

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

PATRICIA DO AMARAL MEROFA

**O ENDIVIDAMENTO E A REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DOS DIRETORES
EXECUTIVOS NO BRASIL: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS**

ORIENTADOR: PROF. DR. WILSON TOSHIRO NAKAMURA

SÃO PAULO

2014

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

PATRICIA DO AMARAL MEROFA

**O ENDIVIDAMENTO E A REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DOS DIRETORES
EXECUTIVOS NO BRASIL: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS**

Tese apresentada à Universidade
Presbiteriana Mackenzie para a obtenção
do título de Doutora no programa de pós-
graduação *stricto sensu* em
Administração de Empresas.

ORIENTADOR: PROF. DR. WILSON TOSHIRO NAKAMURA

SÃO PAULO

2014

PATRICIA DO AMARAL MEROFA

Tese de Doutorado apresentada para a obtenção de título de Doutora em Administração de Empresas pela Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Orientador: Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura

São Paulo

2014

M567e Merofa, Patrícia do Amaral

O endividamento e a remuneração variável dos diretores executivos no Brasil : evidências empíricas / Patrícia do Amaral Merofa - 2014.

87f.: il., 30 cm

Tese (Doutorado em Administração de Empresas) –
Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2014.

Orientação: Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura

Bibliografia: f. 81-87

1. Estrutura de capital. 2. Remuneração variável. 3. Teoria da agência. I. Título.

CDD 658.32

Reitor da Universidade Presbiteriana Mackenzie
Prof. Dr. Ing. Benedito Guimarães Aguiar Neto

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação
Professor Dr. Moises Ari Zilber

Diretor do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas
Professor Dr. Sergio Lex

Coordenador do Programa
Professor Dr. Walter Bataglia

PATRICIA DO AMARAL MEROFA

**O ENDIVIDAMENTO E A REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DOS DIRETORES
EXECUTIVOS NO BRASIL: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS**

Tese apresentada à Universidade
Presbiteriana Mackenzie para a obtenção
do título de Doutora no programa de pós-
graduação *stricto sensu* em
Administração de Empresas.

Aprovada em

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Angelo Palmisano

Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas-FMU

Prof. Dr. José Odílio dos Santos

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Prof. Dr. Henrique Formigoni

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Leonardo Cruz Basso

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Ao meu marido Alexandre pelo incentivo diário, a
cumplicidade e a paciência;
Aos meus pais, que jamais pouparam esforços para
que eu tivesse acesso aos estudos;
Ao meu filho Maurício, que eu seja sua inspiração;
Aos meus irmãos Renata, Victor e Jujuba pelos momentos
divertidos e as boas risadas.

AGRADECIMENTOS

Sou grata pela oportunidade que a vida me proporcionou no caminho deste trabalho, especialmente pelas pessoas com quem compartilhei momentos de aprendizado e reflexão que foram além da minha capacitação intelectual.

As lições mais marcantes que aprendi estão fora dos livros, dos artigos, das pesquisas, elas vieram da experiência de pessoas íntegras, que já passaram por situações diversas e me trouxeram a sabedoria e a maturidade para respeitar e compreender os fatos da vida. Agradeço a todas essas pessoas!

A toda minha família e aos amigos, especialmente pela compreensão da minha ausência em eventos familiares, o cancelamento temporário das sessões de pizza aos sábados, agora podemos retomar.

Ao Daniel, pela paciência, agilidade e disponibilidade na organização das bases de dados. Valeu Dani Boy!

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Wilson Nakamura, por ter me acolhido e me apoiado nesta caminhada, particularmente, nos momentos mais críticos.

À amiga Liliane, por não permitir que eu desistisse, sempre me lembrando: “e como vai sua tese?”. Muito obrigada.

RESUMO

Este trabalho se desenvolveu com o propósito de investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o endividamento das empresas, no contexto do mercado brasileiro. O foco da pesquisa é explorar se as empresas brasileiras de capital aberto listadas na BMF&Bovespa utilizam a dívida como elemento disciplinador sobre o comportamento dos gestores para mitigar os conflitos de interesse entre gestores e acionistas. A amostra foi de 234 empresas, as informações sobre remuneração variável foram coletadas do Formulário de Referência, no subitem sobre remuneração dos diretores estatutários. Para testar a hipótese da relação negativa entre o endividamento e a remuneração variável, os dados foram tratados pelo método de painel de dados sob a técnica de mínimos quadrados generalizados por efeitos fixos e, também, por efeitos aleatórios, no período entre 2009 e 2012. Os resultados alcançados confirmam a hipótese de pesquisa, corroborando a perspectiva de que os compromissos da dívida podem alinhar os interesses entre acionistas e gestores.

Palavras-chave: Estrutura de capital, remuneração variável, teoria da agência.

ABSTRACT

The purpose of this work is to investigate the relationship between executive compensation and corporate debt in the Brazilian market. The research is focused on interactions between capital structure and compensation in the Brazilian public companies listed on the BM&FBovespa, particularly when they use debt as a disciplining factor on the behavior of managers to mitigate conflicts of interest between managers and shareholders. The sample of 234 companies and the information about variable compensation were collected from the Formulário de Referência, in subsection on remuneration of executive officers. Using panel data for the period from 2009 to 2012, this empirical study describe the effects that the variables have on companies' debt level. The results confirm the negative relationship between debt and executive compensation.

Keywords: capital structure, executive compensation, agency theory.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA	62
TABELA 2. CLASSIFICAÇÃO SETORIAL DAS EMPRESAS.....	64
TABELA 3. MATRIZ DE CORRELAÇÃO ENTRE AS PRINCIPAIS VARIÁVEIS.....	64
TABELA 4. TESTE DE HAUSSMAN (H_0 : A DIFERENÇA ENTRE OS COEFICIENTES NÃO É SISTEMÁTICA).....	66
TABELA 5 .RESUMO DA PRIMEIRA RODADA-ESTIMAÇÕES POR GLS COM EFEITOS ALEATÓRIOS E GLS COM EFEITOS FIXOS...	67
TABELA 6. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE - ENDIVIDAMENTO GERAL (GLS EFEITOS ALEATÓRIOS)	68
TABELA 7. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE - ENDIVIDAMENTO GERAL (GLS EFEITOS FIXOS).....	68
TABELA 8. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE - ENDIVIDAMENTO CURTO PRAZO (GLS EFEITOS ALEATÓRIOS).....	69
TABELA 9. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE - ENDIVIDAMENTO CURTO PRAZO (GLS EFEITOS FIXOS)	69
TABELA 10. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE – ENDIVIDAMENTO LONGO PRAZO (EFEITOS ALEATÓRIOS)	70
TABELA 11. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE – ENDIVIDAMENTO LONGO PRAZO (EFEITOS FIXOS)	70
TABELA 12. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE – DIV_PL (EFEITOS ALEATÓRIOS).....	71
TABELA 13. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE – DIV_PL (EFEITOS FIXOS).....	71
TABELA 14. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE – DIV_EBITDA (EFEITOS ALEATÓRIOS)	72
TABELA 15. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE – DIV_EBITDA (EFEITOS FIXOS).....	72
TABELA 16. RESUMO DA SEGUNDA RODADA-ESTIMAÇÕES POR GLS COM EFEITOS ALEATÓRIOS E GLS COM EFEITOS FIXOS COM VRIÁVEIS DUMMIES ISOLADADAS	73
TABELA 17. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE - ENDIVIDAMENTO GERAL (EFEITOS ALEATÓRIOS), APENAS COM DUMMY VAR_AÇÕES.....	74
TABELA 18. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE - ENDIVIDAMENTO GERAL (EFEITOS FIXOS), APENAS COM DUMMY VAR_AÇÕES	74
TABELA 19. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE - ENDIVIDAMENTO GERAL (EFEITOS ALEATÓRIOS) APENAS COM DUMMY VAR_PPR.....	75
TABELA 20. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE - ENDIVIDAMENTO GERAL (EFEITOS FIXOS) APENAS COM DUMMY VAR_PPR	75
TABELA 21. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE - ENDIVIDAMENTO GERAL (EFEITOS ALEATÓRIOS) APENAS COM DUMMY VAR_BONUS.....	76
TABELA 22. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE - ENDIVIDAMENTO GERAL (EFEITOS FIXOS) APENAS COM DUMMY VAR_BONUS	76
TABELA 23. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE - ENDIVIDAMENTO CURTO PRAZO (EFEITOS ALEATÓRIOS) APENAS COM DUMMY VAR_PPR.....	77
TABELA 24. ESTIMATIVA COM VARIÁVEL DEPENDENTE - ENDIVIDAMENTO CURTO PRAZO (EFEITOS FIXOS) APENAS COM DUMMY VAR_PPR.....	77

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	7
1.1	O PROBLEMA E OS OBJETIVOS DA PESQUISA.....	12
1.2	JUSTIFICATIVA PARA O TEMA.....	13
1.3	DELIMITAÇÃO DA PESQUISA.....	15
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	16
2.1	ESTRUTURA DE CAPITAL.....	16
2.2	A TEORIA DA AGÊNCIA E AS ORIGENS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	20
2.2.1	CONTEXTUALIZAÇÃO HISTÓRICA	20
2.2.2	TEORIA DA AGÊNCIA E CONFLITOS DE INTERESSE	25
2.2.3	DÍVIDA, FLUXO DE CAIXA LIVRE E OS CONFLITOS ENTRE ACIONISTAS E GESTORES.....	29
2.3	OS MECANISMOS DE CONTROLE	32
2.4	INTERFACES ENTRE ESTRUTURA DE CAPITAL, TEORIA DA AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA	34
3	EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE A RELAÇÃO ENTRE A ESTRUTURA DE CAPITAL E OS SISTEMAS DE REMUNERAÇÃO	39
4	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	45
4.1	O PLANO AMOSTRAL, O LEVANTAMENTO E TRATAMENTO DOS DADOS.....	46
4.2	OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS	51
4.2.1	VARIÁVEIS INDEPENDENTES OU EXPLICATIVAS	51
4.2.1.1	A variável para proporção dos componentes variáveis.....	52
4.2.1.2	A variável para Bônus	52
4.2.1.3	A variável para remuneração baseada em ações	52
4.2.1.4	A variável para participação nos resultados.....	52
4.2.2	VARIÁVEIS DEPENDENTES OU EXPLICADAS	52
4.2.2.1	Endividamento GERAL (Endiv_GER).....	53
4.2.2.2	Endividamento Financeiro de Longo Prazo (Endiv_LP):.....	53
4.2.2.3	Endividamento de curto prazo (Endiv_CP)	54
4.2.2.4	Relação Dívida Líquida e EBTIDA (%Div_ONER).....	54
4.2.2.5	Relação Dívida Líquida e Patrimônio Líquido (%Div_PL).....	55
4.2.3	VARIÁVEIS DE CONTROLE.....	55
4.2.3.1	Lucratividade.....	56
4.2.3.2	Tamanho da empresa.....	56

4.2.3.3	O grau de tangibilidade da empresa.....	57
4.2.3.4	Economias fiscais não relacionadas à dívida.....	57
4.2.3.5	Variáveis Dummies de ano.....	58
4.2.3.6	Variáveis Dummies de Setor.....	58
5	RESULTADOS DA PESQUISA.....	60
5.1	ANÁLISE DESCRITIVA.....	61
5.2	A MATRIZ DE CORRELAÇÃO.....	64
5.3	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	65
6	CONCLUSÃO.....	78
7	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	81

1 INTRODUÇÃO

As alterações na economia global contemporânea, onde o fluxo de capitais é dinâmico e as oportunidades de negócios estão dispersas entre diferentes agentes com atuações locais, levantam a necessidade de uma postura mais transparente e, ao mesmo tempo, maior comprometimento com os objetivos dos fornecedores de recursos financeiros. Nota-se que as empresas, cada vez mais, adotam voluntariamente as boas práticas reconhecidas pelos agentes envolvidos no mercado de capitais. A atuação de alguns fundos de investimentos, classificando as empresas brasileiras pela predisposição em disponibilizar informações de qualidade aos investidores é um fator que ilustra este cenário.

As finanças corporativas fundamentam-se em três princípios relacionados à alocação de recursos para maximizar o valor da empresa, são as decisões de investimento, de financiamento e a política de dividendos. A teoria da estrutura de capital contempla o âmbito das decisões de financiamento, investigando a maneira pela qual as empresas estabelecem a proporção entre o capital próprio e o de terceiros para custear seus projetos.

Basicamente, a função da empresa é buscar projetos que permitam a criação de valor para os acionistas e façam o negócio girar. Para seguir um determinado ritmo de crescimento, esta operação depende de fontes de financiamento para as oportunidades de investimento, que pode se dar por meio de capital próprio ou capital de terceiros, ou seja, com emissão de títulos de dívida. Esta é a chamada decisão de estrutura de capital.

O administrador, enquanto agente responsável pela tomada de decisão em nome dos acionistas, decide sobre a alocação dos recursos da empresa. Adotando a premissa de que, ao tomar uma decisão de investimento, deve-se ponderar os custos de financiamento apurados a partir da combinação entre o endividamento e o capital próprio, justifica-se a relevância da decisão de financiamento dentro da Teoria de Finanças. Em conjunto com a decisão de investimento, e a distribuição de resultados, a seleção entre a proporção de dívida e de capital próprio, seja este alocado por novos acionistas ou gerado internamente, é um dos principais pilares das finanças corporativas modernas.

As discussões em torno da combinação ótima entre o capital próprio e o de terceiros, bem como a investigação dos elementos que a determinam, fomentam o eixo teórico sobre a estrutura de capital. O trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958) impulsionou o desenvolvimento da teoria de estrutura de capital.

A remuneração dos executivos e seu papel como tomadores de decisão em nome dos acionistas é um assunto complexo e controverso, que tem atraído a atenção da sociedade em geral (CONYON, 2006), particularmente de pesquisadores em diferentes áreas do conhecimento relacionadas à gestão, como: Finanças, Contabilidade, Recursos Humanos e Estratégia (CARLON *et al*, 2006).

Os casos da Enron e da Worldcom, em 2008, impulsionaram a propagação do tema remuneração de executivos como notícia nos principais meios de comunicação em todo o mundo. Conhecido como a onda de escândalos de bônus milionários, foi o fato que deflagrou, inclusive entre os acadêmicos, as discussões em torno de manobras contábeis, de práticas de gestão fraudulenta e negligência na provisão de riscos, apontando diversos problemas que podem levar à destruição de valor para o acionista. A questão que deu origem ao debate foi a aparente falta de relação entre a remuneração desses executivos e o desempenho de suas organizações (KRAUTER, 2009).

Como resultado, o mercado norte-americano despertou para a necessidade de rever os critérios contábeis e estabelecer regulamentações mais restritas, que pudessem promover um controle maior e evitar novos eventos traumáticos, empreendendo esforços para recuperar a confiabilidade do investidor e retomar o ritmo da evolução no seu mercado acionário.

Assim, estabeleceu-se a lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos, propagando-se pelo mercado europeu, até chegar às economias emergentes, por meio da atuação das companhias multinacionais. Esta onda suscitou o interesse pelo aprimoramento de melhores práticas de governança corporativa, ao mesmo tempo em que impulsionou a comunidade acadêmica para pesquisas nesse sentido, com intuito de investigar até que ponto a prática gerencial está pautada nos princípios da transparência, entre outros itens que compõe o conjunto de boas práticas de governança.

O primeiro passo no sentido de promover uma cultura mais transparente junto aos investidores no Brasil foi da BM&FBovespa quando, inspirados pelo movimento alemão conhecido como *Neuer Markt*, a bolsa instituiu os níveis diferenciados de governança corporativa: nível 1, nível 2 e o Novo Mercado, no qual estão listadas as companhias dispostas a municiar o mercado de informações adicionais, além daquelas exigidas por lei. A adesão é voluntária, mas pressupõe a adoção de critérios formais na prestação de informações, e ao mesmo tempo presume um novo modelo de gestão, comprometido com os princípios gerais da governança corporativa, a saber: (1) da transparência, (2) da equidade, (3) da legalidade e (4) da responsabilidade social.

Depois, foi publicado o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 2009 determinando que “os acionistas têm o direito a informações transparentes e oportunas com respeito às empresas onde estão investindo. O funcionamento de um mercado de capital depende de informação transparente das empresas”.

A questão sobre a divulgação da remuneração dos executivos no Brasil surgiu em 2008, enquanto a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) elaborava a reforma da Normativa 202 datada de 1993, cujo objetivo era a regulamentar e padronizar o envio das informações anuais dos emissores de títulos mobiliários aos investidores, e cogitou a possibilidade de avançar neste quesito, fomentando a cultura da transparência, também, em relação à publicação dos dados relacionados aos ganhos anuais dos executivos. Então, por meio da Deliberação 560 de dezembro de 2008, envolvendo os critérios para o anúncio sobre partes relacionadas, a autarquia determinou que as companhias divulgassem a remuneração total dos executivos-chave da administração discriminando o valor total em: benefícios de curto prazo; benefícios pós-emprego; outros benefícios de longo prazo; benefícios de rescisão de contrato de trabalho; e remuneração baseada em ações.

O caminho percorrido pela CVM até a edição da Normativa 480, em dezembro de 2009, foi marcado por fortes contestações por parte das empresas que, ao lado de seus executivos, justificavam sua oposição à publicação detalhada do pacote de remuneração, em termos de invasão de privacidade, e até mesmo sob a perspectiva de oferecer risco à segurança pessoal destes. Porém, mesmo depois de uma disputa judicial, entre liminares concedidas e derrubadas, o regulador não cedeu, fez algumas adaptações e, alegando que essa medida atende ao nível mínimo de transparência nas informações prestadas ao mercado de capitais em âmbito internacional, a CVM obrigou que as companhias demonstrem a remuneração máxima, média e mínima de suas diretorias e dos conselhos de administração e, ainda, que expliquem os eventuais desvios na média apresentada.

A literatura internacional apresenta uma grande variedade de trabalhos sobre governança corporativa com destaque para o tema: remuneração de executivos, boa parte deles foi motivada pelos escândalos financeiros de Wall Street (AGGARWAL e SAMWICK, 1999; BEBCHUK e FRIED, 2003; BOLTON, SCHEINKMAN, e XIONG, 2006; BUSHEE *et al*, 2010; CORE, GUAY e LARCKER, 2008; DYCK, VOLCHKOVA e ZINGALES, 2008; MILLER, 2006; GABAIX e LANDIER, 2006). No entanto, a discussão sobre os sistemas de incentivos e os critérios de recompensa praticados para remunerar os executivos envolvidos com as decisões da empresa voltou à tona com a crise financeira internacional do final de

2008. Porém, o foco das investigações acadêmicas a partir deste fato passou a ser, especificamente, o aspecto variável dos pacotes de incentivos (BEBCHUK, COHEN, e SPAMANN, 2010; BEBCHUK e FRIED, 2010; CHENG, HONG e SCHEINKMAN, 2010; ERKENS, HUNG e MATOS, 2012; FAHLENBRACH e STULZ, 2011). A linha central desta pesquisa reside, justamente, na investigação dos critérios para se estabelecer as parcelas variáveis das recompensas oferecidas aos gestores.

A abordagem principal das pesquisas sobre remuneração de executivos é a teoria do principal-agente ou teoria de agência. Segundo esta, o principal (acionista) contrata um agente (executivo) para executar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão. Se as partes envolvidas, acionista e executivo, agirem de modo a maximizar sua utilidade pessoal, configuram-se as razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os melhores interesses do acionista (JENSEN; MECKLING, 1976). Considerando que acionistas detêm um controle imperfeito sobre seus executivos, o sistema de remuneração é considerado, pelos estudiosos do tema, um mecanismo eficiente de alinhamento entre os interesses, pois pode limitar as divergências (AGGARWAL; SAMWICK, 1999; DEVERS *et al*, 2007; SHIM; LEE, 2003; TOSI *et al*, 2000).

Os estudos sobre a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas utilizaram, em sua maioria, dados de corporações norte-americanas com foco no contexto norte-americano. Os resultados são divergentes e inconclusivos, alguns encontraram relações fracas enquanto outros observaram relações não significantes entre as variáveis estudadas (BÁLKIN e GÓMEZ-MEJIA, 1987; BARKEMA e GÓMEZ-MEJIA, 1998; BROCKMAN *et al*, 2010).

A motivação para o presente trabalho foram os questionamentos em torno da definição dos papéis e a atribuição de responsabilidade entre os detentores de capital, os acionistas, e aos seus representantes legais nas empresas, isto é, os administradores. Como o investidor (ou acionista) pode garantir que seu capital seja bem empregado, ao mesmo tempo em que o retorno obtido pela operação do negócio seja otimizado? Quais e como são as ferramentas de controle sobre as decisões dos gestores? Como reduzir a divergência entre os objetivos dos acionistas e dos administradores? Os sistemas de incentivos e os pacotes de remuneração funcionam para amenizar os conflitos de interesse? Atrelar bonificações aos resultados da companhia é, realmente, uma maneira eficaz de promover este alinhamento ou pode induzir ao comportamento oportunista? É possível mesclar diferentes maneiras, internas e externas às empresas, para reduzir as possibilidades desse tipo de comportamento?

