento na variável dependente. Para a consecução do objetivo da pesquisa, procedeu-se à análise a partir de um modelo de regressão de dados em painel para verificar a relação entre remuneração média total dos executivos e endividamento a valor contábil e a valor de mercado das empresas analisadas, valendo-se do *software* estatístico STATA.

A técnica estatística da regressão de dados em painel, 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”.

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)”. No POLS e no modelo de efeitos fixos, usa-se o teste de Chow (1960), um teste F que pode ser aplicado para determinar se os parâmetros da função de regressão múltipla diferem entre si (FÁVERO, 2015). 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 *Breusch-Pagan*, cuja estatística apresenta uma distribuição Qui-quadrada com um grau de liberdade (FÁVERO, 2015). Por fim, aplicou-se o teste de *Hausman* (1978), que possibilita decidir entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios (FÁVERO, 2015). Na Tabela 1 evidenciam-se os pressupostos da regressão.

Tabela 1 – Pressupostos da regressão de dados em painel

Testes	Resultados	Hipóteses
Painel A – Endividamento Contábil		
LM de <i>Breusch-Pagan</i>	$X^2=1.110,22$ Sig. $X^2=0,000$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
F de <i>Chow</i>	F=7,63 Sig. $X^2=0,000$	Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).
Teste de <i>Hausman</i>	$X^2=23,03$ Sig. $X^2=0,000$	O modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).
Painel B – Endividamento de Mercado		
LM de <i>Breusch-Pagan</i>	$X^2=521,15$ Sig. $X^2=0,000$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
F de <i>Chow</i>	F=6,88 Sig. $X^2=0,000$	Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).
Teste de <i>Hausman</i>	$X^2=15,47$ 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 <i>Breusch-Pagan</i>	$X^2=521,33$ Sig. $X^2=0,000$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
F de <i>Chow</i>	F=6,96 Sig. $X^2=0,000$	Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).
Teste de <i>Hausman</i>	$X^2=20,98$ 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 1, dos testes preconizados e discutidos por Fávero (2015) quanto a escolha na aplicação de dados em painel, os testes indicam que o modelo que fornece estimativas de parâmetros mais confiáveis é o de efeitos fixos. A partir da seleção

do melhor modelo regressivo, 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

Para analisar se a estrutura de capital tem relação com a remuneração dos executivos nas empresas objeto de estudo, fez uso de regressão de dados em painel, com vistas em compreender o comportamento das variáveis ao longo do período (2010-2015). Inicia-se com uma análise descritiva das variáveis, conforme 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 Painel A teve como foco a variável Endividamento Contábil, com 1.665 observações, e o Painel B o Endividamento Contábil e de Mercado, com 1.127 observações. No Painel A, 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. O mesmo 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 diferenças entre o grupo de empresas analisadas, uma vez que se está mensurando diferentes percepções relativas a continuidade e saudabilidade da organização.

Nas empresas analisadas, há similaridade média entre as variáveis de endividamento contábil e de mercado. Os valores de endividamento contábil se apresentaram homogêneos, enquanto que os relacionados ao mercado apresentaram maior distanciamento em relação a média. Verificou-se ainda possíveis problemas de multicolinearidade, por meio do teste Fator de Inflação de Variância (VIF) e da correlação de *Pearson*, conforme Tabela 3.

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.: Relação significativa ao nível de *1% e **5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Pela Tabela 3, no Painel A, que tem como variável o endividamento contábil, 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 a empresa, maior tende a ser a remuneração recebida pelos gestores. No Painel B, Endividamento de Mercado, verifica-se relação significativa e negativa entre remuneração e ETC. Neste Painel, as variáveis ECPF e OPT apresentaram efeito negativo sobre a remuneração, mas não significativa. No Painel C, que integra as variáveis de Endividamento Contábil e de Mercado, identifica-se correlação negativa e significativa para

as 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). Estes resultados mostram que as variáveis deste estudo podem ser usadas simultaneamente para verificar a relação da remuneração total média dos executivos com a estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na [B]³.

Na Tabela 4, apresenta-se a relação da remuneração dos executivos com a estrutura de endividamento das companhias pesquisadas.