Estas questões necessitam de estudos mais aprofundados e aplicações empíricas que busquem associá-las, especialmente no Brasil, um ambiente caracterizado pela carência e falta de transparência no trato das informações sobre remuneração de executivos.

No trabalho de levantamento bibliográfico desenvolvido para esta pesquisa identificou-se que o que tem sido feito em termos de remuneração executiva, em geral, está atrelado ao modelo agente-principal, (EISENHARDT, 1989; GAREN, 1994; TOSI e GOMEZ-MEJIA, 1989) postulado pela teoria da agência e segue o caminho de análise de instrumentos que possam mitigar os problemas oriundos da não-maximização de valor para o acionista, abordando suas relações com o desempenho da firma. A partir deste raciocínio, a proposta da presente pesquisa é estudar o papel da dívida como mecanismo de controle externo para disciplinar o comportamento dos executivos responsáveis pelas decisões de investimento das companhias de capital aberto no Brasil, listadas na BM&FBovespa.

No Brasil, existem poucas pesquisas sobre remuneração de executivos de modo geral, especialmente em função das dificuldades de acesso às informações características do nosso ambiente. No entanto, como resultado da decisão da CVM com a publicação da Normativa 480/2009, tornou-se possível consultar, ainda que de maneira agregada, as informações qualitativas sobre os sistemas de remuneração de diretores e conselheiros das companhias que operam no mercado regulamentado pela autarquia. Assim, comprova-se a viabilidade para a execução deste trabalho.

Sumarizando, o propósito desta pesquisa é contribuir para a compreensão das práticas de remuneração variável para os executivos no Brasil, particularmente os tomadores de decisão, os diretores estatutários. Esta contribuição está pautada nos conceitos da teoria de estrutura de capital e da teoria da agência, em associação ao que se observou na prática gerencial, representada pelas variáveis de endividamento e de remuneração variável, por meio de uma análise quantitativa, sistematizada em modelo econométrico de painel de dados.

O ineditismo deste trabalho é a exploração, a coleta e a análise das informações constantes no Formulário de Referência (FR), o documento que substitui o antigo IAN (Informativo Anual), particularmente no item 13. Remuneração dos administradores, subitem 13.2 Remuneração total do conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal.

A presente pesquisa reconhece a influência do comportamento dos gestores nas decisões de básicas de Finanças Corporativas – financiamento, investimento e distribuição de dividendos – e propõe um debate sobre a utilização do endividamento como instrumento alternativo ao mecanismo de remuneração variável no pacote de incentivo para os executivos

para mitigar os problemas de agência e promover o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas.

1.1 O problema e os objetivos da pesquisa

A relevância e a importância do tema remuneração de executivos para a comunidade acadêmica e, também, para o ambiente corporativo, atreladas ao interesse de compreender a natureza dessa relação com o endividamento das empresas no contexto do mercado brasileiro, motivaram a realização desta tese. Diante do exposto, esta pesquisa está direcionada pela seguinte questão problema:

- **Qual é a relação entre o endividamento e a proporção de remuneração variável dos diretores estatutários nas empresas brasileiras abertas listadas na BM&FBovespa?**

Para responder ao problema de pesquisa declarado anteriormente, o objetivo geral deste trabalho é investigar a relação entre a proporção da remuneração variável atribuída aos diretores estatutários e o endividamento das empresas, no contexto do mercado brasileiro de companhias de capital aberto. Particularmente, o foco deste estudo é explorar se as empresas brasileiras abertas, listadas na BM&FBovespa, utilizam a dívida como mecanismo alternativo à remuneração variável no controle do comportamento dos gestores para mitigar os conflitos de interesse decorrentes da separação entre propriedade e controle, de acordo com o que postula a teoria da agência.

O endividamento pode ser entendido como um mecanismo de controle externo à empresa, uma vez que, o desempenho dos administradores passa a ser observado, também, pelos credores por meio do acompanhamento da *performance* da companhia no mercado de capitais e informações prestadas aos órgãos reguladores. Por outro lado, ao oferecer componentes variáveis nos pacotes de remuneração como: bônus, participação nos resultados, opções de ações, entre outros; a empresa dispõe de uma ferramenta de monitoramento interno.

Associando o endividamento ao desenho do pacote de remuneração dos gestores, que pode agregar parcelas variáveis de recompensa no intuito de incentivar decisões mais comprometidas e convergentes aos objetivos dos acionistas, configura-se o cenário de sondagem desta pesquisa. Estudar de que maneira as empresas utilizam os instrumentos como bônus, participações nos resultados e opções de ações como sistemas internos para o controle

do comportamento gerencial, buscando amenizar os problemas de agência, também está no escopo de investigação deste trabalho.

Assim, destacam-se como objetivos específicos desta pesquisa:

1. Investigar as práticas e as políticas de remuneração atribuídas pelas empresas aos executivos brasileiros na função de diretores estatutários;
2. Caracterizar os elementos da remuneração destes gestores no Brasil;
3. Identificar as proporções fixa e variável na remuneração total dos executivos brasileiros;
4. Evidenciar a utilização de planos de remuneração com base em opções de ações para os executivos brasileiros;
5. Apontar particularidades nas práticas de remuneração para os executivos nos diferentes setores nacionais da economia.

O trabalho parte da premissa averiguada no processo de revisão da literatura de que a relação esperada entre o endividamento e a proporção de remuneração variável é negativa. Isso se deve ao fato de que empresas podem mitigar os problemas de agência por meio de proporções crescentes dos componentes variáveis no total do pacote de remuneração, como bônus, participação em resultados e opções de ações. Desta forma, a alternativa do endividamento como disciplina para o gestor passa ter um peso menor.

1.2 Justificativa para o tema

Há uma vasta literatura teórica sobre os problemas de agência e a remuneração de executivos apontando, por exemplo, a utilização de opções de ações no pacote de incentivos dos gestores como alternativa para contornar esses problemas (BEATTY e ZAJAC, 1994; EISENHARDT; 1989; JENSEN e MECKILING; 1976; JENSEN e MURPHY, 1990; SUNDARAM e YERMARK, 2007; BEBCHUK e FRIED, 2003; YERMACK, 2005).

Sundaram e Yermack (2007) ressaltam que, do ponto de vista empírico, o papel crescente dos componentes de propriedade na compensação dos executivos, representado pelas opções de compra de ações, é amplamente documentado na pesquisa que examina o pagamento em relação ao desempenho. Os autores comentam, ainda, que no plano teórico a literatura procura identificar justificativas para vincular o pagamento dos gestores ao patrimônio da empresa, promovendo maior comprometimento com a perenidade do negócio, ao mesmo tempo em que destaca potenciais consequências de tais associações.

Apesar do número considerável de pesquisas realizadas nos últimos anos, as evidências empíricas em torno da relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas são escassas e controversas (CAMARGOS *et al*, 2007; BASTOS *et al*, 2009; MACHADO FILHO, 2002; SILVEIRA, 2004).

O fato implícito em, praticamente, todos os estudos é o pressuposto de que a compensação gerencial consiste em apenas dois componentes: dinheiro e instrumentos vinculados ao patrimônio da empresa. No entanto, a exploração da natureza e das implicações da dívida em grandes empresas norte-americanas tem recebido pouca atenção. O fato se justifica como consequência da limitação na divulgação de planos de compensação gerencial (SUNDARAM e YERMARK, 2007). Barkema e Gómez-Mejia (1998) entendem que a realização de estudos em contextos diferentes do norte-americano, podem contribuir para a melhor compreensão deste tema.

Segundo Machado Filho (2002), um trabalho de pesquisa deve ser original, importante e viável para sua execução. O autor fez uma revisão minuciosa entre os trabalhos publicados nos últimos cinco anos pelas revistas RAE, RAUSP e RAC, e ainda em periódicos internacionais, e não encontrou estudos exploratórios, descritivos ou explicativos sobre o tema remuneração, seja no âmbito do conselho de administração, presidência ou diretoria executiva.

Desta forma, corrobora-se, a contribuição original e relevante deste trabalho para o desenvolvimento do conhecimento do tema remuneração de executivos no âmbito das finanças corporativas, uma vez que foi realizado, também, uma criteriosa busca varrendo esses assuntos em diversas fontes de dados de origem nacional e internacional, em especial os periódicos mais relevantes da área de finanças corporativas, contabilidade e governança.

Particularmente sobre a viabilidade, a execução desta pesquisa se apoia na oportunidade oferecida pela substituição do Informativo Anual pelo Formulário de Referência, a partir da publicação da Instrução normativa da 480/2009 da CVM. O propósito do órgão regulador, obrigando a publicação de informações sobre a remuneração da diretoria e dos conselheiros, foi melhorar o processo de disponibilização periódica de informações dos emissores de valores mobiliários aos investidores, permitindo uma compreensão mais clara, ao mesmo tempo em que fornece elementos de natureza qualitativa para possibilitar uma análise comparativa entre diferentes empresas. Esta postura conduz, naturalmente, os agentes a adotar mais transparência no tratamento de aspectos estratégicos e críticos dos seus negócios, sob condições regulatórias e critérios internacionais de prestação de contas à comunidade similares.

1.3 Delimitação da pesquisa

Esta pesquisa tem como objeto de investigação as informações públicas das empresas, particularmente aquelas relatadas no item 13. Remuneração dos administradores, subitem 13.2 Remuneração total do conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal, reportadas no Formulário de Referência, a partir de junho de 2010, segundo as novas regras estabelecidas pela CVM na instrução 480/2009.

O item 13 do Formulário de Referência apresenta 22 subitens, abrangendo aspectos mais objetivos, até descrições detalhadas sobre a política de remuneração, os critérios para definição dos indicadores de performance, o plano de opções de ações. Em relação aos componentes fixos, estão discriminados: o salário/pró-labore, as participações em comitês, os benefícios diretos e indiretos e os outros valores fixos. Os elementos variáveis da remuneração, são: bônus, participação de resultados, comissões, participação em reuniões e outros valores variáveis. Todas estas informações apresentam-se segregadas, por órgão, conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal no subitem 13.2 Remuneração total do conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal. Neste trabalho, o foco de investigação é o subitem 13.2.

O universo considerado para seleção da amostra são as companhias de capital aberto, não financeiras, listadas na BM&FBovespa, uma vez que elas estão sujeitas às regras da CVM e devem preencher os dados do Formulário de Referência, sob pena de sanções. Também foram utilizados, dados contábeis destas empresas para o cálculo dos índices de endividamento e das variáveis de controle. As instituições financeiras e de seguros foram excluídas deste universo, pois apresentam um tratamento contábil e atendem à regras específicas, o que pode dificultar, ou até mesmo, inviabilizar a comparação entre os demais componentes da amostra.

Resumindo, o escopo deste trabalho se restringe às empresas não financeiras, de capital aberto, listadas na BM&FBovespa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estrutura de capital

Basicamente, a função da empresa é buscar projetos que permitam a criação de valor para os acionistas e façam o negócio girar. Para seguir um ritmo de crescimento, esta operação depende de fontes de financiamento para as oportunidades de investimento, que pode se dar por meio de capital próprio ou capital de terceiros, ou seja, com emissão de títulos de dívida. Esta é a chamada decisão de estrutura de capital.

Considerando as atribuições do administrador, enquanto agente responsável pela tomada de decisão em nome dos acionistas, sobre a alocação dos recursos da empresa, a distribuição de dividendos é também é uma alternativa. No entanto, é necessário considerar que a leitura do mercado para o fato será a constatação de que houve resultado, mas faltam para projetos para investimento. Deste modo, o gestor pode ponderar entre a decisão de distribuir ou reter lucros, dependendo da estratégia da empresa.

Adotando a premissa de que tomar uma decisão de investimento deve-se ponderar os custos de financiamento, apurados a partir da combinação entre endividamento e capital próprio, justifica-se a relevância da decisão de financiamento dentro da Teoria de Finanças. Em conjunto com a decisão de investimento, e a distribuição de resultados, a seleção entre a proporção de dívida e de capital próprio, seja este alocado por novos acionistas ou gerado internamente, é o dos principais pilares das finanças corporativas modernas.

Na teoria de finanças corporativas o assunto estrutura de capital, apesar de contar com mais de 50 anos de discussão acadêmica motivada pelo clássico trabalho de Modigliani e Miller (1958), ainda gera controvérsia. A ideia seminal lançada por de Modigliani e Miller, em 1958, sugere que o valor da empresa depende da qualidade de suas decisões de investimento e não da forma como elas se financiam. Os autores postularam que, sob determinadas premissas, a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa, e seria definido pela capitalização de seu retorno esperado à uma taxa apropriada ao risco.

A perspectiva de valor, segundo Modigliani e Miller (1958), está pautada na possibilidade de geração de fluxo de caixa e gerenciamento de risco de inadimplência, no da origem do financiamento (capital próprio ou capital de terceiros). De qualquer maneira, essa proposta contraria a teoria convencional, que prevê a existência de uma estrutura ótima de

capital que minimiza o custo de capital da empresa e, ao mesmo tempo, maximizaria seu valor. A visão tradicionalista entende que o custo de capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio, então a empresa deveria se endividar até o ponto em que o seu custo de capital total atingisse um nível mínimo. É nesse ponto que se atinge a estrutura de capital ótima.

A partir dessa dualidade, o centro dos esforços da pesquisa acadêmica na área de finanças corporativas passou a ser a busca por repostas que pudessem explicar as razões pelas quais a decidem entre diferentes fontes de financiamento. Então, formou-se um conjunto de novos elementos a serem considerados sob a perspectiva da estrutura de capital, como: as imperfeições de mercado, as questões tributárias, os custos de falência, os custos de agência e assimetria informacional, os contratos incompletos.

Desta forma, pode-se afirmar que a corrente de pensamento em torno das questões envolvidas com o tema estrutura de capital se desenvolveu em conjunto, de lado a dualidade teórica promovida pela contraposição de Modigliani e Miller (1958) à visão tradicional de uma estrutura ótima de capital; de outro, os trabalhos empíricos buscando identificar os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas. Descatam-se, com frequência, entre as citações dos pesquisadores da área, os seguintes trabalhos: Toy *et al* (1974), Ferri e Jones (1979), Bradley, Jarrel e Kim (1984), Titman e Wessels (1988), Klock e Thies (1992) e Rajan e Zingales (1995).

Em um trabalho posterior, de revisão das suas proposições iniciais e polêmicas, Modigliani e Miller (1963) admiram que a estrutura de capital poderia sofrer a influência de benefícios fiscais gerados pelo endividamento. Os autores explicaram esta questão com base no fato de os juros são dedutíveis do imposto de renda das empresas e, como consequência desse benefício, um maior nível de endividamento levaria a um aumento no valor da empresa.

No entanto, essa consideração levada a um extremo, no qual a utilização exclusiva de capital de terceiros na uma estrutura de capital composta seria a estratégia a mais recomendável. Contudo, uma questão fundamental foi deixada em segundo plano pelos autores: as dificuldades financeiras. O crescimento das dívidas pressiona os fluxos de caixa, pois há obrigação do pagamento de juros, amortização e do principal, isso pode aumentar a probabilidade de falência e elevar o custo de capital de terceiros. Assim, a partir de um certo patamar de endividamento, o benefício fiscal gerado com a utilização das dívidas é anulado.

As pesquisas desenvolvidas ao longo dos últimos anos, sugerem a influência de diversos fatores na definição da estrutura de capital como por exemplo: a lucratividade, o tamanho da empresa, os benefícios fiscais não relacionados a dívidas, os custos de falência,

entre outros. De modo geral, estes aspectos são citados como determinantes da estrutura de capital.

Harris e Raviv (1991) fizeram um levantamento acerca das teorias de estrutura de capital sob quatro perspectivas distintas: os custos de agência, a assimetria de informações, as interações do produto/insumo com o mercado, e o controle corporativo. O objetivo dos pesquisadores foi apresentar uma visão geral dos trabalhos realizados e suas interfaces. Como resultado, os autores identificaram entre essas quatro dimensões, os seguintes pontos relevantes na questão dos determinantes da estrutura de capital, a saber:

- Em relação aos custos de falência decorrentes do aumento da dívida, é previsto uma aquisição cara da empresa por os credores sob certas condições;
- Sobre o fluxo de caixa, quando existe alavancagem, verifica-se uma função convexa de retornos para a empresa, levando ao efeito de substituição do ativos.
- A alavancagem aumenta a proporção de propriedade do gestor no quadro acionário da empresa. Este efeito funciona de duas maneiras: (a) forçando o pagamento do gestor a ser mais sensível ao desempenho da empresa, e, (b) por meio da concentração do poder de voto.
- O valor da dívida é relativamente insensível ao desempenho da empresa. Assim, o custo da dívida é fixado com mais precisão do que a o capital próprio em situações de informação assimétrica.

A teoria da agência se baseia no relacionamento entre principal e agente, que pode ser entendido por meio de um contrato pelo qual o primeiro delega ao segundo a execução de algum tipo de serviço (JENSEN e MECKLING, 1976). Assume-se neste trabalho, que essa vertente teórica é grande importância para explicar a estrutura de capital. O cerne dos problemas de agência reside na relação principal-agente, destacando que nem sempre, o agente atua de forma a maximizar a riqueza do principal. Esse conflito gera custo, que são os chamados custos de agência.

Jensen e Meckling (1976) sugerem a existência de dois tipos de custos de agência: (1) o custo de agência do capital próprio externo, que é gerado pelo conflito entre acionistas e gestores; (2) o custo de agência da dívida, originado pelo conflito entre acionistas e credores. Sob a visão da teoria da agência, o nível de endividamento exerce influências diferentes sobre esses dois tipos de custo. O aumento do endividamento reduz os custos de agência do capital

próprio externo, porém aumenta o custo de agência das dívidas. Por outro lado, o endividamento ótimo seria definido pelo menor custo total, obtido pela soma do custo de agência do capital próprio externo e o custo de agência da dívida.

No entanto, a estrutura de capital deve refletir não apenas interesses dos gestores, mas também os dos acionistas e dos obrigacionistas. Os interesses dos acionistas e obrigacionistas são relativamente simples, uma vez que, ambos são investidores externos à gestão e se preocupam, essencialmente, com seus retornos monetários. A introdução de um terceiro agente, o gestor, que se preocupa com suas próprias recompensas financeiras, é o suficiente para complicar o quadro e atribuir ao plano de compensação da empresa um papel importante na amenização dos conflitos inerentes a este conjunto de relacionamentos, coordenados por meio de contratos incompletos. Deve-se reconhecer, entretanto, que os interesses dos gestores podem incluir benefícios não pecuniários como, por exemplo: redução do esforço auto interessado para perseguir metas, gastos abusivos para gratificação pessoal, busca por status social elevado e construção de impérios. Assim, a relação entre estrutura de capital e a remuneração pode ser melhor esclarecida, a partir do momento em que reflete interações de diversos níveis na complexa rede de relacionamentos sujeitas aos conflitos de agência (DOUGLAS, 2006, p.12).

Excluindo a polêmica em torno da existência de uma estrutura de capital ótima, existem teorias que sugerem que empresas selecionam sua estrutura de capital de acordo com determinados atributos teóricos relevantes como por exemplo: o tamanho da empresa, o grau de crescimento do negócio, a natureza dos ativos (tangíveis versus intangíveis), a singularidade dos produtos oferecidos, a lucratividade, a volatilidade dos resultados operacionais, entre outros. A relevância desses atributos sobre a decisão de financiamento se justifica pelos impactos que eles seriam capazes de exercer sobre os custos e benefícios decorrentes da emissão de ações ou de títulos de dívida. Logo, não haveria uma estrutura de capital ótima, mas sim, uma estrutura de capital mais apropriada a cada perfil de empresa (PEROBELLI e FAMA, 2003).

De acordo com Morellec (2004), sob a abordagem da estrutura de capital, selecionar o balanceamento ótimo no grau endividamento para maximizar o valor da empresa, 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. No entanto, o autor entende que a dívida é cara, porque ela induz à falta de investimento em projetos que levem ao crescimento e, ao mesmo tempo, aumenta os custos de falência esperados.

Para as empresas que utilizam sistemas de remuneração diferenciados junto aos seus executivos as implicações de explorar esse mecanismo, em associação com o endividamento como disciplinador do comportamento dos gestores para contornar os problemas de agência, são grandes. Ao afetar, simultaneamente, o nível geral de remuneração e a composição do pacote de incentivos, a dívida altera o resultados das recompensas que, por sua vez, muda o volume de pagamento da empresa, a composição desses pagamentos (dividendos versus recompra de ações), o custo da dívida e sua capital estrutura, a escolha de novos títulos a serem emitidos (dívida versus capital próprio), a seleção de projetos para investimento, as alternativas de crescimento com diversificação por meio de fusões, entre outros fatores. Do ponto de vista teórico, a perspectiva do endividamento também levanta questões específicas, como: (a) definir se a dívida pode integrar os critérios de um pacote de remuneração ideal, e (b) determinar condições claras e objetivas para isso (SUNDARAM e YERMARK, 2007).

Contudo, nota-se muita dispersão entre os resultados dos trabalhos empíricos sobre a relação a estrutura de capital, isso indica que ainda existem lacunas a serem exploradas no sentido de relacionar as razões da distribuição entre capital próprio e capital de terceiros para maximização do valor da empresa.

2.2 A teoria da agência e As Origens da Governança Corporativa

Antes de discutir as implicações das decisões dos gestores em relação à criação de valor para os acionistas, como as alternativas financeiras para investir, financiar ou distribuir dividendos, é necessário compreender as ideias em torno do elemento central dos estudos na área de Administração de Empresas – a organização. Este subcapítulo foi estruturado com o propósito de apresentar o cenário sobre o qual se configuraram as questões-chave sobre os problemas decorrentes da separação entre propriedade, controle e administração das empresas, desde um breve histórico até a necessidade de mecanismos de controle para assegurar que os gestores agem segundo o interesse dos acionistas.

2.2.1 Contextualização histórica

Refletindo sobre o conceito da firma, as razões da sua existência, o seu papel na sociedade e as habilidades do homem de negócios, Coase (1937) estruturou os elementos para uma nova abordagem: a teoria da firma, colocando as instituições no centro de sua análise. O autor levanta o debate sobre a clássica “mão invisível” de Adam Smith, onde o mercado

caótico se auto regula por meio das interações entre os agentes, sem que haja a participação de um disciplinador; e contrapõe a visão da firma como um agente isolado, trabalhando no intuito de esclarecer os determinantes do escopo das atividades da empresa, ressaltando a função de controlar, da melhor maneira, os custos inerentes a determinadas transações.

Os economistas clássicos não ignoram a complexidade do sistema econômico, eles reconhecem a organização e seus relacionamentos com os demais agentes, porém, deixam de considerar esses aspectos ao acreditar que a alocação entre os fatores de produção é determinada, exclusivamente, pelo mecanismo de mercado (COASE, 1937). Neste ponto, ressaltam-se as principais contribuições desta corrente de pensamento que refuta o equilíbrio de mercado e o ajustamento marginal, alterando o foco das investigações para as instituições como instrumento de ação coletiva com o propósito de colocar ordem nos conflitos e aumentar a eficiência econômica.

No entanto, Coase (1937, p.395) alerta que no ambiente externo à firma o risco é maior, pois as trocas de recursos são orientadas pelos movimentos de preço, que por sua vez, são coordenados por uma série de transações de troca no mercado. Ao mesmo tempo, sob a perspectiva interna, essas transações são substituídas por uma coordenação hierárquica para alocação dos recursos de produção, o que resulta em custos mais baixos. A partir deste ponto, o autor assume que a firma é este sistema de relacionamento que surge quando a gestão dos recursos depende da atitude de um “empreendedor” com autonomia para dirigir a produção de bens.

Sumarizando, a firma pode ser definida a partir de dois processos: (1) a “combinação”, quando as transações, que inicialmente aconteciam entre dois ou mais empreendedores, passam a ser organizadas por apenas um deles; (2) e a “integração”, que concentra entre os próprios empresários, transações anteriormente realizadas no mercado (COASE, 1937, p.397-398). Assim, entende-se que a expansão dos negócios pode se dar a partir de qualquer um desses mecanismos, isolados ou em conjunto, e as responsabilidades do “empreendedor” são: (1) buscar o equilíbrio, por meio da previsão e da operação de novos contratos; (2) reagir às mudanças de preço no mercado e; (3) gerenciar a produção, alocando os recursos sob seu controle (COASE, 1937).

A partir das ideias alternativas de Coase sobre a interdependência e o cooperativismo entre as instituições, em oposição à visão tradicional da firma que pressupõe uma economia estática, regulada pelo mercado, perseguindo o equilíbrio em níveis ótimos, Williamson (1993) aprofunda esta análise discorrendo sobre os custos decorrentes das relações entre as empresas, conhecidos na literatura como custos de transação. O principal aspecto desta

abordagem é o risco de um comportamento oportunista por parte dos fornecedores de recursos no sentido de aumentar os preços, quando não é possível estabelecer um controle efetivo com base em contratos entre compradores e fornecedores. Logo, a coordenação interna dos recursos das organizações pode ser uma alternativa melhor à aquisição destes por meio das transações de mercado. O autor chama a atenção para os recursos específicos cuja disponibilidade é restrita no mercado, apontando que, neste caso, a situação futura de aquisição é mais incerta e, conseqüentemente, maior é a probabilidade de internalização como um processo mais eficiente para eliminar os custos de transação da firma.

As divergências entre a abordagem da economia dos custos de transação e a teoria do equilíbrio geral residem na interpretação da lógica econômica, particularmente sobre a necessidade de instrumentos moderadores para manutenção de harmonia entre as relações de troca, denominadas transações. Desse modo, pode-se concluir que a função da empresa, sob a perspectiva da Economia dos Custos de Transação é buscar uma estrutura capaz de minimizar os riscos, ao mesmo tempo, promover a adaptação entre os agentes por meio da composição de transações equilibradas entre os custos e as competências, e ainda controlar este processo. (WILLIAMSON, 1996).

Contrários à ideia seminal de Coase de que as atividades internas da empresa são geridas pela autoridade do empresário, Alchian e Demsetz (1972), enfatizam o papel dos contratos como uma maneira viável para facilitar as trocas entre os agentes, especialmente em relação ao monitoramento de situações em que há recursos de entrada e/ou equipes de trabalho compartilhados em um processo produtivo cooperativo, entre duas ou mais firmas.

Mais tarde, Jensen e Meckling (1976), ampliaram a noção dos contratos levantada por Alchian e Demsetz (1972) e corroboraram com a importância do monitoramento. Porém, segundo os autores, restringir este controle para entradas e/ou recursos compartilhados no processo produtivo conjunto é uma visão muito estreita e enganosa, uma vez que as relações contratuais são a essência da empresa, cruzam suas fronteiras e agregam, além dos funcionários e demais recursos internos, agentes externos como: fornecedores, clientes, credores, fundações, governo entre outros grupos de interessados (JENSEN e MECKLING, 1976).

A crítica de Jensen e Meckling à teoria da firma é a excessiva importância atribuída à estrutura das empresas, no sentido de tentar distinguir aspectos internos e externos da organização, refletindo uma teoria de mercados onde as empresas são “caixas pretas” organizadas para a gestão eficiente dos recursos de produção com objetivo de maximizar o lucro, mais especificamente, o valor presente (JENSEN e MECKLING, 1976, p.8).

Observando a construção do pensamento teórico em torno do conceito da firma e sua função para o bem estar social, nota-se neste primeiro momento, que o foco das discussões se moveu do mercado para a empresa. Isto é, o paradigma da mão invisível reguladora, do equilíbrio no mercado em níveis ótimos foi substituído pela ideia da caixa preta, onde o determinante da dinâmica de alocação de recursos no processo produtivo é a estrutura das empresas. Desta forma, o mercado assume papel secundário, como guia que cumpre o que foi determinado pelas transações entre as empresas agindo de forma coletiva, com a finalidade de aumentar eficiência e coordenar os conflitos. Então, os elementos chave para análise passam a ser as transações e seus respectivos custos, dado que existam falhas no mercado provocadas pela racionalidade limitada e oportunismo dos agentes envolvidos nessas trocas conforme discutido adiante, sob a perspectiva dos relacionamentos.

A natureza das relações contratuais nas empresas é o elemento crucial para compreensão do conceito da firma à luz da economia dos custos de transação, aqueles decorrentes destes relacionamentos buscando identificar, por exemplo: os motivos pelos quais um determinado conjunto de relações contratuais ocorrem em vários tipos de organizações, as consequências dessas relações contratuais, e de que maneira elas são afetadas por mudanças no ambiente externo à empresa. Em suma, Jensen e Meckling (1976, p.9) entendem que a organização é “... apenas uma multidão de relações complexas (contratos) entre a ficção jurídica (empresa) e os proprietários do trabalho, material e insumos de capital e os consumidores”.

A partir das transações como unidade de análise, compreendendo que a produção e a distribuição de bens e serviços são decorrentes de uma série de movimentações econômicas, Zylbersztajn (1995) destaca que houve um avanço analítico nas respostas aos questionamentos fundamentais tratados por Coase e Williamson em torno da visão neoclássica, ao passo que esta ignora os custos associados ao funcionamento da economia, superestimando o papel dos preços como reguladores na alocação de recursos, ao mesmo tempo em que deixa de lado os fatores institucionais abordados sob a perspectiva da economia dos custos de transação.

A economia dos custos de transação, onde a firma é um complexo de contratos e os agentes econômicos buscam decisões otimizadas, segundo os pressupostos da visão neoclássica, promove novos arranjos produtivos, por meio de uma solução hierárquica do mercado, ou então, formas mistas que podem fomentar a busca pela minimização dos custos de produção e, também, dos próprios custos de transação (ZYLBERSZTAJN, 1995).

Assumindo o mesmo conceito de um conjunto complexo de contratos, explícitos e implícitos, entre os indivíduos que fazem parte de uma estrutura de relacionamento, Jensen e Smith (2000), reafirmam que à luz da economia dos custos de transação, há suporte para o desenvolvimento de uma teoria que refute a tendência de tratar as organizações como pessoas, ressaltando que as empresas não têm preferências, não fazem escolhas conscientes e racionais, pelo contrário, o comportamento organizacional é norteado para o equilíbrio entre os contratos de agentes maximizadores de sua utilidade pessoal com objetivos discrepantes.

Aqui, cabe uma reflexão importante sobre a construção do conhecimento que deu origem às atuais correntes de investigação empírica sobre as Ciências Sociais Aplicadas, especialmente no âmbito da Administração de Empresas. Nos primórdios, a noção do equilíbrio geral de mercado e do ajustamento marginal mantiveram a entidade “empresa” como um agente passivo, que respondia aos estímulos de demanda. Então, a firma passa a ser o foco de estudo a partir das ideias de Coase sobre a ação coordenada e a função de controle reduzindo a análise para os aspectos internos e externos das empresas, como se elas fossem “caixas pretas” buscando maximizar valor. Deste ponto, o pensamento evoluiu para a visão contratual, reconhecendo a influência dos agentes externos, dos custos das transações entre eles para, finalmente, evidenciar os conflitos de interesse decorrentes da perseguição a diferentes objetivos entre os agentes considerando as seguintes implicações: (a) os contratos incompletos e (b) os agentes não são totalmente racionais.

Logo, pode-se concluir que os conflitos são inerentes à atividade empresarial, uma vez que cada indivíduo tem o objetivo de maximizar sua função utilidade por meio de um critério de decisão pessoal, onde o ponto de partida para as escolhas está relacionado ao conjunto de preferências pessoais e ao nível atual de riqueza. Contudo, é compreensível que o resultado das decisões ótimas para os diversos agentes econômicos, ainda que pertencentes a um mesmo sistema, como por exemplo: a empresa, seja divergente.

Ao mesmo tempo, à medida que as sociedades crescem, novos agentes passam a integrar os sistemas econômicos, o nível de complexidade aumenta, e torna-se fundamental esclarecer as regras do jogo, bem como determinar o papel de cada instituição. Alguns exemplos relevantes no contexto nacional são: o surgimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como autarquia independente do Banco Central (BACEN) em 1978; a fundação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1995; a criação de níveis diferenciados de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) para adesão voluntária das empresas listadas, sob inspiração do *Neuer Markt* alemão, em 2000; a integração entre a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e a Bolsa

de Mercadorias e Futuros (BM&F), em maio de 2008, que passou a operar valores, commodities agropecuárias e mercado futuro como único caso no Brasil, sob o título de BM&FBovespa, conhecida como a Nova Bolsa.

Jensen e Smith (2000) explicam que, sob a perspectiva da relação contratual, o indivíduo passa a ser o elemento básico na análise deste sistema complexo que determina a existência da firma. Os autores destacam a importância de um arcabouço teórico que permita descrever o equilíbrio no comportamento das relações contratuais considerando as variáveis exógenas - o conjunto das preferências e das oportunidades individuais, incluindo o impacto da contratação de tecnologia; e as variáveis endógenas - a estrutura de contratos, a forma das instituições e suas políticas no tratamento de investimento, de financiamento, de pagamento de dividendos, de seguros, da contabilidade, da produção e de marketing.

Assim, sob os pilares da economia dos custos de transação, a natureza contratual das relações entre os agentes, a necessidade de monitoramento e equilíbrio destas relações e o impulso da geração de capital, surge a abordagem da teoria da agência.

2.2.2 Teoria da agência e conflitos de interesse

O desdobramento da crise mundial de 1929 motivou a comunidade acadêmica no sentido de compreender as razões pelas quais as pessoas investem suas riquezas pessoais em negócios de terceiros, investigando as relações entre o crescimento das corporações, sua estrutura societária e a forma de relacionamento entre os donos do capital e os profissionais que trabalham nestas empresas. O trabalho de Berle e Means (1932) sobre a corporação moderna e a questão da propriedade privada, pode ser considerado um exemplo de como um estudo acadêmico levanta questões relevantes para as práticas organizacionais.

A separação entre a propriedade e o controle caracteriza as corporações modernas, segundo as premissas de Berle e Means (1932). Os acionistas perderam a influência direta na participação dos negócios, deixaram de ser os únicos donos da empresa e delegaram as decisões aos gestores profissionais, que podem ou não ter direito ao lucro, ainda que em pequenas proporções. Em consequência, a lógica do pensamento econômico pautada na motivação individual do proprietário para eficiência econômica do seu negócio, buscando ganhos pessoais e lucro deve ser reexaminada, uma vez que, outros agentes assumem a responsabilidade pelo controle da empresa e os reflexos de suas decisões afetará os resultados produzidos, bem como a distribuição dos mesmos (BERLE e MEANS, 1932).

Ao mesmo tempo em que poder econômico, isto é, o controle sobre os ativos, converge, cada vez mais, de modo a concentrar as decisões entre poucos administradores; a

propriedade, ao contrário, apresenta uma tendência de fragmentação (BERLE e MEANS, 1932). Esta analogia descrita em termos de “força centrífuga” (concentração de poder) e “força centrípeta” (propriedade dispersa) foi a principal contribuição de Berle e Means (1932, p.9) para o desenvolvimento conceitual da Governança Corporativa. Os autores ressaltam que a dispersão da propriedade, representada pelo número cada vez maior de acionistas em uma mesma corporação, reforça o poder discricionário dos gestores, propiciando abusos.

Analisando o desenvolvimento histórico das grandes corporações nota-se diferentes fontes de financiamento. Parte destas organizações se ergueu sobre os recursos próprios de empreendedores pioneiros no mundo dos negócios, pessoas motivadas pela vontade expandir, ultrapassar limites e deixar um legado de sucesso em seus respectivos países, mas ao mesmo tempo, conservadores em relação a assumir dívidas. Em função da baixa competitividade do mercado, as margens eram elevadas, geravam bons resultados operacionais que eram reinvestidos no próprio negócio e, assim, estes pioneiros acumularam suas fortunas.

Por outro lado, especialmente em países de cultura anglo-saxã, houveram empresas que, desde sua fundação, se estruturaram com captação de recursos de terceiros. Os empreendedores, neste caso, eram pessoas com projetos e ideias inovadoras que buscavam fonte de financiamento para torná-los realidade. Porém, a noção do reinvestimento permaneceu guiando a expansão destes modelos de negócios, cujos fundadores também construíram impérios.

No entanto, empresa moderna não é um indivíduo com motivações e intenções particulares, mas sim o centro de uma complexa rede de relacionamentos entre pessoas com objetivos divergentes, cujo mecanismo de funcionamento obedece à mesma lógica de comportamento do mercado, isto é, a busca pelo equilíbrio, porém em um âmbito de relações contratuais conflitantes (JENSEN e MECKLING, 1976).

Considerando a empresa como umnexo de contratos para viabilizar o relacionamento entre os agentes econômicos com objetivo de promover o equilíbrio entre eles, e ao mesmo tempo, reduzir os custos decorrentes dessas transações, em que os indivíduos buscam maximizar sua função utilidade, é possível concluir que o papel das corporações modernas é minimizar as divergências naturais decorrentes dessa rede de relações, em seus diversos níveis, com foco na criação de valor para esta complexa cadeia.

Os custos de transação, típicos da visão contratual da firma, podem ser compreendidos a partir de dois elementos comportamentais do homo economicus: o oportunismo e a racionalidade limitada. A teoria da escolha racional de Simon assume: (1) clareza absoluta do problema, (2) tempo ilimitado para resposta e (3) inexistência de

ambiguidade. Diante destes pressupostos, postula-se que no mundo real, o tomador de decisão, não dispõe de todas as informações necessárias para a decisão ótima, em geral, o decisor assume uma determinada opção como a melhor alternativa disponível, sem garantia de que seja a melhor possível.

Williamson (1993) explica que o oportunismo nasce do auto-interesse e pode ser positivo para promover as relações de troca, porém ele se torna negativo quando o ser humano passa a agir com ávido auto-interesse, isto é, pensando exclusivamente em seu próprio benefício. Segundo o autor, o oportunismo se debruça na assimetria informacional entre os agentes econômicos, decorrente das diferentes fontes de informações e até mesmo de reservas de dados, quando um lado detém maior volume de notícias sobre o problema em questão do que o outro e, ainda, pode ocorrer antes (*ex ante*) ou depois (*ex post*) da decisão final. A seleção adversa acontece quando o agente detém um conhecimento prévio (*ex ante*) à transação que o beneficie em relação ao outro ofertante e reúne, assim, melhores condições de negociação. Quando existe a possibilidade de oportunismo com avidez, após a contratação (*ex post*) caracteriza-se o risco moral (*moral hazard*).

A partir do reconhecimento da influência destes aspectos sobre a firma, surge o cenário para o desenvolvimento de uma nova abordagem, conhecida como: teoria da agência, cuja unidade de análise são os conflitos originários da separação entre a propriedade e o controle de capital. A possibilidade de o acionista atuar exclusivamente como investidor, o dono do capital, sem interferir na gestão da empresa, permite que este agente se desvincule do seu próprio negócio e busque outras oportunidades de investimento no mercado, delegando o gerenciamento à uma diretoria contratada que, nem sempre tem participação acionária, e passa a decidir priorizando os próprios interesses, uma vez que, o valor da empresa não altera seu nível de riqueza pessoal. Esta dinâmica conduz aos problemas de agência (SEGATTO-MENDES, 2001).

A premissa da teoria da agência é o conflito de interesses entre acionistas, administradores e credores, ou seja, não se pode esperar que estes agentes concordem, sempre, sobre o curso de ação da empresa. Sob a perspectiva econômica do conceito de utilidade, pode-se deduzir que os interesses pessoais de cada grupo são divergentes. Por exemplo, os investidores que têm direitos residuais sobre os fluxos de caixa tendem a apoiar projetos que aumentem o valor de seus investimentos, ainda que isto provoque mais risco para empresa, no sentido de honrar os pagamentos aos seus credores. Por outro lado, os credores também procuram resguardar seus direitos por meio de garantias contratuais. E, aos

administradores, cabe a responsabilidade de tomar a decisão que contribua para criação de valor da organização ao longo do tempo (JENSEN e MECKILING, 1976).

Os conflitos entre acionistas e gerentes/administradores são mais evidentes quando estes últimos resolvem tirar vantagem - pecuniária (financeira) ou não-pecuniária (benefícios pessoais)- em função da ausência do acionista (dono). Esta mesma hipótese vale, também, para a relação entre o administrador e os credores (bancos, fornecedores). Para lidar com esta questão, as empresas acabam desenvolvendo sistemas de controle do comportamento dos administradores e, assim, gastam dinheiro e diminuem o valor total da empresa, uma vez que os recursos estão sendo gastos com monitoramento em detrimento da geração de riqueza, isto é, uma unidade monetária gasta com problemas de agência é uma unidade monetária a menos no valor da firma. Este fenômeno pode ser interpretado como perdas residuais, caracterizadas pelo montante dispendido com o controle de divergências para preservar o “bem estar” dos principais (JENSEN e MECKILING, 1976).

A partir deste momento, configura-se o clássico modelo agente-principal. Novamente, o indivíduo assume a posição de elemento central na busca pelo equilíbrio nas relações contratuais das empresas. Surge, então, o chamado relacionamento de agência como o resultado das interações em um contrato no qual, uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) contrata(m) um terceiro (o agente) para a tomada de decisões em nome do(s) principal(is). Desta forma, ocorre um processo de delegação, em algum nível de autoridade, para que o agente assuma o papel de tomador de decisão, e neste ponto, se caracterizam os custos de agência (JENSEN e SMITH, 2000).

A chave para o entendimento do problema de agência é reconhecer que as partes contratadas entre si suportam os custos de agência decorrentes deste relacionamento. Logo, a partir de um determinado nível de atividade, em qualquer relacionamento contratual, os agentes buscam maximizar o próprio interesse e minimizar os custos, se esforçando para prever quais atividades devem ser executadas para que os termos do contrato que regulamentará o relacionamento sejam o mais completo possível, com foco nas atividades previamente acordadas. Assim, na ausência de situações em que as ações de uma parte afetem fisicamente a outra, e a parte que agiu não tenha responsabilidade contratual sobre as perdas ou ganhos da outra, devem existir incentivos que levem à utilização dos recursos de modo eficiente (JENSEN e SMITH, 2000).