Tabela 4 – Resultado da regressão de dados em painel

Variáveis	MODELO 1		MODELO 2		MODELO 3	
	Efeitos Fixos (n=308; obs=1.665)		Efeitos Fixos (n=227; obs=1.127)		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=,000	
R²	0,695		0,681		0,684	
R²Ajustado	0,624		0,598		0,602	

Obs.: Relação significativa ao nível de *1%, **5% e ***10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme exposto na Tabela 4, o Teste F, que verifica se todos os coeficientes do modelo são diferentes de zero, foi significativa para os três modelos, o que reforça a confiabilidade dos dados e do relacionamento entre as variáveis. Os coeficientes de determinação (R² e R² ajustado) podem ser considerados altos para os três modelos, ou seja, as variáveis de endividamento contábil e de mercado possuem poder explicativo suficiente para afirmar que há uma relação de causa e efeito com a remuneração dos executivos.

Quanto às estimativas dos parâmetros, interessa neste estudo o relacionado à estrutura de endividamento. Os resultados propostos indicam que o Endividamento de Curto Prazo a Valor Contábil (EPC) está negativamente relacionado com a remuneração dos executivos (Modelo 1 e Modelo 3). Isso sugere que os executivos são incentivados a não privilegiarem o curto prazo (TOSUN, 2015). Tais resultados reforçam o preconizado na Teoria da Agência, de que a remuneração do executivo é um mecanismo que atua como disciplinador do comportamento dos agentes.

De acordo com Jensen e Meckling (1976) e Ortiz-Molina (2007), a relação negativa entre remuneração dos executivos e alavancagem no curto prazo pode decorrer do fato dos acionistas

de empresas mais alavancadas reduzirem os custos de agência de financiamento da dívida com um alinhamento inferior ao incentivo recebido pelos gestores. Ou seja, o contrato ótimo pode abdicar de alguns alinhamentos de incentivos com os executivos (aumento dos custos de agência de equidade) para reduzir os custos de agência da dívida.

Os resultados relativos ao EPC sinalizam que as políticas de remuneração são beneficiadas com o financiamento de curto prazo, à medida que admite-se que os gestores são motivados a não financiarem as dívidas organizacionais, favorecendo apenas o curto prazo. As políticas de remuneração mais comuns na modalidade variável, enquanto medida de longo prazo, são as stock option, assim espera-se que as formas de financiamento da dívida a curto prazo apresentem efeito decrescente sobre o pacote de remuneração (SEPE, 2014). Nesta perspectiva, a estrutura de remuneração para os executivos apresenta-se como um mecanismo disciplinador das atitudes quanto ao financiamento da dívida da empresa.

O Endividamento Total a Valor Contábil (ETC) se apresentou significativa e com efeito positivo sobre a remuneração dos executivos (Modelo 1). Já para o Modelo 3, a relação com tal

variável foi de efeito negativo, mas não significativa. Tal indica que os gestores são incentivados a mesclar a forma de financiamento da dívida. Nestas condições, os benefícios no plano de remuneração tendem a contemplar simultaneamente o curto e o longo prazo. Os resultados em separado não se mostraram interessantes em termos de incentivos aos gestores no que concerne a condução da atividade operacional.

Um questionamento que decorre deste resultado é relativo a política de financiamento das empresas. Considerando o aspecto temporal da pesquisa em termos de cenário econômico, político e social, com um ambiente de crise econômica, há uma tendência de as empresas privilegiarem o longo prazo, o que gera dúvidas sobre qual deve ser a política de remuneração para adequar o financiamento da atividade operacional e fornecer uma recompensa aos executivos pelo serviço prestado.

Os resultados empíricos mostram ainda que o Endividamento Financeiro Oneroso de Curto Prazo (ECPF) tem efeito negativo e significativo sobre a remuneração dos executivos. Tal apresenta implicações práticas nos planos de políticas de remuneração, à medida que se sugere que quanto maior for o ECPF da empresa, os gestores tendem a perceber um efeito decrescente na própria remuneração. Nestas condições, os gestores são desencorajados a captar recursos com estas características, visto que os efeitos são decrescentes sobre os recursos a serem recebidos. Portanto, não privilegiar o curto prazo mostra-se como uma prerrogativa para as empresas analisadas.

O Endividamento Total a Valor de Mercado (ETM) apresenta-se significativa e com efeito positivo. Nestas condições, o gestor sente-se motivado a adotar estruturas de financiamentos da dívida mais ousadas, que contemplem também o longo prazo. Assim, a atividade operacional é beneficiada, permitindo que o gestor direcione esforços para a maximização da renda do acionista e em contrapartida receba uma gratificação por isso.