Resumindo, os custos de agência podem ser definidos como a soma de todos os gastos que envolvem: (a) o controle e o monitoramento dos agentes, (b) os valores dispendidos como incentivo aos agentes e (c) as perdas residuais.

Particularmente em relação aos gestores, Jensen e Meckling (1976) afirmam que a origem dos conflitos reside no gerenciamento displicente dos custos da empresa, com eventuais transferências de recursos para gratificações pessoais e mordomias que, não necessariamente, maximizam o valor da empresa. Os autores afirmam que esta ineficiência é reduzida conforme aumenta a parcela de participação dos administradores na propriedade da empresa.

Pode-se deduzir, então, que conforme os gestores têm direito a uma fatia maior dos lucros da empresa, mais dispostos estarão a cortar desperdícios de recursos com itens relacionados, exclusivamente, aos benefícios pessoais decorrentes de sua função na empresa, como por exemplo: decoração dos escritórios, gastos excessivos com hospedagens, aquisição de veículos importados, entre outros aspectos chamados na literatura de construção de impérios (*empire building*). Logo, a lógica da decisão do gestor passa a incorporar a noção de propriedade, transcendendo o seu dever fiduciário de criação de valor para os acionistas e demais grupos de interessados (*stakeholders*).

As relações contratuais internas entre empregados e detentores de capital da empresa, agregam, necessariamente, os direitos de propriedade, pelos quais são determinadas as alocações de custos e de recompensas entre as partes relacionadas. Entre estes, destaca-se o direito residual de propriedade sobre os ativos e os fluxos de caixa da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976).

Desta forma, agindo como dono, o administrador tenderá a ser mais comprometido em suas decisões de alocação de recursos da empresa, assumindo o desafio de conciliar e estabelecer prioridades entre perspectivas de longo e curto prazo e resultados pontuais, uma vez que será recompensado financeiramente pelos seus esforços, apesar de abrir mão de mordomias e consumo imediato.

2.2.3 Dívida, fluxo de caixa livre e os conflitos entre acionistas e gestores

A teoria da agência sugere que a estrutura financeira da empresa, pode interferir no relacionamento entre acionistas e gestores, ao mesmo tempo em que os conflitos de interesse entre acionistas e obrigacionistas, também podem afetar questão sobre o desenho dos pacotes de incentivos para os gestores (ORTIZ-MOLINA, 2007).

A decisão de financiamento por meio da dívida, ou seja, quando empresa escolhe captar recursos de terceiros para investir em seus projetos, o mercado de capitais entende que os gestores acreditam que as ações da empresa estejam cotadas abaixo do seu valor real, ou subavaliadas. O resultado disto representa um sinal positivo ao mercado, uma vez que, a riqueza gerada pelo novo projeto será absorvida pelos atuais acionistas. Por este motivo, as empresas podem trabalhar no intuito de manter uma reserva destinada ao endividamento, desde que ela esteja associada a recursos alocados para futuros investimentos, com o claro propósito de evitar uma interpretação negativa aos investidores, que possa reduzir o valor da firma. Agindo assim, o gestor impõe um caráter sadio à dívida.

Os custos de agência decorrentes da emissão de títulos de dívida são amplamente discutidos na teoria das finanças corporativas, porém, os benefícios do endividamento ao promover gestores e organizações mais eficientes são, praticamente, ignorados (JENSEN, 1986). Estes aspectos foram explorados e determinados por Jensen (1986, p.324) como “*control hypothesis*” da criação de dívida, que podem ser interpretados como manobras para gestão de fluxo de caixa, restringindo o volume de dinheiro disponível em caixa, com o propósito de evitar desperdícios e alocações de capital a critério exclusivo do gestor financeiro. De certa forma, é uma maneira de limitar o controle do gestor sobre os recursos da empresa e minimizar os conflitos com os acionistas. Este efeito de controle da dívida é um importante determinante da estrutura de capital (JENSEN, 1986).

Os conflitos de interesse entre gestores e acionistas constituem um terreno fértil para expropriação de riqueza, uma vez que, a finalidade da decisão passa a ser o nível ótimo de utilidade pessoal do administrador, quando seu dever legal para com a organização é fiduciário e sua responsabilidade como tomador de decisões em nome dos acionistas é maximizar o valor da empresa.

Contudo, a oportunidade de gerenciar lucros por meio de manipulações contábeis surge, em parte, porque o rendimento reportado pela empresa inclui entradas e saídas de recursos, mas as alterações no valor da empresa não estão contempladas nos fluxos de caixa atuais. Enquanto os fluxos de caixa são, relativamente, fáceis de medir, calcular a mudança no valor da empresa que não se reflete em dinheiro corrente, envolve um trabalho muito criterioso para identificar os componentes que aumentaram o rendimento e capturar esses efeitos nos fluxos de caixa das empresas, quando elas divulgaram lucro (BERGSTRESSER e PHILLIPPON, 2006).

Preenchendo esta lacuna desenvolveu-se, sob a mira de custos e relações de agência, uma corrente de investigação empírica voltada para os problemas de pesquisa buscando

maneiras e mecanismos para minimizar as possibilidades de oportunismo gerencial, dado a questão essencial destes conflitos: a busca por resultados ótimos com base em objetivos divergentes, associada às vantagens da posição do administrador sobre o acionista, especialmente no caso do acesso à informação, dos incentivos e recompensas, e da negociação de contratos de trabalho.

Nesta pesquisa, assume-se que a estrutura de capital é importante para entender como as empresas estabelecem seus pacotes de remuneração, ao contrário de outros estudos sobre o tema que, geralmente, ignoraram o papel das decisões sobre a proporção entre capital próprio e capital de terceiros na estruturas de capital das empresas.

O trabalho de Ortiz-Molina (2007) mostra que as questões de estrutura de capital influenciam na estruturação de remuneração dos executivos. O autor investiga a natureza desta relação e conclui que essas decisões são suscetíveis de ser simultaneamente determinadas, uma vez que, as empresas podem minimizar os custos de agência decorrentes pelo desalinhamento entre gestores e acionistas, estabelecendo incentivos por meio da otimização conjunta entre as escolhas de estrutura de capital e as decisões de remuneração. Isto é, a estrutura de capital pode afetar a remuneração dos diretores por meio de dois canais, não num sentido exclusivo (ORTIZ-MOLINA, 2007).

A principal contribuição do trabalho de Douglas (2006) foi a apresentação de uma teoria da estrutura de capital baseada nas interações entre os conflitos gestor-acionista e acionista-obrigacionista, que surgem em decorrência da dispersão entre os objetivos destes agentes na condução das decisões de financiamento e investimento. De acordo com o autor, quando os contratos de dívida junto aos credores são mais onerosos para renegociação do que os contratos de remuneração com gestores, o conflito de agência entre acionistas e obrigacionistas afeta a composição dos elementos a serem considerados no desenho dos contratos de remuneração, bom como a capacidade deste instrumento como disciplina para vigiar o oportunismo gerencial.

Assumindo a premissa de que gestores e os acionistas têm objetivos diferentes, especialmente em relação ao tratamento às questões de investimento, nota-se que os gestores tendem a valorizar mais investimentos do que os acionistas. Jensen (1986) lança um olhar sobre este fato argumentando que o financiamento com dívida pode aumentar o valor da empresa, ao mesmo tempo em que reduz os custos associados aos conflitos gestores-acionistas. O autor destaca duas conclusões a partir de sua análise: (1) maiores níveis de alavancagem são positivos para os acionistas, pois promovem o comprometimento dos gestores com os credores e inibem o comportamento de seguir objetivos pessoais; (2) se os

gerentes têm poder sobre as políticas de financiamento, as empresas vão emitir menos dívida além do nível ideal.

Portanto, à luz de Jensen (1986), os gestores pretendem reter o fluxo de caixa livre para investir em projetos que possam aumentar seu bem-estar pessoal, por meio de maiores recompensas financeiras, poder ou reputação. Sob o ponto de vista dos acionistas, o raciocínio é inverso, a intenção é que o fluxo de caixa livre seja distribuído, uma vez que a regra do Valor Presente Líquido (VPL) deveria prevalecer, rejeitando-se projetos com VPL negativo que poderiam atender, exclusivamente, ao bem-estar dos gestores. Resumindo, Jensen (1986) argumenta que maior endividamento estabelece um comprometimento mais firme por parte dos administradores com a distribuição regular de fluxos de caixa, diminuindo o problema do fluxo de caixa livre, amenizando assim, as consequências decorrentes dos conflitos de interesses entre acionistas e gestores, preservando a questão da maximização do valor.

Por outro lado, Jensen & Meckling (1976), argumentam que as ações são uma alternativa de compra em relação ao valor da empresa, então, os investimentos mais arriscados beneficiam os acionistas, enquanto que os investimentos menos arriscados beneficiam os credores. Sob esta lógica, os credores, podem estabelecer mecanismos de monitoramento e de fiscalização que acabam onerando o custo de captação de recursos por meio de dívidas.

A abordagem das informações assimétricas, tratada por Myers e Majluf (1984), entende que o fluxo de caixa livre é benéfico para empresa. Com base na noção de que os gestores são leais aos acionistas e possuem informações acerca do negócio que não estão disponíveis no mercado, os autores argumentam que os administradores podem recusar oportunidades com Valor Presente Líquido (VPL) positivo, quando o empreendimento do projeto depender da captação de recursos por meio da emissão de títulos subavaliados para mercados de capitais que atribuam um valor menor do que o preço justo aos papéis da empresa. Assim, Myers e Majluf (1984), defendem o caráter favorável do fluxo de caixa livre por evitar esta rejeição prejudicial ao crescimento da empresa.

2.3 Os mecanismos de controle

De acordo com Jensen e Murphy (1990) a remuneração dos executivos é importante na abordagem da teoria de agência. Este aspecto fica evidente quando os autores reconhecem que os executivos devem ser incentivados para decidir entre as alternativas e implantar as

ações que resultem a maximização da riqueza dos acionistas, apesar da influência de vários outros fatores, internos e externos à corporação.

Analisando o fato de que os administradores podem ser incentivados a levar as empresas a um crescimento além do tamanho ideal, Jensen (1986) destaca que isto se deve: (a) ao comportamento do administrador, na busca por aumento de poder como consequência do acréscimo de recursos sob seu controle e os eventuais reflexos positivos na sua remuneração; (b) à tendência das próprias empresas ao determinar os critérios para a compensação, por exemplo, ao planejar recompensas para média gerência com base em promoções, ao invés de oferecer bônus anuais. Segundo o autor, isto também cria um viés para o crescimento organizacional, como forma de suprir as novas posições criadas com a política de premiação.

Desta forma, o contexto da teoria da agência, sobre o qual se baseia a literatura de Governança Corporativa prevê mecanismos de incentivo e compensação dos agentes, isto é, os administradores de grandes corporações caracterizadas pela propriedade pulverizada entre diversos acionistas, como uma alternativa para evitar os conflitos de interesse.

O desenvolvimento do contexto teórico da Governança Corporativa se deu em torno dos problemas de agência e dos conflitos de interesse entre todos os envolvidos nas organizações, desde os acionistas até o governo, passando por clientes, trabalhadores, gestores, fornecedores, entre outros. Silveira (2004) destaca que a necessidade por mecanismos aprimorados de Governança Corporativa surgiu em resposta aos casos registrados de expropriação de riqueza dos acionistas por parte dos administradores em empresas com estrutura de propriedade pulverizada, e também, de acionistas minoritários por acionistas controladores nas organizações com estrutura de propriedade concentrada.

Apesar dos estudiosos de tema concordarem em relação à origem da Governança Corporativa, o foco nas definições acerca do assunto muda. Enfim, pode-se resumi-la de modo genérico, como um conjunto de práticas formado por mecanismos de controle, monitoramento e incentivos que visam amenizar os problemas decorrentes da separação entre propriedade e controle o capital e, principalmente, fazer com que este controle atue em prol daqueles que detém direitos legais sobre a empresa evitando atitudes oportunistas. No entanto, é importante destacar que a literatura de Governança Corporativa se desenvolve a partir de uma linha mestra de raciocínio guiada por: (1) limitar os poderes dos agentes de forma a minimizar os problemas de conflitos de interesse, (2) reduzir a assimetria informacional e (3) assegurar os direitos dos acionistas (KITAGAWA, 2007).

De um modo mais prático, sob a perspectiva de valor para os *shareholders*, a Governança Corporativa representa o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de capital para as corporações, os acionistas, se assegurem em relação ao retorno de seus investimentos (TIROLE, 2006). Contudo, Tirole (2006) destaca que esta visão é preocupante, pois existe outro grupo de agentes interessados, os *stakeholders*, como por exemplo: funcionários, governo, comunidade, fornecedores e clientes; cujos interesses também devem ser contemplados pela direção de empresa como forma de manter-se competitiva e atingir metas e objetivos estabelecidos junto aos acionistas.

Em resposta aos escândalos ocorridos no final da década de 90 e início do século XXI, principalmente, os casos da Enron, WorldCom, Tyco e ABB, foram criados códigos de melhores práticas de Governança Corporativa para as diretorias das empresas com foco na transparência. Ainda assim, observa-se que os incentivos para os executivos, constituídos, em geral, por pacotes de remuneração que somam salário, bônus e compensação de longo prazo são assuntos polêmicos sobre os quais residem falta de informações objetivas e justificativas para os substanciais aumentos registrados nos últimos vinte anos (TIROLE, 2006).

Este cenário levanta o interesse de pesquisadores da área, seja no âmbito gerencial ou acadêmico, na busca por elementos que esclareçam o real papel dos pacotes de incentivos e suas conseqüências para o resultado sustentável das empresas, bem como identificar que tipo de remuneração levaria ao alinhamento de interesses entre acionistas e administradores.

Analisando os aspectos indutores das formas de Governança Corporativa com objetivo de minimizar os custos de transação, Zylbersztajn (1995) destaca um grupo de pressupostos comportamentais composto por oportunismo e racionalidade limitada. Apesar da proposta inovadora do esquema ao incluir o elemento comportamental, o autor não discute com maior profundidade suas relações com o conceito de Governança Corporativa.

2.4 Interfaces entre estrutura de capital, teoria da agência e Governança corporativa

O trabalho de Jensen e Meckling (1976) chamou a atenção dos pesquisadores acerca das implicações originárias dos conflitos de relacionamento entre acionistas e administradores, e também, entre obrigacionistas e acionistas. Particularmente sobre a questão entre administradores-acionistas, a noção de que a estrutura ótima de capital pode ser obtida quando o gestor assume as responsabilidades de empreendedor, ou seja, quando ele detém

uma parcela da propriedade da firma, impulsionou estudos no sentido de esclarecer se o desenho dos sistemas de remuneração deste executivo se apropriam das premissas dos autores, por meio da utilização de recompensas baseada em opções de ações. Hoje, quase 40 anos depois da publicação desse estudo, o tema remuneração de executivos permanece sob o foco das pesquisas acadêmicas, destacando-se modelos que buscam relacioná-lo com o desempenho das firma, ou como é denominado na literatura: o pagamento por *performance*.

Sundaram e Yermak (2007) destacam a crescente importância dos pacotes de compensação com base em ações, sob a forma de ações restritas, opções de ações e outros instrumentos cujo valor está relacionado a rendimentos futuros, nas aplicações empíricas que investigam o pagamento versus o desempenho. De acordo com os autores, está implícito em praticamente todos os trabalhos desta corrente de pesquisa o pressuposto de que os planos de compensação gerencial consistem, exclusivamente, em dois componentes: (1) salário nominal, ou seja, o dinheiro; e (2) instrumentos associados a resultados. Pode-se resumir então, que a remuneração agrega uma parcela fixa e outra variável.

Por outro lado, Sundaram e Yermak (2007) argumentam que no plano teórico, a literatura caminha na busca por justificativas para vincular o pagamento dos gestores ao patrimônio da empresa, e alertar para as potenciais consequências da ligação entre incentivos gerenciais e outras questões relevantes no âmbito do relacionamento entre administradores e acionistas.

As restrições contratuais específicas determinadas pelos credores em relação às exigências pelo comprometimento da firma em manter um fluxo regular de caixa, reduzindo o volume de recursos disponíveis sob a responsabilidade dos gestores, impõem a chamada disciplina de dívida (JENSEN, 1986; WILLIAMSON, 1996). Assim, pode-se entender que um grau de alavancagem financeira significativo funcione como um mecanismo de controle sobre o poder discricionário do administrador. Desta forma, é possível compreender a relevância das decisões entre financiamento com capital próprio e capital de terceiros, ou seja, as escolhas da estrutura de capital da empresa como um instrumento de controle. Porém, permanece o vínculo de natureza externa entre os administradores e os investidores constituindo-se em fonte potencial para expropriação da riqueza dos acionistas, para controlar esta situação é necessário associar outros mecanismos disponíveis entre as práticas de governança corporativa. Assim, pode-se estabelecer a interface entre a estrutura de capital e a governança corporativa, onde o grau de endividamento influencia a adoção de ferramentas de controle.

A perspectiva dos conflitos de agência como um determinante da estrutura de capital é tratada, em grande parte da literatura, sob a questão dos incentivos para os gestores como indutores de risco, uma vez que, na busca por resultados que proporcionem aumentos em suas remunerações, o comportamento dos administradores em relação ao risco pode ser estimulado de maneira que suas decisões escapem do objetivo da maximização de valor para os acionistas. Este comportamento pode levar os executivos a assumir investimentos mais arriscados, o chamado problema da substituição de ativos (Fama e Miller, 1972); ou por outro lado, a rejeitar projetos com valor presente líquido (VPL) positivo, provocando a situação de subinvestimento (Myers, 1977). Essas duas situações aumentam o custo da dívida e reduzem o nível ótimo de endividamento da firma, comprometendo o retorno para os acionistas.

No intuito de corroborar a ideia de que o financiamento externo com dívida é melhor do que o financiamento com capital próprio, Myers e Majluf (1984) estabeleceram um modelo de decisão de investimento para analisar as escolhas do gestor, dado que este possui informações superiores da empresa em relação ao conhecimento dos potenciais investidores. Os autores ponderam que, se os administradores têm informações privilegiadas, deve haver casos em que esta é tão favorável, que a gestão, agindo no interesse dos acionistas, rejeitará a emissão de novas ações mesmo que isso implique abrir mão de uma boa oportunidade de investimento. Em outras palavras, o custo da emissão de ações subvalorizadas pode superar o valor presente líquido (VPL) do projeto em questão. Então, os investidores, cientes de sua relativa ignorância sobre a real situação da empresa, interpretarão como mal sinal a notícia de não emitir ações e isso afetará o preço pelo qual eles estariam dispostos a pagar.

Segundo Dybvig e Zender (1991), o problema de subinvestimento surge em resposta às condições de um contrato abaixo do nível ótimo, geralmente, firmado entre a empresa e o gestor como instrumento para o alinhamento de interesses entre as duas partes. Os autores acreditam que oferecer um contrato de participação nos lucros simples pode induzir o gestor a investir de forma eficiente, com base na regra básica do valor presente líquido (VPL). Eles questionam, no entanto, as premissas de muitos modelos recentes em finanças corporativas que pretendem impor questões contratuais por decreto, resultando em situações muito abaixo do ideal.

Pearson (1994) levanta, especificamente, a questão de renegociação nos contratos de compensação travados entre gestores e empresas como ferramenta de alinhamento. O autor explica que quando o gestor e o conselho de administração são livres para renegociar as condições contratuais a qualquer tempo, particularmente sob o âmbito das responsabilidades do gerente, alcançar o investimento eficiente para firma torna-se impossível e os resultados

ficam abaixo do nível ideal. Pearson (1994), segue argumentando que a dimensão do tempo torna-se relevante, uma vez que, tanto gestores como diretores, não podem se comprometer *ex ante* - a não agir de forma oportunista, ou *ex post* - a renegociar o contrato. Existem incentivos para estabelecer este compromisso mútuo entre gestor-acionista, por outro lado também há estímulos para uma violação, porém, se o compromisso for viável, prevalece a situação de evitar o comportamento oportunista, assim os contratos não precisam ser dinamicamente consistentes.

De acordo com Pearson (1994), os contratos de remuneração robustos à renegociação, isto é, aqueles que sobrevivem quando os agentes (gestores e diretores) são livres para renegociar, associam as recompensas ao patrimônio da empresa, tendo como base o preço das ações da empresa no mercado. Contudo, a natureza do contrato ótimo ainda é uma questão em aberto, particularmente em relação à capacidade de usar o plano de compensação como um dispositivo de compromisso. Neste ponto, o autor chama a atenção para a importância da divulgação dos pacotes de remuneração dos executivos como uma maneira de facilitar o comprometimento entre os tomadores de decisão e os acionistas. Por meio desse compromisso público os obstáculos à renegociação podem, então, criar ganhos sociais e induzir o gestor a investir de modo eficiente, mantendo as decisões de financiamento da empresa mais convergentes aos interesses dos acionistas.