A relação positiva e significativa do Endividamento Total a Valor de Mercado (ETM) está alinhada com o estudo de Coles, Daniel e Naveen (2006), que constataram forte relação causal entre remuneração e estrutura de capital e fornecem evidências que tal relação é positiva, ao testar a sensibilidade da riqueza do executivo e sua relação com a volatilidade das ações. Também coaduna com o estudo de Chemmanur, Cheng e Zhang (2013), que observaram relação positiva e argumentam que um nível de endividamento mais elevado implica maior probabilidade de falência, por isso as empresas com maior alavancagem precisam pagar um salário maior.

Por fim, o Endividamento Financeiro Oneroso de Longo Prazo (ELPF) não foi significativa, mas exerce efeito negativo sobre a remuneração dos executivos. Considerar apenas o longo prazo para desenhar os sistemas de remuneração de executivos não é uma medida efetiva, visto que os interesses oportunistas do gestor também estão inscritos no curto prazo, assim, há necessidade de medidas que contemplem também o curto prazo.

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. Ortiz-Molina (2007) observaram que o custo de agência tem poder explicativo para o efeito negativo da alavancagem sobre a remuneração dos executivos. Infere-se que a estrutura de endividamento, tanto a longo como a curto prazo, e as práticas de remuneração dos executivos estão relacionadas, o que não pode ser negligenciado.

Os resultados relativos a estrutura de endividamento e remuneração convergem com os de Merofa (2014, p. 68), de 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”. O autor sugere que isso “pode refletir que a compensação e a alavancagem são métodos alternativos de controle dos custos de agência”. No entanto, os resultados divergem do estudo de Choi, Saito e Silva (2015), que encontraram relação positiva entre alavancagem financeira incremental e remuneração de executivos, indicando que a dívida afeta a proposição de um sistema de remuneração ótimo aos executivos, pois atenua o conflito de interesse.

Depreende-se que a influência da estrutura de endividamento na remuneração dos executivos é uma questão que vai obtendo respostas, sendo que nesta pesquisa já é possível encontrar *insights*. Espera-se que futuras pesquisas investiguem aspectos relacionados a estrutura da remuneração adotada pelas empresas, como *stock option* e participação nos lucros e resultados. Diferente do contexto legal encontrado por Choi, Saito e

Silva (2015), hoje é possível avançar com essas constatações em vista da divulgação obrigatória pelas empresas das práticas e valores da remuneração dos executivos.

5 CONCLUSÕES

A análise da relação entre remuneração total média dos executivos e o 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 [B]³ fornece evidências empíricas de que estrutura de endividamento da empresa e a remuneração total média dos executivos estão relacionadas.

No curto prazo, destaca-se a influência negativa da estrutura de endividamento na remuneração total média dos executivos. Tal sugere que a estrutura de endividamento pode ser um mecanismo que contribui para a política de remuneração dos executivos de modo que os mesmos direcionem esforços para financiar a dívida não no curto prazo. Esses resultados coadunam com a constatação de Marafo (2014, p. 79), de que “este é um indício de que a dívida, no contexto brasileiro [...], pode ser um mecanismo alternativo aos sistemas de incentivo aos gestores na tentativa de mitigar os problemas de agência”.

Observou-se ainda que o Endividamento Total a Valor de Mercado das empresas intensifica a estrutura de remuneração total média dos executivos. Tal relação é positiva porque um nível de endividamento mais elevado implica maior

probabilidade de falência das empresas e, como o empregado é incapaz de assegurar plenamente o seu risco de capital humano, as empresas com maior alavancagem precisam pagar um salário maior para o empregado para compensar os custos de falência esperados e por ele suportados (CHEMMANUR; CHENG; ZHANG, 2013). Por outro lado, a adoção de mecanismos que privilegiam o longo prazo mostra-se adequado para o grupo de empresas analisado.

Conclui-se com base nos resultados da pesquisa e nas dissonâncias observadas na literatura, que compreender a estrutura de capital das empresas, em especial a estrutura de endividamento, contribui para disciplinar a estrutura e política de remuneração dos executivos e o seu comportamento e ações no escopo organizacional, principalmente em relação ao longo prazo, visto que a Teoria da Agência aduz que os principais interesses do gestor concentram-se no curto prazo.

No entanto, os resultados deste estudo limitam-se às empresas e ao período analisado. Outra limitação decorre da aplicação da regressão de dados em painel, apesar de utilizada na área contábil, outras técnicas podem reforçar ou não os achados desta pesquisa.