A questão sobre assimetria informacional também é um fator decorrente do conflito de interesse entre gestor-acionista e os seus reflexos podem alterar a política de investimentos da empresa, comprometendo a decisão otimizada de estrutura de capital. De modo geral, os gestores tendem a valorizar mais os investimentos do que os acionistas, uma vez que eles estão envolvidos com o cotidiano da empresa e conhecem melhor a capacidade de geração de fluxo de caixa, bem como eventuais restrições. Porém, no intuito de evitar desperdícios de recursos proporcionando ao gestor a oportunidade da construção de impérios e investimentos em projetos dissonantes aos propósitos da empresa, os acionistas agem no sentido contrário, priorizando reduzir o fluxo de caixa livre.

No entanto, ao planejar a política de investimento da companhia é necessário equilibrar as preferências entre administradores e acionistas, agregando outras dimensões da firma para limitar as escolhas do gestor, uma vez que vigiar as saídas de caixa implica em estabelecer políticas restritas e assumir restrições indiretas para o financiamento, como forma de proteção contra perdas futuras e pagamentos, e isto pode acentuar, ainda mais, esta relação conflituosa e comprometer os resultados da empresa.

Os problemas de agência são amplamente estudados pelos pesquisadores na área de finanças corporativas, porém a interação entre eles ainda é pouco explorada. O trabalho de John e John (1993) é um dos poucos que se propõem a isso, a partir da perspectiva de que a remuneração do CEO desempenha um papel que vai além do convencional alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, os autores incluem o caráter de um mecanismo de compromisso para redução de incentivo ao risco.

3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE A RELAÇÃO ENTRE A ESTRUTURA DE CAPITAL E OS SISTEMAS DE REMUNERAÇÃO

A intenção deste capítulo é apresentar uma breve síntese das recentes pesquisas realizadas em torno do tema deste projeto de pesquisa, esclarecendo que existem lacunas a serem preenchidas no estudo da relação entre estrutura de capital e remuneração de executivos. A crítica central dos trabalhos envolvendo conflitos de interesse, incentivos e recompensas gerenciais, e remuneração de executivos reside no fato de que faltam explicações que justifiquem os motivos pelos quais as decisões dos gestores são influenciadas pela estrutura de capital, ao invés de concentrar esforços para explicitar o desenho dos contratos de remuneração .

Apesar da natureza teórica do trabalho de Douglas (2006), o autor lança direções importantes para o desenvolvimento de futuras pesquisas, destacando que estes estudos devem ampliar seu horizonte de investigação, considerando os reflexos da interação entre os conflitos acionistas-gestores e acionistas-obrigacionistas. Entre as sugestões do autor destacam-se, para este trabalho: (a) concentrar esforços na investigação de uma estrutura ótima de capital, a partir de um cenário onde a compensação gerencial é projetada para maximizar a riqueza dos acionistas, assumindo que o conselho é um órgão em pleno funcionamento, independente da influência do gestor; (b) considerar que os administradores influenciam o conselho e, por consequência, a estrutura de capital e as decisões relacionadas ao desenho dos contratos de compensação.

Douglas (2006) explica que, sob influência moderada do gestor sobre os conselheiros, os objetivos e as informações computadas no desenho do pacote de remuneração deve produzir interações similares entre a estrutura de capital e o critério de compensação. No entanto, levando a situação ao extremo, onde o gerente controla o conselho, incluindo o comitê de remuneração, os contratos de dívida e de compensação seriam projetados para maximizar o rendimento dos gestores, ficando desta forma, sujeitos à possibilidade de disciplina externa (como por exemplo, uma aquisição hostil ou ameaça de falência).

Hall e Liebman (1998) demonstraram que a maior parte da sensibilidade na remuneração por desempenho (*pay-sensitive*) na estrutura de remuneração executiva está associada à alteração na proporção de opções existentes, com exceção das participações

societárias diretas. Por isso, é importante usar esta medida abrangente de compensação quando se trata de remuneração por desempenho.

Coles *et al* (2006) examinam como as políticas de investimento e financiamento dependem das características de compensação gerencial e, também investigam de que maneira os incentivos gerenciais estão associados às mudanças na riqueza específica do gestor. Porém, os autores concentram-se na relação entre a sensibilidade da riqueza do gestor (o termo delta) frente à volatilidade dos retornos, (representada pelo termo vega). Os autores concluíram que: (a) o vega, ou seja, a volatilidade dos retorno está positivamente relacionado com alavancagem; (b) com as decisões mais arriscadas de investimento; e (c) com os retornos mais arriscados. Os autores utilizaram valores de vega defasados no tempo, por isso, interpretou um efeito causal na direção da compensação gerencial para as decisões na política de investimento, sendo que maiores recompensas para o assumir risco, implementam maior alavancagem e escolhas mais arriscadas de financiamento. Com isso, Coles *et al* (2006) concluíram que as empresas aumentam a sensibilidade da riqueza do gestor ao risco, isto significa que: aumentar o vega, quando se pretende induzir a mais risco, é o ideal e provoca um *feedback* positivo na direção da alavancagem para o vega.

A maioria dos trabalhos sobre o tema remuneração de executivos e estrutura de capital, se desenvolve a partir da investigação da natureza das relações entre o nível de alavancagem e o pagamento por desempenho. A proposta da presente pesquisa se diferencia nesse sentido, é mais específica, o interesse aqui é buscar justificativas para a relação negativa entre o endividamento e a proporção de remuneração variável nos pacotes de incentivos dos executivos brasileiros.

Alguns desses estudos evidenciaram uma relação negativa entre a alavancagem e a sensibilidade no pagamento por desempenho (*pay-sensitivity*). Entre eles, Houston e James (1995) investigaram o setor bancário, com alta alavancagem, e concluíram que os presidentes dos bancos recebem uma porcentagem menor de sua remuneração total na forma de opções de ações em comparação às outras indústrias. Gilson e Vetsuypens (1993) encontraram um forte declínio na sensibilidade de pagamento por desempenho na remuneração do presidente, quando a empresa encontra-se em dificuldade financeira, isto é, altamente alavancada, mas depois da crise, essa sensibilidade aumenta. Os autores concluem, com isso, que níveis menores de endividamento podem assegurar um plano de compensação eficiente.

A partir de um conjunto de dados detalhados sobre a remuneração de executivos, Cohen *et al* (2000) examinaram, empiricamente, a noção de que as opções de ações induzem os executivos tomar decisões mais arriscadas, representada pelo termo vega, associando a

presença de opções nos pacotes de recompensa e várias medidas de risco da empresa no intuito de mensurar características precisas sobre a participação de opção de ações executivas. Os autores encontraram uma relação estatisticamente significativa entre o aumento nas concessões de opções e, subsequentemente, maior risco da firma, sendo esta robusta à inclusão de efeitos fixos, efeitos de ano, e vários outros controles que não pareceram conduzidos por causalidade reversa. No entanto, Cohen *et al* (2000), sugerem que as concessões de opções levam a uma maior volatilidade do preço e não o contrário, então, importância econômica dos efeitos dos incentivos gerenciais ao risco é economicamente pequena e estatisticamente insignificante. Em outras palavras, o vega, termo que representa o incentivo dos gestores ao risco, impulsiona tanto a alavancagem e quanto a volatilidade dos preços das ações.

Bergstresser e Phillippon, (2006) estudaram séries temporais da década de 1990 para avaliar se o uso crescente das provisões está relacionada ao aumento da remuneração baseada em ações para os presidentes das empresas. Os autores encontraram evidências de que empresas com presidentes mais incentivados, ou seja, aqueles cuja remuneração global é mais sensível aos preços das ações da companhia, têm níveis mais elevados de gerenciamento de resultados. Desta forma, esses presidentes parecem agir mais agressivamente, exercendo seus poderes discricionários para afetar o componente de recompensa por desempenho nos resultados das suas empresas.

Além disso, os presidentes exerceram quantidades anormais de opções e venderam quantidades muito grandes de suas firmas durante os anos em que os acréscimos compuseram boa parte dos lucros das empresas estudadas. Embora a motivação das empresa tenha sido a implementação de um instrumento para alinhar os incentivos dos gestores aos dos acionistas, os resultados de Bergstresser e Phillippon, (2006) sugerem que eles trouxeram um novo conjunto de problemas, pois atrelando o preço das ações aos incentivos para os administradores, pode ter tido um efeito perverso de levar os gestores a explorar a sua discricção em relatar lucros, com a intenção de manipular os preços das ações de suas empresas.

A pesquisa de Mehran (1995) apresenta evidências empíricas sobre a relação entre a estrutura de remuneração dos executivos e o desempenho da empresa, investigando dados de compensação para uma amostra aleatória de 153 indústrias observadas para: os presidentes, os altos executivos, e um terceiro grupo agregando diretores e os demais funcionários. O objetivo do estudo foi identificar, para cada subamostra, (a) a composição da remuneração dos executivos, (b) estrutura de propriedade e (c) as características do conselho. Como principais

contribuições deste trabalho para o tema, ressaltam-se os aspectos sugerindo que a forma, ao invés do próprio nível de compensação, é o que motiva os gestores no sentido de agir para aumentar o valor da empresa.

No intuito investigar de que modo os esquemas de compensação estão relacionados com decisões de estrutura de capital da firma, Ortiz Molina (2007) estudou a influência do nível e da composição do financiamento com dívida em relação à sensibilidade da remuneração por desempenho na estrutura de pacotes de remuneração do CEO. O autor encontrou que a parcela da remuneração anual do CEO, na forma de novas concessões de opções, diminui no montante da dívida total, porém é maior para empresas com dívida conversível. Além disso, os presidentes de empresas com maior alavancagem financeira total são menos propensos a receber novas concessões de ações e mais propensos a receber novas ações; enquanto em empresas com dívida conversível, estes são mais propensos a receber novas opções. Outro resultado relevante desse estudo é que a política de concessão de opções é o componente de remuneração dos CEOs mais sensível às alterações na estrutura de capital da empresa.

Desta forma, Ortiz Molina (2007) afirma que sua pesquisa suporta a hipótese de troca (*trade-off*) entre capital próprio e capital de terceiros, isto é, nas decisões de estrutura de capital das empresas com o propósito de mitigar os conflitos entre acionista-obrigacionistas. O autor reconhece, no entanto, que a hipótese de que o endividamento reduz os conflitos gestor-acionistas pode explicar alguns, mas não todos, os seus resultados.

A contribuição de Ortiz Molina (2007) para a literatura de remuneração de executivos e estrutura de capital, que prevê os incentivos como instrumento de alinhamento de interesses para levar as decisões dos presidentes ao objetivo global de maximizar o valor da empresa, se destaca pelas seguintes razões:

1. Apresenta uma análise detalhada do impacto da estrutura de capital sobre a remuneração do CEO;
2. Aborda, separadamente, as proporções de opções de ações concedidas anteriormente e ações, como a fonte primária de incentivos, e não apenas novas concessões;
3. Testa, explicitamente, a simultaneidade entre as decisões de estrutura de capital e as composição do pacote de incentivos aos CEO's, permitindo estabelecer relações de causalidade;

4. Considera dois tipos de diferentes: a dívida total e a dívida conversível, que permite distinguir entre o custo de agência sob hipótese de dívida e custo de agência decorrentes de outras fontes;
5. Apresenta uma avaliação sobre a importância econômica do efeito da estrutura de capital sobre os incentivos gerenciais.

Sob a perspectiva do fluxo de caixa livre, uma outra maneira de mitigar os problemas decorrentes do conflito gestor-acionista, Morellec (2004) oferece subsídios adicionais, sugerindo que o impacto do critério dos administradores nas escolhas de alavancagem varia bastante entre as empresas e, em geral é substancial. Essa ideia contraria a maior parte dos modelos empíricos testados por outros pesquisadores, pois enquanto estes que partem do pressuposto de que restringir o fluxo de caixa livre é uma decisão ótima para controlar a gestão, o pesquisador demonstrou o impacto de outros fatores no nível de alavancagem da empresa, como: impostos, custos de dificuldades financeiras, o mercado de controle corporativo, a volatilidade dos fluxos de caixa e a rentabilidade das operações atuais da empresa.

Para analisar o impacto do critério da gestão e os mecanismos de controle corporativo sobre alavancagem e o valor da empresa, Morellec (2004) testa um modelo contingente de reclamações da empresa, onde o financiamento da dívida afeta não apenas os impostos e os custos de dificuldades financeiras, mas também a política da empresa de investimento que contempla as gratificações dos administradores. Neste ambiente, o pesquisador analisa o impacto do comportamento oportunista do gestor sobre os preços de ativos, as decisões de alavancagem e o valor da empresa, inclusive sua variação transversal na estrutura de capital da empresa. Os resultados demonstram que o conflito gestor-acionista pode explicar os baixos níveis de dívida observados na prática.

Em um recente trabalho sobre a remuneração de executivos, Billet *et al* (2011) procuram entender de que maneira o alinhamento entre o acionista e os gestores afetam os obrigacionistas, ao observar o efeito dominante da propriedade gerencial em uma amostra de duas classes empresas, onde foi possível separar os efeitos do alinhamento do gestor em relação aos direitos ao fluxo de caixa, e ao efeito entrincheiramento dos direitos de voto das ações em posse dos gestores. Os resultados sinalizaram fortes evidências de que os obrigacionistas percebem que os custos de conflitos acionista-gestor ultrapassaram quaisquer benefícios. Assim, mantidas as demais condições, os autores encontraram que os obrigacionistas exigem rendimentos mais elevados quando as empresas apresentam maior potencial de conflitos entre acionistas e administradores. A relação encontrada entre os

rendimentos das obrigações e as medidas dos conflitos acionistas-gestores no estudo de Billet *et al* (2011) foi positiva e apresentou-se robusta para as especificações do modelo, mesmo após o controle de seleção da amostra. Os autores evidenciaram, também, que as agências de ratings de títulos incorporaram a extensão dos conflitos acionistas-gestores, especificamente, elas atribuem classificações mais baixas quando o desalinhamento é mais grave.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O objetivo principal deste trabalho é a analisar a relação entre o endividamento e a remuneração variável dos executivos nas empresas brasileiras de capital aberto listadas na BMF&Bovespa. Os caminhos percorridos para atender a esta meta priorizaram a busca por elementos que possam explicar, a maneira pela qual, os componentes dos sistemas de recompensa aos executivos influenciam a estrutura de capital das companhias estudadas.

Em relação aos fins, conforme a perspectiva de Vergara (2012), trata-se de um estudo com finalidade exploratória, pela própria natureza da investigação, em uma área onde o conhecimento acumulado e sistematizado ainda é controverso e escasso.

Sobre os meios pelos quais o presente trabalho se concretizou, em consonância com a taxonomia de Vergara (2012) para os métodos de pesquisa em Administração, identifica-se uma característica bibliográfica na averiguação estruturada sobre o estado atual da pesquisa nos temas estudados, a partir das consultas ao material disponível em diversos meios, especialmente as bases de dados de artigos científicos da área.

O método utilizado para o desenvolvimento da pesquisa foi descritivo e quantitativo. O atributo descritivo se deve ao fato do objetivo estar voltado para observação, registro, análise e correlação entre os fatos envolvendo o endividamento das unidades de estudo (as companhias abertas listadas não financeiras na BM&FBovespa) e as informações sobre os componentes variáveis nos pacotes de remuneração dos executivos. A descrição ocorre sem qualquer interferência, na busca pela identificação da frequência, da natureza e das características de determinado fenômeno e suas interconexões com os demais, com a possível precisão (CERVO *et al*, 2007).

O aspecto quantitativo está diretamente relacionado à abordagem do problema, no caso deste trabalho a busca das informações é direcionada pela coleta e análise quantificada de dados secundários, permitindo a mensuração dos aspectos econômico-financeiros das empresas estudadas. O resultado desse processo é descrito e analisado à luz da teoria de finanças corporativas, no intuito de prover possíveis explicações para os fatos observados. Logo, a natureza deste estudo é quantitativa.

4.1 O Plano amostral, o Levantamento e Tratamento dos dados

A população desta pesquisa é constituída pelas companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa que disponibilizaram as informações sobre remuneração dos seus diretores estatutários no Formulário de Referência (FR) a partir de 2010. De acordo com a instrução da 480/2009 da CVM, as empresas devem publicar os dados anualmente, até o dia 30 de junho, contemplando os três últimos períodos. Esta pesquisa abrange o intervalo de quatro anos, entre 2009 e 2012.

O nível de detalhamento das informações sobre remuneração da diretoria estatutária determinado pela CVM com a instrução 480/2009 viabiliza a operacionalização das variáveis explicativas necessárias para os testes econométricos desta pesquisa, uma vez que são apresentados: (a) os dados separados entre diretores estatutários e conselheiros; (b) os dados discriminados sobre remuneração anual fixa (Prolabore/salário, participação em comitês, benefícios diretos e indiretos e outros valores fixos); (c) os dados de remuneração variável (participação em reuniões, bônus, participação nos resultados, comissões, remuneração baseada em ações e outros valores variáveis).

A coleta dos dados sobre remuneração foi feita diretamente nos Formulários de Referência (FR), a partir do item 13. Remuneração dos administradores, subitem 13.2 Remuneração total do conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal, que descreve os componentes e os respectivos valores de remuneração para cada órgão. As informações econômico-financeiras foram levantadas na base de dados Económica para o cálculo dos índices utilizados.

A regressão múltipla é um método importante para estimação dos efeitos entre as variáveis dependente e independente. No entanto, para utilizar essa ferramenta é necessário que todos os dados acerca das variáveis estejam disponíveis, caso contrário, os coeficientes da regressão podem apresentar um viés de omissão de variáveis. O método conhecido como dados de painel (*panel data*) é uma alternativa para controlar algumas variáveis omitidas que não podem ser diretamente observadas, onde cada entidade é observada em vários períodos de tempo, possibilitando que os efeitos da omissão de variáveis que diferem entre as entidades, mas não se alteram com o tempo, sejam eliminados em função do estudo das “variações na variável dependente ao longo do tempo” (STOCK e WATSON, 2004, p.185). Assim, esses efeitos são chamados de “efeitos fixos”, uma vez que são constantes no tempo, eles capturam

tudo aquilo que não é observado diretamente, e afetam a variável dependente. A notação adotada para o termo é a_i (WOOLDRIDGE, 2002, p.439).

O método de dados em painel permite que a mesma unidade de corte transversal (as empresas, no caso desta pesquisa) seja acompanhada ao longo do tempo (no período entre 2009 e 2012). Em resumo, os dados em painel apresentam, simultaneamente, uma dimensão espacial e outra temporal. (GUJARATI, 2006).

Segundo Verbeek (2001, p.310) o método de *panel data* apresenta uma vantagem em relação aos modelos de séries temporais (*time series*) e dados transversais (*cross section*), pois “permite identificar certos parâmetros ou questionamentos sem a necessidade de assumir restrições”, como no caso dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

No intuito de evidenciar as vantagens da metodologia de painel de dados, Gujarati (2006) destaca que: (a) são técnicas de estimação que podem levar em conta a heterogeneidade, considerando aspectos individuais específicos das entidades observadas; (b) os dados são mais informativos, com maior variabilidade, mais graus de liberdade, com baixa colinearidade e mais eficientes; (c) se adequam melhor à dinâmica de mudanças. Wooldrige (2002) acrescenta que a razão principal para a decisão pelo painel de dados é permitir que o efeito não observado (ε_i) se correlacione com as variáveis explicativas.

De modo geral, os estudos empíricos estudados na elaboração desta pesquisa não ofereceram resultados coesos para apontar eventuais relações entre o endividamento e a remuneração variável (BERGSTRESSER e PHILLIPPON, 2006; BILLET *et al*, 2011; COHEN *et al*, 2000; DOUGLAS, 2006 ; GILSON e VETSUYPENS, 1993; HALL e LIEBMAN ,1998; HOUSTON e JAMES, 1995; JOHN e JOHN, 1993; MORELLEC, 2004; MEHRAN, 1995). Nakamura *et al* (2007) alertam que ainda não há um modelo definitivo que relacione a estrutura de capital e seus determinantes. Diante do exposto, o risco de ter um modelo com problemas de especificação é potencializado. Então, para testar a hipótese da presente pesquisa e contornar essa situação, o método de painel de dados foi adotado, pois permite eliminar o efeito de variáveis omitidas, mesmo sem observá-las diretamente. Neste caso, os resultados são perseguidos por meio do estudo das variações no grau de endividamento das empresas selecionadas na amostra ao longo do tempo.

Atentando para a dificuldade de acesso às informações, associada ao atribulado histórico da instrução 480/2009 da CVM, apontando que, no Brasil, as empresas são relutantes ao divulgar as informações, particularmente, sobre a remuneração dos seus executivos, adotou-se o procedimento de estimação por meio do painel de dados, de modo a contribuir para ampliação do tamanho da amostra final desta pesquisa. Ao mesmo tempo, esta

técnica permite considerar particularidades próprias de cada empresa na estimação da variável dependente.

A amostra é não-probabilística. Foram excluídas as empresas que não disponibilizaram os dados sobre a remuneração de seus executivos, uma vez que está é a variável explicativa sobre a qual reside a busca em torno das possíveis respostas ao problema de pesquisa.