Recomenda-se que futuras pesquisas busquem outras teorias para explicar os resultados encontrados no Brasil, já que 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, uma vez que tal literatura é diversa. É oportuno também avançar considerando outros pilares da Teoria da Agência, como assimetria da informação e abordagens teóricas diversas que coloquem o gestor como ator focal do relacionamento entre estrutura de endividamento das empresas e remuneração dos executivos.

REFERÊNCIAS

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.

BERK, J.B.; STANTON, R.; ZECHNER, J. Human capital, bankruptcy, and capital structure. **The Journal of Finance**, v.65, n.3, p.891-926, 2010.

BRASIL. **Lei nº 10.101**, de 19 de dezembro de 2000. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.973.htm>. Acesso em: 02 maio 2016.

CARLON, D.M.; DOWNS, A.A.; WERTGRAY, S. Statistics as fetishes the case of financial performance measures and executive compensation. **Organizational Research Methods**, v.9, n.4, p.475-490, 2006.

REFERÊNCIAS

- 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.
- 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, L. Managerial incentives and risk-taking. **Journal of Financial Economics**, v.79, n.2, p.431-468, 2006.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Deliberação CVM nº 557**, de 12 de novembro de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deli/anexos/0500/deli557.pdf>. Acesso em: 19 nov. 2015.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 480**, de 07 de dezembro de 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>. Acesso em: 19 nov. 2015.
- CORE, J.E.; HOLTHAUSEN, R.W.; LARCKER, D.F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v.51, n.3, p.371-406, 1999.
- 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.P.; BELFIORE, P.; SILVA, F.; CHAM, B. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão**. São Paulo: Campus, 2009.
- FREUND, S.; LATIF, S.; PHAN, H. V. Executive compensation and corporate financing policies: Evidence from CEO inside debt. **Journal of Corporate Finance**, v.50, p.484-504, 2018.
- 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.

REFERÊNCIAS

- IATRIDIS, G.E. Accounting discretion and executive cash compensation: An empirical investigation of corporate governance, credit ratings and firm value. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v.55, n.00, p.29-49, 2018.
- 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.
- 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.; MURPHY, K.J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v.98, n.2, p.225-264, 1990.
- 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.259-273, 2013.
- LAKSMANA, I. Corporate board governance and voluntary disclosure os executive compensation practices. **Contemporary Accounting Research**, v.25, n.4, p.1147-1142, 2008.
- MACHADO, D.G.; BEUREN, I.M. Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. **Gestão & Regionalidade**, v.32, n.92, p.4-24, 2015.
- MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v.38, n.2, p.163-184, 1995.
- 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. **American Economic Review**, v.48, n.3, p.261-297, 1958.
- MURPHY, K. J. Executive Compensation: Where we are, and how we got there'. In: CONSTANTINIDES, G.M.; HARRIS, M.; STULZ, R.M. (Eds.). **Handbook of the Economics of Finance**, 2013. Vol.2, Part A, Chapter 4. pp.211 356.
- MYERS, S.C. Financing of corporations. In: CONSTANTINIDES, G.M.; HARRIS, M.; STULZ, R.M. (org.). **Handbook of the economics of finance**. North Holland, 2003. pp.215-252.
- 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.

REFERÊNCIAS

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.

SEPE, S.M. Making sense of executive compensation. **Delaware Journal of Corporate Law**, v.36, n.14, p.10-42. 2014.

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. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2498036>. Acesso em: 11 ago. 2016.

YARRAM, S.R.; RICE, J. Executive compensation among Australian mining and non-mining firms: Risk taking, long and short-term incentives. **Economic Modelling**, v.64, p.211-220, 2017.

Iago França Lopes¹

Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná – UFPR – Curitiba – PR – Brasil. Mestre

em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC – Florianópolis – SC – Brasil. E-mail: iagofrancalopes@gmail.com

Itzhak David Simão Kaveski²

Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC – Florianópolis – SC - Brasil. Professor da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul, Campus do Pantanal – UFMS – Corumbá – Mato Grosso do Sul – Brasil. E-mail: itzhak.konoha@gmail.com

Ilse Maria Beuren³

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo- FEA/USP, São Paulo – SP – Brasil. Professora do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC – Florianópolis – Santa Catarina – Brasil. E-mail: ilse.beuren@gmail.com

Viviane Theiss⁴

Doutora em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC – Florianópolis – SC – Brasil. Professora da Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC – Florianópolis – Santa Catarina – Brasil. E-mail: theissviviane@gmail.com

Data de recebimento: 20-05-2018

Data de aceite: 09-04-2019