A amostra final obtida é de 726 observações para 234 empresas, este conjunto representa um grupo significativo de empresas listadas na BMF&Bovespa. Porém, Martins (2002) ressalta que quando a amostra é selecionada de modo intencional, a partir de critérios próprios do pesquisador não é possível generalizar os resultados para a população em estudo. Este trabalho reconhece esta limitação, no entanto, adotar parâmetros rigorosos para um sorteio aleatório por meio de um método probabilístico para o plano amostral inviabilizaria a concretização desta pesquisa.

O modelo básico a ser adotado para explicar o problema da presente pesquisa— qual é a relação entre o endividamento e a proporção de remuneração variável dos diretores estatutários nas empresas brasileiras abertas listadas na BM&FBovespa? — é representado pela seguinte Equação geral:

$$Endiv_{it} = \beta_0 + \beta_1 \%RemVar_{it} + \beta_2 DumSetor_{it} + \beta_3 DumElemVar_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$Endiv_{it}$ é o endividamento da empresa i no ano t ;

$\%RemVar_{it}$ representa a proporção de remuneração variável nos pacotes dos executivos i no ano t ;

$DumSetor_{it}$ representam as variáveis binárias dos setores econômicos i no ano t ;

$DumElemVar_{it}$ representam as variáveis binárias dos elementos variáveis na remuneração i no ano t ;

VC_{jit} serão as variáveis de controle da empresa i no ano t ;

ε_{it} significa o termo erro do modelo

Este modelo econométrico geral representa a forma pela qual as variáveis serão utilizadas para responder ao problema de pesquisa deste trabalho. A partir da relação principal demonstrada, serão utilizados as seguintes alternativas para a variável dependente endividamento: (1) o endividamento geral; (2) o endividamento de longo prazo; (3) a relação

entre dívida financeira e patrimônio líquido; (4) a relação entre dívida líquida e patrimônio líquido e; (4) a relação entre dívida líquida e EBITDA.

Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007), afirmam que, apesar da modelagem por meio de painel de dados ser uma técnica predominante na literatura e estudos empíricos da área econômica, nota-se, recentemente, que esta técnica vem se estendendo para pesquisa no campo das finanças e de contabilidade. Os autores creditam esta tendência à natureza dos dados disponíveis, e apontam que as principais vantagens dos modelos de regressão em painel aos modelos de séries temporais e dados longitudinais são: (a) maior controle sobre a heterogeneidade dos indivíduos; (b) melhor inferência dos parâmetros estimados; e (c) facilidade em desvendar relações dinâmicas entre as variáveis.

Para estimar esta regressão clássica, por meio do painel de dados, assume-se que, para uma determinada empresa da amostra em questão, as observações não apresentam correlação serial com variância homocedástica. Os parâmetros do modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (OLS) promovem estimação não viesada sempre que as variáveis de remuneração variável apresentarem comportamento não estocástico, ou quando o erro gerado pela regressão seja independente das mesmas. Isto significa que, para o caso desta pesquisa, toda variância do endividamento explica-se pelas variáveis independentes, não ocorrendo efeito específico das empresas constantes no conjunto de dados (observável ou não), que tenha sido omitido e influencie o termo de erro.

Desta forma, o modelo geral descrito apresenta uma deficiência ao desconsiderar a existência de fatores não observáveis que podem prejudicar a identificação correta de relação entre o endividamento e a proporção de remuneração variável. Estes agregam os atributos que diferenciam as empresas entre si e não variam no período desta pesquisa, entre 2009 e 2012, como: oportunidades de negócios, projetos de pesquisa e desenvolvimento em andamento, práticas de gestão, políticas de financiamento e investimento, características dentro do setor de atividade, entre outros aspectos. Caso algumas dessas variáveis omitidas influenciem o grau de endividamento das empresas estudadas no conjunto deste trabalho e, ainda, estejam correlacionadas aos regressores do modelo, os coeficientes estimados por OLS serão inconsistentes e apresentarão uma relação espúria entre as variáveis. A estimação por OLS pressupõe que esses efeitos específicos não existam, isto não se aplica ao conjunto de dados estudados nesta pesquisa e representa uma suposição muito restrita, considerando a heterogeneidade da amostra obtida.

O modelo de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS) utiliza o mínimo quadrado ponderado para corrigir a presença de heterocedasticidade. De acordo com Nakamura *et al* (2007) esta é uma restrição comum nos estudos da área de finanças.

Então, assume-se, para este trabalho, adotar a perspectiva de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS) representada pelo seguinte modelo geral:

$$Endiv_{it} = \beta_0 + \beta_1 \%RemVar_{it} + \beta_2 DumSetor_{it} + \beta_3 DumElemVar_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j VC_{jit} + \omega_{it}$$

Onde:

$Endiv_{it}$ é o endividamento da empresa i no ano t ;

$\%RemVar_{it}$ representa a proporção de remuneração variável nos pacotes dos executivos i no ano t ;

$DumSetor_{it}$ representam as variáveis binárias dos setores econômicos i no ano t ;

$DumElemVar_{it}$ representam as variáveis binárias dos elementos variáveis na remuneração i no ano t ;

VC_{jit} serão as variáveis de controle da empresa i no ano t ;

ω_{it} significa o termo composto de erro do modelo, agregando o termo de erro que varia entre as empresas, mas é constante ao longo do tempo (ϵ_i); e o erro sistemático ao longo do tempo e das empresas (u_{it}) (GUJARATI, 2006).

A interpretação deste modelo aplicado ao grupo de empresas estudadas nesta pesquisa, aponta β_0 como o efeito específico médio do conjunto das empresas, e a variação ao longo de tempo encontra-se contemplada para as variáveis explicativas e de controle, mantendo a consistência dos estimadores.

Partindo desta especificação do modelo de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS), pode-se, ainda, selecionar entre dois casos particulares: efeitos aleatórios e efeitos fixos.

A abordagem de efeitos fixos apresenta as seguintes possibilidades: (a) os coeficientes angulares são constantes, porém o intercepto varia entre os indivíduos; (b) os coeficientes angulares são constantes, mas o intercepto varia entre os indivíduos e ao longo do tempo; (c) todos os coeficientes variam entre os indivíduos; e (d) todos os coeficientes variam entre os indivíduos e ao longo do tempo. O caso dos efeitos aleatórios considera que o termo de erro pode apresentar correlação ao longo do tempo e entre as unidades em corte transversal. Assim, o intercepto para uma empresa individual é expresso em termos de erro, isto é, presume-se que o intercepto de uma unidade individual é uma extração aleatória de uma

população muito maior, com valor médio constante. Em outras palavras, intercepto é expresso como o desvio de seu valor médio constante (GUJARATI, 2006).

A decisão entre o modelo de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios deve ser feita com base nas características do grupo amostral, com o apoio do Teste de Hausman, cuja hipótese nula é que os resíduos não são correlacionados com as variáveis explicativas e, portanto, ao rejeitá-la, entende-se que o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado para análise dos dados em estudo.

Gujarati (2006) explica que a principal diferença entre os modelos de efeito fixo e os modelos de efeitos aleatórios é o fato dos aspectos invariantes no tempo estarem, ou não, correlacionados com os regressores. O autor comenta, ainda, que é improvável que os efeitos fixos estejam correlacionados com os regressores e que esta é uma percepção razoável, especialmente em aplicações empíricas que são muito distintas dos estudos experimentais. Assim, Gujarati (2006) conclui a discussão alertando que não há perfeição entre os efeitos fixos e os efeitos aleatórios e alerta que, na opção pelos efeitos fixos, a cura pode ser pior do que o mal.

4.2 Operacionalização das variáveis

Este tópico oferece uma visão prática de como o trabalho foi realizado por meio da operacionalização das variáveis, ou seja, aqui se descreve o processo pelo qual uma variável, ou conceito passa para se constituir em uma unidade que permita mensuração ou classificação. A definição operacional permite que um conceito assuma o significado específico das operações ou atividades necessárias para que se possa medi-lo ou manipulá-lo (KERLINGER, 1979).

4.2.1 Variáveis Independentes ou Explicativas

A definição de variável independente, segundo Marconi e Lakatos (2003, p.138) é “aquela que influencia, determina ou afeta outras variáveis”. A variável independente pode ser vista como o fator determinante para ocorrência de determinado resultado, geralmente manipulado pelo pesquisador na sua busca pela resposta ao problema da sua investigação empírica (LAKATOS e MARCONI, 2003). No caso desta pesquisa, a variável independente é a proporção de remuneração variável para os executivos.

4.2.1.1 A variável para proporção dos componentes variáveis

A variável para definição da proporção dos componentes variáveis dentro do pacote de remuneração total dos executivos será chamada de **%RemVar** e será calculada com base nos valores reportados para a remuneração total, sendo o resultado da razão entre o somatório dos valores reportados como componentes variáveis: bônus e participação nos resultados, remuneração com base em ações, benefícios pós-emprego e participação em reuniões e o valor da remuneração total.

4.2.1.2 A variável para Bônus

A métrica para definição de bônus e participação nos resultados será denominada **VAR_bon** e será uma variável binária, assumindo o valor 1 para presença deste componente variável dentro do pacote de remuneração aos executivos praticado pelas empresas estudadas, e 0 no caso de não constar.

4.2.1.3 A variável para remuneração baseada em ações

Neste caso, a variável binária para tratar a utilização de remuneração baseada em ações será chamada de **VAR_Ações**, com valor 1 para a participação deste critério no pacote de remuneração dos executivos e, 0 na ausência.

4.2.1.4 A variável para participação nos resultados

Aqui, também foi planejada uma variável binária designada **VAR_ppr**, com valor 1 quando o pacote dos executivos prevê participação nos resultados na modalidade de remuneração variável e 0, quando não existe.

4.2.2 Variáveis Dependentes ou Explicadas

A variável dependente de endividamento será denominada **Endiv_{i,t}** e será representada pelas *proxies* de estrutura de capital conforme descrito nos próximos subitens.

Hanka (1998) aponta, entre outros resultados, que um alto nível de endividamento está associado a demissões mais frequentes e salários mais baixos. Nesse sentido, espera-se que um alto nível de endividamento esteja negativamente associado com a remuneração variável. Outras pesquisas na área de finanças e contabilidade também utilizaram-se de variáveis de endividamento como determinante na estrutura de capital, entre eles: Fama e French (2002), Ozkan (2001), Miguel e Pindado (2001), Jorge e Armada (2001).

4.2.2.1 Endividamento GERAL (Endiv_GER)

O endividamento geral representa o somatório das dívidas da empresa, seja no curto ou no longo prazo. Ross *et al.* (2008) explicam que a função deste índice é mensurar a capacidade da empresa para honrar suas obrigações, traduzindo sua alavancagem financeira. Esta métrica é largamente utilizada como proxy do nível de endividamento geral nas aplicações empíricas para identificar a estrutura de capital das empresas. Neste trabalho, é calculado da seguinte forma:

$$\mathbf{Endiv_GER}_{i,t} = PC_{i,t} + PNC_{i,t} / AT_{i,t}$$

Sendo:

Endiv_GER_{i,t} = Endividamento geral da empresa da empresa i, no ano t

PC_{i,t} = Passivo circulante da empresa i, no ano t

PNC_{i,t} = Passivo não circulante da empresa i, no ano t

AT_{i,t} = Ativo Total da empresa i, no ano t

4.2.2.2 Endividamento Financeiro de Longo Prazo (Endiv_LP):

O endividamento financeiro de longo prazo representa a proporção da empresa entre as suas dívidas financeiras de longo prazo e o total de seus ativos. Este índice mede a quantidade de recursos, em capital de terceiros, com prazo de exigibilidade superior a um ano a empresa vem utilizando para se financiar. De modo geral, esta métrica proporciona uma avaliação

sobre o volume de obrigações a longo prazo frente à capacidade de pagamento da empresa, no sentido de considerar benéfica uma alta proporção de capital de terceiros a longo prazo, apenas se o retorno for maior que as despesas geradas. O cálculo deste índice, na presente pesquisa é dado por:

$$\mathbf{Endiv_L}_{i,t} = \text{DFLP}_{i,t} / \text{AT}_{i,t}$$

Sendo:

$\text{Endiv_LP}_{i,t}$ = Endividamento Financeiro de Longo Prazo da empresa i, no ano t

$\text{DFLP}_{i,t}$ = Dívidas Financeiras de Longo Prazo da empresa i, no ano t

$\text{AT}_{i,t}$ = Ativo Total da empresa i, no ano t

4.2.2.3 *Endividamento de curto prazo (Endiv_CP)*

O endividamento de curto prazo indica as dívidas assumidas pela empresa, seja por conta de suas provisões para pagamento de juros, ou ainda, em função de financiamentos de curto prazo. Os trabalhos de Ribeiro e Perobelli (2010) e Leandro (2006) também utilizaram esta variável em seus modelos. Assim, se estabelece para este trabalho, que o índice de o endividamento de curto prazo é:

$$\mathbf{Endiv_CP}_{i,t} = \text{PC}_{i,t} / \text{AT}_{i,t}$$

Sendo:

$\text{ECP}_{i,t}$ = Endividamento de Curto Prazo, da empresa i, no ano t.

$\text{PC}_{i,t}$ = Passivo Circulante da empresa i, no ano t.

$\text{AT}_{i,t}$ = Ativo Total da empresa i, no ano t.

4.2.2.4 *Relação Dívida Líquida e EBTIDA (%Div_ONER)*

A proporção entre a dívida líquida e o lucros antes das deduções de impostos, taxas, depreciação e amortização, ou também conhecido como EBTIDA, demonstra o quanto a dívida é onerosa para empresa, por meio do percentual de participação da dívida líquida em relação à geração de resultados operacionais de caixa pela empresa. Assim, entende-se que

quanto menor for este índice, mais folga financeira a empresa terá para honrar seus compromissos com os credores. Nesta pesquisa, esta relação é dada por:

$$\%Div_ONER_{i,t} = (DB_{i,t} - CX_{i,t}) / EBTIDA_{i,t}$$

Sendo:

$\%Div_ONER_{i,t}$ = proporção entre dívida líquida e EBTIDA da empresa i, no ano t.

$DB_{i,t}$ = Dívida Bruta da empresa i, no ano t.

$CX_{i,t}$ = Caixa da empresa i, no ano t.

$EBTIDA_{i,t}$ = lucro antes de impostos, taxas, depreciação e amortização da empresa i, no ano t.

4.2.2.5 *Relação Dívida Líquida e Patrimônio Líquido (%Div_PL)*

A proporção entre a dívida líquida e o patrimônio líquido também é uma medida que aponta a relação entre o capital de terceiros e capital próprio da empresa, e é calculada, neste trabalho da seguinte forma:

$$\%Div_PL_{i,t} = (DB_{i,t} - CX_{i,t}) / PL_{i,t}$$

Sendo:

$\%Div_PL_{i,t}$ = proporção da dívida líquida em relação ao patrimônio líquido da empresa i, no ano t.

$DB_{i,t}$ = Dívida Bruta da empresa i, no ano t.

$CX_{i,t}$ = Caixa da empresa i, no ano t.

$PL_{i,t}$ = patrimônio líquido.

4.2.3 **Variáveis de controle**

As variáveis de controle representam alguns dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas. Há diversas maneiras para operacionalização de essas variáveis. Como não foi identificado um padrão na literatura, foram adotadas formas de cálculo utilizadas, com frequência, em pesquisas empíricas sobre o tema. Neste tópico são apresentadas as formas de cálculo das variáveis de controle para o desenvolvimento deste trabalho.

4.2.3.1 Lucratividade

A lucratividade é um tópico recorrente nas pesquisas sobre estrutura de capital, representa um fator relevante decisão pela busca de novos financiamentos. De acordo com a perspectiva do *Pecking Order* (MYERS, 1984), há uma ordem prioritária na seleção das fontes de financiamento para os projetos de uma empresa, e índices superiores de lucratividade podem indicar menor nível de endividamento com terceiros. Essa medida foi utilizada nos trabalhos de Brito, *et al.* (2007), Soares e Kloeckner (2008), Perobeli *et al.* (2005); Fama e French (2002); Medeiros e Daher (2008); Iquiapaza, Amaral e Araújo (2008), Favato e Rogers (2008).

A lucratividade, neste trabalho, é uma variável contínua representada por **Lucrat_{it}**:

$$\mathbf{Lucrat}_{it} = LO_{it} / AT_{it}$$

Sendo:

LO_{it} = Lucro operacional apurado no período t para empresa i

AT_{it} = Ativo total no período t para empresa i

4.2.3.2 Tamanho da empresa

O tamanho da empresa, **Tam_{it}**, é uma variável contínua determinada pelo logaritmo neperiano do ativo total para normalizar os valores e restringir a amplitude da série, conforme é usual em pesquisas. Isto significa que, quanto maior for o tamanho da empresa, espera-se que seja maior o seu grau de endividamento. Utilizaram esta variável como controle em seus modelos: Zhang e Kanazaki (2007), Ozkan (2001), Jorge e Armada (2001), Rajan e Zingales (1995), Titman e Wessels (1988), Procianny e Schnorrenberger (2004), Leandro (2006), Brito, Corrar e Batistella (2007), Favato e Rogers (2008), David, Nakamura e Bastos (2009), Perobelli e Fama (2002), Nakamura *et al.* (2007), Iquiapaza, Amaral e Araújo (2008), Netto (2009), Favato e Rogers (2008), Leandro (2006).

$$\mathbf{Tam}_{it} = \text{Ln } AT_{it}$$

Sendo

Ln AT_{it} = o logaritmo neperiano do Ativo Total no período t para empresa i

4.2.3.3 O grau de tangibilidade da empresa

O grau de tangibilidade da empresa, definido como **Tang_{it}**, identifica a natureza dos negócios da empresa, isto é, até que ponto sua é dependente do seu capital intelectual. Entende-se, a partir da literatura estudada, que o credor tende a emprestar mais barato para empresas tangíveis do que para as intangíveis. A tangibilidade é utilizada em boa parte dos estudos de estrutura de capital, entre eles: um Zhang e Kanazaki (2007), Jorge e Armada (2001), Rajan e Zingales (1995), Titman e Wessels (1988), Leandro (2006), Albanez e Valle (2009), Netto (2009), Perobelli e Famá (2002), Brito, Corrar e Batistella (2007), Medeiros e Daher (2008), Bastos, Nakamura e Basso (2009), Medeiros e Daher (2008), Favato e Rogers (2008), Nakamura *et al* (2007), Leandro (2006).

Neste trabalho, a tangibilidade é representada por uma variável contínua calculada por:

$$\mathbf{Tang}_{it} = \text{AI}_{it} / \text{AT}_{it}$$

Sendo:

AI_{it} = Ativo Imobilizado líquido da empresa no período t para empresa i

AT_{it} = Ativo total no período t para empresa i

4.2.3.4 Economias fiscais não relacionadas à dívida

A economia fiscal não relacionada à dívida demonstra os benefícios fiscais excluindo aqueles advindos da dívida e é chamada, neste trabalho, de **Econofisc_{it}**. De acordo com Bastos, Nakamura e Basso (2009), apesar das diversas pesquisas empíricas relacionadas à estrutura de capital, em geral, os resultados são divergem quanto aos determinantes da estrutura de capital à luz da teoria do *trade-off*. Entre as variáveis apontadas pela literatura como as mais relevantes, destacam-se os benefícios fiscais, porém não apresentam conclusões

uniformes. Em sua tese de doutorado, Formigoni (2008) aponta a influência dos incentivos fiscais sobre o endividamento e a lucratividade.

Alguns trabalhos que, também, utilizaram essa variável foram: Zhang e Kanazaki (2007), Ozkan (2001), Jorge e Armada (2001); Titman e Wessels (1988); Ribeiro e Perobelli (2010); Nakamura *et al* (2007); Leandro (2006); Famá e French (2002); Perobelli e Famá (2002).

No caso desta pesquisa, variável que representa a economia fiscal é contínua, calculada por:

$$\mathbf{Econofisc}_{it} = (DP_{it} + AMT_{it}) / REC_{it}$$

Sendo:

DP_{it} = Depreciação da empresa i no período t

AMT_{it} = Amortização da empresa i no período t

REC_{it} = Receitas da empresa i no período t

4.2.3.5 Variáveis Dummies de ano

Representa o grupo de variáveis binárias representadas por 0, 1, sendo ano $t=1$ no ano observado para a empresa i , caso contrário, ano $t=0$. Por exemplo, no ano de 2009, esta variável assume o valor=1 em 2009 e zero nos demais anos do período estudado, que compreende 2009 a 2012. Esta decisão tem o objetivo de isolar, para cada empresa da amostra obtida, eventuais efeitos macroeconômicos que possam afetar o conjunto de dados, ainda que estes não possam ser plenamente capturados apenas com o mecanismo das variáveis *dummies*.

4.2.3.6 Variáveis Dummies de Setor

A atividade da empresa foi identificada por uma variável binárias de acordo com o setor de economia em esta que atua, sendo 1=sim, atua neste setor e 0= não. A classificação de setores foi feita a partir de um rearranjo nas classes sugeridas na base de dados Económica. A partir das empresas que constituem a amostra estudada, estabeleceram-se os

seguintes setores econômicos: Indústria, Alimentos e Bebidas, Energia em geral, Comércio, Construção, Eletroeletrônicos, Mineração, Química, Serviços e Telecom.

Apesar de Nakamura, Martin e Kimura (2004) concluírem que o setor de atividade em que a empresa opera não tende a apresentar relevância estatística na determinação da estrutura de capital, optou-se por adotar as variáveis dummies de setor para amenizar possíveis efeitos macroeconômicos que possam surtir efeito nas empresas do conjunto estudado, e no período analisado.

5 RESULTADOS DA PESQUISA

O universo considerado para seleção amostra são as companhias de capital aberto, não financeiras, listadas na BM&FBovespa.

Os dados para composição do conjunto de empresas analisados nesta pesquisa foram coletados a partir de duas bases de distintas. As informações econômico financeiras foram levantadas na Economática, e os índices utilizados como proxies de endividamento e as variáveis de controle, foram calculados conforme descrito no capítulo 4, item 4.2 desta tese. Em relação aos dados sobre remuneração variável, o Formulário de Referência (FR), especificamente o subitem 13.2 Remuneração total do conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal, foi a fonte de consulta para recolher os valores equivalentes aos componentes fixos e variáveis na remuneração atribuída aos diretores estatutários.

Encerrada a etapa de coleta, os dados foram sistematizados no Excel® em duas bases distintas, uma para os dados originários da Economática e outra referente às informações levantadas no FR, atendendo ao padrão para leitura e tratamento com o software Stata®: nas linhas, foram organizados os 4 anos do período pesquisado (2009 a 2012) repetindo a empresa para cada unidade de tempo; e nas colunas, os valores equivalentes à remuneração total, segregada pelos itens de componentes fixos e variáveis. Esses dois bancos de dados foram combinados a fim de constituir uma única base, sobre a qual foram aplicados os testes econométricos, conforme descrito no capítulo 4.

Após o procedimento de unificação das bases de dados, determinou-se a amostra final de 234 empresas. No entanto, cabe ressaltar que nem todas as empresas possuem informações completas para todos os itens levantados ao longo do período analisado. Desta forma, entende-se que o painel construído é desbalanceado, totalizando 762 observações.

Então, como primeiro passo no tratamento dos dados com a base unificada, foi realizada uma inspeção dos dados e aplicadas técnicas para identificação de *outliers*. Contudo, buscando preservar o maior número de observações possíveis para o painel construído nesta pesquisa e, ao mesmo tempo, não comprometer a análise dos resultados, optou-se por manter todos os elementos na amostra e adotar o procedimento de *winsorização* das variáveis.

Este procedimento consiste na interpolação entre medidas anteriores e posteriores aos limites determinados pelo pesquisador com base nas características da sua amostra, substituindo os registros de dados, acima ou abaixo desses limites, pelo maior e menor valor

remanescente do teto estabelecido. O limite assumido nesta pesquisa é de 5%, sendo 2,5% a fronteira superior e 2,5% a marca inferior. A *winsorização* das variáveis é usual em estudos que trabalham com variáveis contínuas e com grande amplitude entre os valores capturados (BLACK *et al*, 2006; DURNEV e KIM, 2005; SEGURA, 2012), como no exemplo deste trabalho: a receita líquida, o ativo total, o passivo circulante, os valores de remuneração, entre outros utilizados como base de cálculo para as variáveis definidas.

5.1 Análise descritiva

As observações correspondentes às 234 empresas da amostra final foram feitas no período entre 2009 e 2012, nas empresas não financeiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, e totalizaram 726 observações para o tratamento econométrico por meio da técnica de painel de dados.

O painel constituído caracteriza-se como desbalanceado, uma vez que, nem todas as empresas apresentaram informações completas para os período analisado. Porém, a amostra obtida é representativa, equivalendo a 43,7% das empresas abertas não financeiras listadas na BMF&Bovespa.

A Tabela 1 demonstra as estatísticas descritivas da amostra obtida. Os dados indicam que as empresas do conjunto em estudo são mais endividadas no curto prazo. Ao mesmo tempo, nota-se a heterocedasticidade da amostra ao observar as informações sobre endividamento geral, o tamanho e a relação entre a dívida e o Ebtida, pois são os itens com maior desvio entre as médias. Desta forma, comprova-se a adequação da técnica de Mínimos Quadrados Ponderados (GLS) para estimação dos parâmetros do modelo especificado para esta pesquisa.

Especificamente sobre a proporção da remuneração variável, o conjunto de empresas estudado apresenta, em média, 32,1% de componentes variáveis, seja bônus, participação nos resultados ou opções de ações em seus pacotes de incentivos para os diretores estatutários no período entre 2009 e 2012.

Tabela 1. Estatística Descritiva

Variável*	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Endividamento Geral (Endiv_GER)**	1.595,24	2.856,58	10,02	13.507,00
Endividamento Financeiro de Longo Prazo (Endiv_LP)	0,1122	0,1207	0,0000	0,4202
Endividamento de curto prazo (Endiv_CP)	0,2990	0,2387	0,0500	1,3134
Relação Dívida Líquida e EBTIDA (%Div_ONER)	1,9281	5,2241	-11,1519	23,9300
Relação Dívida Líquida e Patrimônio Líquido (%Div_PL)	0,6386	1,1405	-1,0376	5,3454
%Rem_Var	0,3213	0,2590	0,0000	0,9535
Lucratividade (LUCRAT)	0,0263	0,0574	0,0000	0,2491
Tamanho (TAM)	14,4570	1,9875	5,8550	21,4329
Economias fiscais não relacionadas à dívida (Benf_Fiscais)	0,0740	0,3056	-0,0005	7,8686
Participação nos Lucros (PPR)**	3.653,75	4.540,40	4,800	2.380,07
Bônus**	2.762,21	3.989,41	13,390	3.907,00
Total componentes variáveis** (bônus+PPR+ações)	5.611,61	1.081,07	0,217	1.690,80
Pró-Labore /Remuneração fixa**	3.041,61	2.787,34	4,800	2.100,70
Membros Diretoria	5,37	3,17	1	31,83

* Variáveis *winsorizadas* a 5%

**Valores em milhares de reais

Fonte: Dados da pesquisa

As estatísticas descritivas para as variáveis de componentes variáveis no pacote de remuneração para os diretores executivos nas empresas brasileira abertas não financeiras apresentadas na Tabela 1 indicam, em média, o pagamento de R\$ 5,6 milhões como remuneração variável (considerando todas as modalidades variáveis relatadas no subitem 13.2

do FR) para, em média, 5,37 diretores atuantes nesta esfera de decisão, sendo no mínimo 1 e no máximo 31,83 diretores.

Comparando os valores médios dos componentes variáveis da remuneração, isoladamente, de participação nos lucros (R\$ 3,6 milhões) e bônus (R\$ 2,7 milhões), nota-se que o pagamento de participação nos resultados é, em média, superior ao pagamento de bônus. Esta diferença na média de pagamento é em torno de 30%, o que pode traduzir uma maior preocupação das empresas estudadas em atingir metas anuais.

A Tabela 2 apresenta o grupo de empresas estudadas classificadas pelos setores da economia. Nota-se predominância da atividade industrial (30,77%), seguido do setor de alimentos e bebidas (18,38%) e, em terceiro lugar, o setor de serviços (13,68%). Os setores de mineração e eletroeletrônicos são os menos representativos, ambos com 1,28% de participação na amostra final obtida para esta pesquisa.

Tabela 2. Classificação setorial das empresas

Setor	Número de empresas	% na amostra
Indústria	72	30,77%
Alimentos e bebidas	43	18,38%
Energia em geral	17	7,26%
Comércio	22	9,40%
Construção	17	7,26%
Eletroeletrônicos	3	1,28%
Mineração	3	1,28%
Química	15	6,41%
Serviços	32	13,68%
Telecom	10	4,27%
TOTAL	234	100,00%

Fonte: Dados da pesquisa

5.2 A matriz de correlação

A matriz de correlação apresentada na Tabela 3 foi elaborada com o objetivo de identificar eventuais associações entre as variáveis principais: o endividamento, representado por End_GER, End_LP e End_CP; e a proporção de remuneração variável descrita na tabela como %Rem_Var. Nota-se que a correlação entre essas variáveis não compromete a análise dos resultados. A relação entre o endividamento e a proporção de remuneração variável é negativa, conforme esperado.

Tabela 3. Matriz de correlação entre as principais variáveis

Variáveis	End_GER	End_LP	End_CP	Lucrat.	Tang	BenfFiscais	%Rem_Var
End_GER	1,0000						
End_LP	0,1251	1,0000					
End_CP	0,0157	-0,1403	1,0000				
Lucrat.	-0,0918	0,0458	0,1320	1,0000			
Tang	0,1024	0,1778	-0,1475	0,2048	1,0000		
BenfFiscais	0,0497	0,0870	-0,2670	-0,0469	0,2497	1,0000	
%Rem_Var	-0,1679	-0,0173	-0,0974	-0,0653	0,0027	0,1261	1,0000

Fonte: Dados da pesquisa

Sobre a variável lucratividade, apresenta-se negativamente correlacionada com a proporção de remuneração variável, apontando que as empresas mais lucrativas entre o conjunto estudado, utilizam menos componentes variáveis em seus pacotes de incentivos.

Por outro lado, os benefícios fiscais e a tangibilidade apresentam uma correlação positiva com a proporção de remuneração variável no grupo de empresas desta pesquisa. Particularmente no caso da tangibilidade, pode-se deduzir que quanto mais dependente do capital intelectual, maior a proporção dos componentes variáveis no pacote de incentivos aos diretores executivos das empresas estudadas.

5.3 Análise dos resultados

O teste de Hausman foi realizado para decisão entre o modelo de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios. A finalidade do teste é confirmar ou refutar a hipótese nula de que não há correlação entre o termo de erro e as variáveis explicativas. Caso o p-valor seja maior que 0,05 não é possível rejeitar H_0 e o modelo escolhido deve ser o de efeitos aleatórios, na situação contrária, onde p-valor é menor ou igual a 0,05, rejeita-se H_0 , isto implica aceitar H_1 que representa o Modelo de Efeitos Fixos. Pelo resultado obtido nesta pesquisa (Tabela 4), a hipótese nula foi aceita (prob. = 0,9996 > 0,05), isto indica que a abordagem mais adequada para análise dos dados é a de efeitos aleatórios.

Tabela 4. Teste de Hausman (H_0 : a diferença entre os coeficientes não é sistemática)

Variáveis	(b)	(B)	(b-B)
	re	fe	
	Coeficientes		Diferença
%Rem_Var	-667.301	-643.755	-23.545
Var_Bon	-109.617	-258.930	149.312
Var_ppr	11.079	42.899	-31.819
Var_Ações	-12.146	-3.932	-8.213
Lucratividade	1.281.772	1.467.332	-185.560
Tangibilidade	184.049	172.484	11.564
Tamanho	752.843	1.069.259	-316.415
Economias fiscais não relacionadas à dívida	54.463	-101.139	155.601

b=consistente sob H_0 e H_1 ;
 B=inconsistente sob H_1 , eficiente sob H_0 .
 $\chi^2 = (b-B) = 1,87$
 Prob.> $\chi^2=0,9996$

Fonte: Dados da pesquisa

Ao testar a hipótese da relação entre o endividamento e a proporção de remuneração variável nas empresas abertas no Brasil, observou-se a recomendação de Wooldrige (2006) sobre o fato de os dados coletados para o conjunto analisado nesta pesquisa serem referentes às mesmas empresas ao longo do período de tempo estudado, no recorte longitudinal, e por consequência, não se pode assumir que as observações sejam independentes ao proceder a análise econométrica.

O trabalho de estimação foi feito a partir de três técnicas, conforme descrito no capítulo 4: OLS, GLS com efeitos fixos e GLS com efeitos aleatórios. Em relação ao OLS, ou dados empilhados (*pooled*), confirmou-se que a técnica não é adequada para o conjunto de dados desta pesquisa, uma vez que a análise da estatística F demonstrou, em todas as simulações efetivadas, que o valor de p é menor ou igual a 0,05, portanto o modelo não se adequa aos dados. Este fato explica a existência de fatores não observáveis que podem prejudicar a identificação correta da relação entre o endividamento e a proporção de remuneração variável, e aponta a presença de efeitos específicos que influenciam o grau de endividamento nas empresas estudadas.

A técnica GLS foi adotada, nos passos seguintes, para lidar com a questão da forte dispersão entre o conjunto de dados, evidenciando a presença de heterocedasticidade na série estudada, conforme apresentado na Tabela 1. Nakamura *et al* (2007) afirmam que esta é uma restrição comum nos estudos da área de finanças e recomendam trabalhar com o Mínimo Quadrado Ponderado (GLS) para corrigir o problema.

Assim, para demonstrar os caminhos percorridos neste trabalho, apresentam-se nas tabelas a seguir, os resumos dos resultados mais relevantes das regressões sob a abordagem GLS com efeitos aleatórios e com efeitos fixos, para efeito de comparação. A Tabela 5 sumariza a sequência de apresentação desses resultados.

Tabela 5 .Resumo da Primeira rodada-Estimações por GLS com efeitos aleatórios e GLS com efeitos fixos

Técnica	Variável Dependente	Tabelas Resumo
GLS com efeitos Aleatórios	Endividamento Geral	Tabela 6
	Endividamento Curto Prazo	Tabela 8
	Endividamento Longo Prazo	Tabela 10
	Div_PL	Tabela 12
	Div_Ebitda	Tabela 14
GLS com efeitos Fixos	Endividamento Geral	Tabela 7
	Endividamento Curto Prazo	Tabela 9
	Endividamento Longo Prazo	Tabela 11
	Div_PL	Tabela 13
	Div_Ebitda	Tabela 15

Os resultados da estimação com a variável dependente de endividamento geral (Tabela 6 e Tabela 7) confirmam a hipótese de que a relação entre o endividamento e a proporção de remuneração variável é negativa, conforme verificado na literatura sobre teoria da agência acerca da utilização de sistemas de incentivo como mecanismo de alinhamento dos interesses entre gestores e acionistas (JENSEN, 1996; JENSEN e MECKLING, 1976).

Apesar do teste de Hausman indicar o modelo de efeitos aleatórios como o mais adequado, o poder de explicação conjunta, representado por R^2 , mostrou-se bastante similar entre os efeitos aleatórios e os efeitos fixos. No entanto, ao observar isoladamente os componentes de remuneração variável, o modelo de efeitos aleatórios aponta o bônus com relação significativa e negativa. Isto é um indício de que quanto mais endividadas, em termos gerais, menor a proporção de bônus pagos aos executivos no grupo das empresas estudadas.

Estes resultados são coerentes com a pesquisa de Ortiz-Molina (2007) concluindo que a causalidade da relação entre a dívida e os incentivos aos gestores ocorre na direção da estrutura de capital para compensação. Ou seja, 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 explica que o fato pode refletir que a compensação e a alavancagem são métodos alternativos de controle dos custos de agência. Neste trabalho, os resultados obtidos são consonantes com esta premissa.

Tabela 6. Estimativa com Variável Dependente - Endividamento Geral (GLS Efeitos Aleatórios)

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	-1,24e+07	1.269.264	-9,79	0,000
%Rem_Var	-643.775	291.364	-2,21	0,027**
Var_Bon	-258.930	151.388	-1,71	0,087***
Var_ppr	42.899	137.658	0,31	0,755
Var_Ações	-0,0918	147.334	-0,03	0,979
Lucratividade	1.467.332	767.664	1,91	0,056**
Tangibilidade	172.484	188.973	0,91	0,361
Tamanho	1.069.259	71.35	15,05	0,000*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	-101.138	198.411	-0,51	0,610
$R^2 = 0,5641$				

Fonte: Dados da pesquisa

* significativa a 1%, ** significativa a 5%, *** significativa a 10%

Tabela 7. Estimativa com Variável Dependente - Endividamento Geral (GLS Efeitos Fixos)

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	-9.039.867	2.119.184	-4,27	0,000
%Rem_Var	-667.301	308.322	-2,16	0,031**
Var_Bon	-109.618	167,982	-0,65	0,514
Var_ppr	11.079	146.003	0,08	0,940
Var_Ações	-12.146	158.982	-0,08	0,939
Lucratividade	1.281.772	781.381	1,64	0,102***
Tangibilidade	184.049	192.067	0,96	0,338
Tamanho	752.843	143.988	5,23	0,000*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	54.463	299.435	0,18	0,856
$R^2 = 0,5253$				

Fonte: Dados da pesquisa

* significativa a 1%, ** significativa a 5%, *** significativa a 10%

Em relação às estimações com a variável dependente de endividamento de curto prazo, apresentadas na Tabela 8 e Tabela 9. Os modelos apresentam baixo poder de explicação, porém as variáveis dummies dos componentes participação nos resultados e ações são significantes com a técnica dos efeitos aleatórios. Sob efeitos fixos, somente a participação nos resultados é significativa.

Tabela 8. Estimativa com Variável Dependente - Endividamento Curto Prazo (GLS Efeitos Aleatórios)

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	1,0239	0,1244	8,23	0,000
%Rem_Var	0,0068	0,3185	0,21	0,830
Var_Bon	-0,0098	0,0163	-0,60	0,547
Var_ppr	-0,0299	0,0150	-1,99	0,047**
Var_Ações	-0,0321	0,0160	-2,01	0,044**
Lucratividade	0,1974	0,0849	2,32	0,020**
Tangibilidade	0,1058	0,0209	0,51	0,613
Tamanho	-0,0436	0,0070	-6,19	0,000*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	0,0031	0,0202	0,16	0,875

$R^2 = 0,2206$

Fonte: Dados da pesquisa

*significante a 1%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

Tabela 9. Estimativa com Variável Dependente - Endividamento Curto Prazo (GLS Efeitos Fixos)

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	1,3899	0,2364	5,88	0,000
%Rem_Var	0,0219	0,0343	0,59	0,557
Var_Bon	-0,0001	0,0187	-0,01	0,995
Var_ppr	-0,0358	0,0162	-2,20	0,028**
Var_Ações	-0,0358	0,0177	-2,02	0,044**
Lucratividade	0,1579	0,0871	1,81	0,071***
Tangibilidade	0,0197	0,0214	0,92	0,357
Tamanho	-0,0732	0,0161	-4,56	0,000*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	-0,0397	0,0334	-1,19	0,235

$R^2 = 0,1645$

Fonte: Dados da pesquisa

* significante a 1%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

O endividamento de longo prazo como variável dependente não foi explicado a partir do modelo especificado para este trabalho, ainda que a relação inversa entre grau de endividamento e remuneração variável esteja presente, conforme os resultados reportados na Tabela 10 e Tabela 11.

Tabela 10. Estimativa com Variável Dependente – Endividamento Longo Prazo (Efeitos Aleatórios)

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	p
Constante	-0,0368	0,7586	-0,48	0,628
%Rem_Var	-0,0064	0,0239	-0,27	0,789
Var_Bon	-0,0023	0,1188	-0,20	0,842
Var_ppr	0,0091	0,0112	0,80	0,421
Var_Ações	0,0784	0,1151	0,68	0,496
Lucratividade	-0,9023	0,6645	-1,36	0,175
Tangibilidade	0,3134	0,1641	1,91	0,056**
Tamanho	0,0106	0,0044	2,42	0,016**
Economias fiscais não relacionadas à dívida	-0,0122	0,0133	-0,93	0,355

$R^2 = 0,1394$

Fonte: Dados da pesquisa

* significante a 1%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

Tabela 11. Estimativa com Variável Dependente – Endividamento Longo Prazo (Efeitos Fixos)

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	p
Constante	0,1167	0,1893	0,62	0,538
%Rem_Var	-0,0079	0,0275	-0,29	0,774
Var_Bon	-0,0059	0,1500	-0,39	0,696
Var_ppr	0,0142	0,0130	1,08	0,279
Var_Ações	0,0548	0,0267	0,21	0,838
Lucratividade	0,1308	0,6979	1,87	0,062***
Tangibilidade	0,0001	0,0171	0,01	0,995
Tamanho	-0,0020	0,0128	-0,16	0,872
Economias fiscais não relacionadas à dívida	0,0055	0,0267	0,21	0,838

$R^2 = 0,0037$

Fonte: Dados da pesquisa

* significante a 1%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

A relação entre dívida e patrimônio líquido, utilizada alternativamente como proxy do endividamento neste trabalho, também não foi explicada pela remuneração variável para o conjunto de empresas estudado conforme demonstram a Tabela 12 e Tabela 13. A relação negativa permanece, porém, não é significativa.

Tabela 12. Estimativa com Variável Dependente – Div_PL (Efeitos Aleatórios)

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	0,2194	0,6891	0,32	0,750
%Rem_Var	-0,2248	0,2353	-0,96	0,340
Var_Bon	0,0691	0,1152	-0,60	0,548
Var_ppr	-0,1067	0,1108	-0,96	0,335
Var_Ações	0,0784	0,1151	0,68	0,496
Lucratividade	-0,9023	0,6645	-1,36	0,175
Tangibilidade	0,3135	0,1641	1,91	0,056**
Tamanho	0,1033	0,0401	2,58	0,010*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	0,3828	0,1241	3,08	0,002*
$R^2 = 0,2033$				

Fonte: Dados da pesquisa

* significativa a 1%, ** significativa a 5%, *** significativa a 10%

Tabela 13. Estimativa com Variável Dependente – Div_PL (Efeitos Fixos)

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	0,3342	1,9182	0,17	0,862
%Rem_Var	-0,1660	0,2791	-0,59	0,552
Var_Bon	-0,0051	0,1521	-0,03	0,973
Var_ppr	-0,0568	0,1321	-0,43	0,667
Var_Ações	0,2162	0,1439	1,50	0,133
Lucratividade	-0,1999	0,7073	-0,28	0,778
Tangibilidade	0,2973	0,1738	1,71	0,088***
Tamanho	0,1922	0,1303	0,15	0,883
Economias fiscais não relacionadas à dívida	0,1629	0,2711	0,60	0,548
$R^2 = 0,0680$				

Fonte: Dados da pesquisa

* significativa a 1%, ** significativa a 5%, *** significativa a 10%

Concluindo as estimações com as variáveis dependentes que representam o endividamento, a Tabela 14 e a Tabela 15 descrevem a situação quando a variável dependente é a relação entre dívida e Ebitda. Novamente, os resultados conjuntamente não explicam a relação entre endividamento e remuneração variável. Nota-se que a variável bônus é significativa, porém a relação com o endividamento representada por Div_Ebitda é positiva.

Tabela 14. Estimativa com Variável Dependente – Div_Ebitda (Efeitos Aleatórios)

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	-01912	2,6236	-0,07	0,942
%Rem_Var	-0,6919	1,2468	-0,55	0,579
Var_Bon	1,1622	0,5758	2,02	0,044**
Var_ppr	0,6671	0,5969	1,12	0,264
Var_Ações	-0,2179	0,5621	-0,39	0,698
Lucratividade	-14,5770	4,4484	-3,28	0,001*
Tangibilidade	0,3101	1,0910	0,28	0,776
Tamanho	0,0472		0,30	0,762
Economias fiscais não relacionadas à dívida	1,3887		2,31	0,021**

$R^2 = 0,1501$

Fonte: Dados da pesquisa

* significante a 1%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

Tabela 15. Estimativa com Variável Dependente – Div_Ebitda (Efeitos Fixos)

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	6,4914	16,6665	0,39	0,697
%Rem_Var	-1,8827	2,2605	-0,83	0,405
Var_Bon	3,5904	1,2844	2,80	0,005**
Var_ppr	0,6295	1,1009	0,57	0,568
Var_Ações	-0,2230	1,1649	-0,19	0,848
Lucratividade	-14,9627	5,9951	-2,00	0,047**
Tangibilidade	-0,3067	1,4158	-0,22	0,829
Tamanho	-0,3869	1,1222	-0,34	0,730
Economias fiscais não relacionadas à dívida	-0,4301	2,1828	-0,20	0,844

$R^2 = 0,0001$

Fonte: Dados da pesquisa

* significante a 1%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

No sentido de buscar resultados mais adequados aos apresentados até aqui, estimou-se uma segunda rodada, agora, isolando as variáveis independentes sobre os componentes variáveis da remuneração. A seguir apresenta-se a tabela 16, apontando a sequência dos casos que apresentaram relevância no intuito de demonstrar a natureza das relações entre o endividamento e a remuneração variável.

Tabela 16. Resumo da Segunda rodada-Estimções por GLS com efeitos aleatórios e GLS com efeitos fixos com variáveis dummies isoladas

Dummy Isolada	Variável Dependente	Técnica	Tabelas Resumo
Variável Ações (Var_Ações) 1=contém ações no plano de remuneração; 0=não contém.	Endividamento Geral	GLS-Efeitos Aleatórios	Tabela 17
	Endividamento Geral	GLS-Efeitos Fixos	Tabela 18
Variável Participação Resultados (Var_ppr) 1=contém ppr no plano de remuneração; 0=não contém.	Endividamento Geral	GLS-Efeitos Aleatórios	Tabela 19
	Endividamento Geral	GLS-Efeitos Fixos	Tabela 20
Variável Bônus (Var_bon) 1=contém bônus no plano de remuneração; 0=não contém.	Endividamento Geral	GLS-Efeitos Aleatórios	Tabela 21
	Endividamento Geral	GLS-Efeitos Fixos	Tabela 22
Variável Participação Resultados (Var_ppr) 1=contém ppr no plano de remuneração; 0=não contém.	Endividamento Curto	GLS-Efeitos Aleatórios	Tabela 23
	Prazo	Aleatórios	
	Endividamento Curto	GLS-Efeitos	Tabela 24
	Prazo	Fixos	

A Tabela 17 e a Tabela 18 demonstram relações negativas e significantes da proporção de remuneração variável quando a variável dependente é o endividamento geral. Da mesma forma como no modelo que agrega todos os componentes, a relação negativa se confirma e a significância também foi mantida. O poder de explicação geral do modelo (R^2) também é similar, superior a 50% entre os modelos de efeitos aleatórios e efeitos fixos. Porém, o plano de ações isolado não apresenta significância e sua relação é positiva.

Tabela 17. Estimativa com Variável Dependente - Endividamento Geral (Efeitos Aleatórios), apenas com dummy Var_Ações

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	-1,23e+07	1.279.071	-9,63	0,000
%Rem_Var	-787.881	254.692	-3,09	0,002**
Var_Ações	28.977	143.653	0,20	0,840
Lucratividade	1.499.686	765.256	1,96	0,050**
Tangibilidade	202.104	187.495	1,08	0,281
Tamanho	1.057.424	71.264	14,84	0,000*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	-92.044	199.251	-0,46	0,644
$R^2 = 0,5554$				

Fonte: Dados da pesquisa

* significante a 1%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

Tabela 18. Estimativa com Variável Dependente - Endividamento Geral (Efeitos Fixos), apenas com dummy Var_Ações

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	-8.943.823	2.111.373	-4,24	0,000
%Rem_Var	-734.738	270.182	-2,72	0,007**
Var_Ações	4858	154.644	0,03	0,975
Lucratividade	1.296.831	779.705	1,66	0,097***
Tangibilidade	197.295	190.583	1,04	0,301
Tamanho	744.532	143.218	5,20	0,000*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	55.460	298.960	0,19	0,853
$R^2 = 0,5190$				

Fonte: Dados da pesquisa

* significante a 1%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

Observando os resultados quando o componente de participação nos lucros é isolado (Tabela 19 e Tabela 20), nota-se a permanência da relação negativa e significativa da relação entre a proporção de remuneração variável e o endividamento tanto sob efeitos aleatórios, quanto efeitos fixos. Porém, o item isolado participação nos resultados não é significativo. Os modelos explicam, conjuntamente, mais da metade de variação (observar R^2).

Tabela 19. Estimativa com Variável Dependente - Endividamento Geral (Efeitos Aleatórios) apenas com dummy Var_ppr

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	-1,23e+07	1.275.124	-9,96	0,000
%Rem_Var	-852.712	263.963	-3,23	0,001*
Var_ppr	121.650	129.505	0,94	0,348
Lucratividade	1.505.563	766.662	1,96	0,050**
Tangibilidade	204.778	187.863	1,09	0,276
Tamanho	1.057.135	71.093	14,87	0,000*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	-91.313	198.984	-0,46	0,646

$R^2 = 0,5579$

Fonte: Dados da pesquisa

* significante a 1%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

Tabela 20. Estimativa com Variável Dependente - Endividamento Geral (Efeitos Fixos) apenas com dummy Var_ppr

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	-8.950.845	2.113.547	-4,23	0,000
%Rem_Var	-752.806	278.941	-2,70	0,007**
Var_ppr	37.108	140.367	0,26	0,792
Lucratividade	1.298.855	780.484	1,66	0,097***
Tangibilidade	197.900	190.779	1,04	0,300
Tamanho	744.647	143.354	5,19	0,000*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	55.965	299.251	0,19	0,852

$R^2 = 0,5200$

Fonte: Dados da pesquisa

* significante a 1%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

Quando o componente isolado, desta vez, é o bônus, conforme apresentado na Tabela 21 e Tabela 22, as relações permanecem negativas e significantes.

Tabela 21. Estimativa com Variável Dependente - Endividamento Geral (Efeitos Aleatórios) apenas com dummy Var_bonus

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	-1,23e+07	1.267.120	-9,82	0,000
%Rem_Var	-610.729	271.319	-2,25	0,024**
Var_bonus	-275.267	142.329	-1,93	0,053**
Lucratividade	1.463.830	767.360	1,91	0,056**
Tangibilidade	169.613	188.704	0,90	0,369
Tamanho	1.070.584	70.862	15,11	0,000*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	-102.399	198.192	-0,52	0,605
$R^2 = 0,5667$				

Fonte: Dados da pesquisa

* significante a 1%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

Tabela 22. Estimativa com Variável Dependente - Endividamento Geral (Efeitos Fixos) apenas com dummy Var_bonus

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	-9.040.755	2.116.996	-4,27	0,000
%Rem_Var	-659.592	290.823	-2,27	0,024**
Var_bonus	-113.100	161.428	-0,70	0,484
Lucratividade	1.280.670	780.452	1,64	0,101
Tangibilidade	183.442	191.705	0,96	0,339
Tamanho	753.071	143.810	5,24	0,000*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	54.275	299.120	0,18	0,856
$R^2 = 0,5253$				

Fonte: Dados da pesquisa

* significante a 1%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

Substituindo a variável dependente pelo endividamento de curto prazo, nota-se que o componente isolado de participação nos lucros é significativo para explicar a relação entre a proporção de remuneração variável e o endividamento, tanto sob efeitos aleatórios como efeitos fixos, de acordo com a Tabela 23 e a Tabela 24. Porém, a proporção do conjunto de componentes variáveis no total da remuneração (%Rem_Var) deixa de ser significativa. O poder de explicação do modelo (R^2) é baixo, em torno de 20%.

Tabela 23. Estimativa com Variável Dependente - Endividamento Curto Prazo (Efeitos Aleatórios) apenas com dummy Var_ppr

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	1,04553	0,1237	8,45	0,000
%Rem_Var	-0,2314	0,2665	-0,87	0,385
Var_ppr	-0,0237	0,014	-1,69	0,090***
Lucratividade	0,2081	0,0850	2,45	0,014**
Tangibilidade	0,0120	0,2089	0,58	0,565
Tamanho	-0,0453	0,0069	-6,49	0,000*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	0,0038	0,0203	0,19	0,851
$R^2 = 0,2206$				

Fonte: Dados da pesquisa

* significativa a 1%, ** significativa a 5%, *** significativa a 10%

Tabela 24. Estimativa com Variável Dependente - Endividamento Curto Prazo (Efeitos Fixos) apenas com dummy Var_ppr

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p
Constante	1,4145	0,2361	5,99	0,000
%Rem_Var	-0,0041	0,2889	-0,14	0,886
Var_ppr	-0,0326	0,0156	-2,09	0,037**
Lucratividade	0,1684	0,0872	1,93	0,054**
Tangibilidade	0,0198	0,0213	0,93	0,355
Tamanho	-0,0751	0,0160	-4,69	0,000*
Economias fiscais não relacionadas à dívida	-0,0395	0,0334	-1,18	0,238
$R^2 = 0,1644$				

Fonte: Dados da pesquisa

* significativa a 1%, ** significativa a 5%, *** significativa a 10%

6 CONCLUSÃO

Os compromissos da dívida podem alinhar os interesses entre acionistas e gestores, uma vez que reduzem o fluxo de caixa livre disponível para projetos de interesse exclusivos dos gestores. Desta forma, o foco dos gestores permanece em gerar caixa, ao mesmo tempo, os credores também passam a contribuir com o monitoramento dos níveis de caixa da empresa (ORTIZ-MOLINA, 2007).

Este trabalho se desenvolveu com o propósito geral de investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o endividamento das empresas, no contexto do mercado brasileiro. Particularmente, o foco deste estudo é explorar se as empresas brasileiras de capital aberto listadas na BMF&Bovespa utilizam a dívida como elemento disciplinador sobre o comportamento dos gestores para mitigar os conflitos de interesse decorrentes da separação entre propriedade e controle, de acordo com o que postula a teoria da agência.

O endividamento pode ser entendido como um mecanismo de controle externo à empresa, uma vez que, o desempenho dos administradores passa a ser observado, também, pelos credores por meio do acompanhamento da performance da companhia no mercado de capitais.

Assim, os acionistas podem contar com mais esta alternativa de monitoramento, associando ainda a outras possibilidades, como o próprio desenho do pacote de remuneração dos gestores que pode agregar parcelas variáveis de recompensa no intuito de incentivar decisões mais comprometidas e convergentes aos objetivos dos acionistas. Estudar de que maneira as empresas se utilizam de instrumentos como bônus, participações nos resultados e opções de ações como sistemas internos para o controle do comportamento gerencial, buscando amenizar os problemas de agência, também está no escopo de sondagem deste trabalho.

A amostra final obtida foi de 234 empresas retiradas do universo das companhias de capital aberto listadas na BMF&Bovespa. O método utilizado para testar a hipótese da relação negativa entre o endividamento e a proporção de remuneração variável foi o painel de dados. O período analisado foi entre 2009 e 2012, o que gerou 726 observações para o conjunto de empresas da amostra, caracterizando um painel desbalanceado, onde nem todas as empresas apresentam informações completas.

As estatísticas descritivas para as variáveis de componentes variáveis no pacote de remuneração para os diretores executivos nas empresas brasileira abertas não financeiras indicam, em média, o pagamento de R\$ 5,6 milhões como remuneração variável para, em média, 5,37 diretores atuantes nesta esfera de decisão, sendo no mínimo 1 e no máximo 31,83 diretores.

Em relação aos valores médios dos componentes variáveis da remuneração, isoladamente, de participação nos lucros (R\$ 3,6 milhões) e bônus (R\$ 2,7 milhões), a participação nos resultados é, em média, superior ao pagamento de bônus. Esta diferença na média de pagamento é em torno de 30%, o que pode traduzir uma maior preocupação das empresas estudadas em atingir metas anuais.

Os resultados obtidos confirmaram a relação negativa entre o endividamento e a proporção de remuneração variável para o conjunto de empresas estudado, respondendo à questão problema formulada para este trabalho. Isto significa que as empresas da amostra que tendem a ser mais endividadas, utilizam menos elementos variáveis nos pacotes de remuneração de seus executivos. Por outro lado, as empresas menos alavancadas, tendem a apresentar mais elementos variáveis na composição da remuneração.

No entanto, ao observar isoladamente os componentes de remuneração variável, o bônus demonstrou relação negativa com o endividamento geral. Isto pode apontar para uma preocupação maior, entre as empresas pesquisadas, em atrelar seus executivos a resultados em prazos mais estendidos, considerando que o bônus é uma premiação frente aos resultados de curto prazo.

Estes resultados são coerentes com a pesquisa de Ortiz-Molina (2007) concluindo que a causalidade da relação entre a dívida e os incentivos aos gestores ocorre na direção da estrutura de capital para compensação. Ou seja, 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. Os resultados obtidos são consonantes com esta premissa.

Este é um indício de que a dívida, no contexto brasileiro e sob os pressupostos assumidos nesta pesquisa, pode ser um mecanismo alternativo aos sistemas de incentivo aos gestores na tentativa de mitigar os problemas de agência. O efeito disciplinador da dívida é respaldado pela teoria da agência, a partir do momento em que contribui para despertar um comportamento mais comprometido do gestor, uma vez que ele deve honrar os compromissos financeiros do vencimento das dívidas.

As limitações deste trabalho estão relacionadas à disponibilidade das informações sobre os componentes de remuneração variável nas empresas de capital aberto listadas na BMF&Bovespa, uma vez que nem todas as empresas preencheram completamente o subtem 13.2 Remuneração total do conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal do Formulário de Referência, documento instituído pela CVM em substituição ao Relatório Anual.

Dado que a amostra foi agregada de modo não aleatório, e sim, a partir do critério disponibilidade de informação, o método empregado também pode ser um limitante, particularmente em relação à extrapolação dos resultados alcançados nesta pesquisa para outras empresas. Cabe, aqui, a ressalva de que as generalizações devem ser evitadas e não estão entre os objetivos deste trabalho.

A contribuição empírica desta pesquisa para o campo da finanças corporativas é oferecer uma perspectiva diferenciada no tratamento da remuneração variável, comumente relacionada ao desempenho. Aqui, o enfoque é a estrutura de capital, representada pelas variáveis de endividamento e seus reflexos na política de remuneração dos tomadores de decisão.

No entanto, espera-se que esta pesquisa contribua para a melhor compreensão das relações entre a estrutura de capital e a remuneração variável no contexto econômico brasileiro e, ainda, incentive que o tema continue sendo explorado no sentido de ampliar o alcance dos resultados apresentados por meio de novos estudos agregando temas correlatos como por exemplo: a composição do conselho, a estrutura de propriedade, a presença do comitê de remuneração, a adesão às boas práticas de governança, entre outros mecanismos de controle da gestão.

7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGGARWAL, R. K.; SAMWICK A. A. The other side of the trade-off: The impact of risk on executive compensation. **Journal of Political Economy**, v.107, p.65-105,1999.
- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, v.20, n.51, p.6-27, set./dez., 2009.
- ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, Information Costs, and Economic Organization. **American Economic Review**, v.62, n. 5, p. 777-795, dez. 1972.
- BALKIN, David B.; GOMEZ-MEJIA, Luis R. Toward a contingency theory of compensation strategy. **Strategic management journal**, v. 8, n. 2, p. 169-182, 1987.
- BARKEMA, H. G.; GOMEZ-MEJIA, L. R. Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework. **Academy of Management Journal**, v. 41, n. 2, p. 135-145, 1998.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **Revista de Administração Mackenzie**, v.10, n.6, p. 47-77, nov./dez., 2009.
- BEATTY, R.P.; ZAJAC, E.J. Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings. **Administrative Science Quarterly**, p. 313-335, 1994.
- BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive compensation as an agency problem. **National Bureau of Economic Research**, 2003.
- BEBCHUK, L. A.; COHEN, A; SPAMANN, H. Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008, **The Yale J. on Reg.**, v. 27, p. 257, 2010.
- BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Paying for long-term performance. **University of Pennsylvania Law Review**, p. 1915-1959, 2010.
- BERGSTRESSER, Daniel; PHILIPPON, Thomas. CEO Incentives and Earnings Management. **Journal of Financial Economics**, v. 80, n.3, p. 511 - 529, 2006.
- BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.
- BILLET, Matthew T.; MAUER, David C.; YILEI, Zhang. Stockholder and Bondholder Wealth Effects of CEO Incentive Grants. **Financial Management**. p. 463-487, Summer 2010.
- BILLET ,Matthew T.; HRIBAR, Paul; LIU, Yixin. **Shareholder-Manager Alignment and the Cost of Debt**, 2011. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=958991>. Acesso em: 15 fev. 2012.
- BLACK, B., JANG, H; KIM, W. Does corporate governance predict firm's market values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics and Organization**, v.22, n.2, Fall 2006.
- BROCKMAN, P.; MARTIN, X.; UNLU, E.. Executive Compensation and the Maturity Structure of Corporate Debt. **Journal of Finance** v. 65, n. 3, p. 1123 - 1161, 2010.
- BOLTON, P.; SCHEINKMAN, J.; XIONG, W. Pay for short-term performance: executive compensation in speculative markets. **National Bureau of Economic Research**, 2006.

BRADLEY, M.; JARREL, G.A.; KIM, E.H. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. **Journal of Finance**, v.39, n.3,1984.

BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças USP**, n. 43, p. 9-19, 2007.

BRYAN, Stephen; HWANG, Lee Seok; LILIEN, Steven. CEO Stock-based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants. **Journal of Business**, v. 73, n. 4, p.661- 693, 2000.

BUSHEE, B. J. et al. The role of the business press as an information intermediary. **Journal of Accounting Research**, v. 48, n. 1, p. 1-19, 2010.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H.; BOAS, A. P. Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos eo desempenho financeiro de empresas brasileiras. **Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção**, Foz do Iguaçu, PR, Brasil, v. 27, 2007.

CARLSON, Murray; FISHER, Adlai; GIAMMARINO, Ron. Corporate Investment and Asset Price Dynamics: Implications for SEO Event Studies and Long Run Performance. **The Journal of Finance**, v.61, n.3, p. 1009-1034, 2006.

CERVO, A. L; BERVIAN, P. A.; SILVA, R. **Metodologia científica**. 6ed.São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

CHENG, I. ; HONG, H.; SCHEINKMAN, J. A. Yesterday's heroes: Compensation and creative risk-taking. **National Bureau of Economic Research**, 2010.

COASE, R.H. The nature of the firm (1937). In: WILLIAMSON, Oliver; WINTER, Sidney G.(ed). **The nature of the firm: Origins, evolution, and development**. Oxford: Oxford University Press, 1993.

COHEN, Randolph B.; HALL, Brian J.; VICEIRA, Luis M. Do Executive Stock Options Encourage Risk-taking? **Working Paper, Harvard Business School**, 2000. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=951547>. Acesso em: 25 mai. 2012.

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.

COMISSAO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM número 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 19 nov. 2011

CONYON, Martin J. Executive compensation and incentives. **The Academy of Management Perspectives**, v. 20, n. 1, p. 25-44, 2006.

CORE, John E.; GUAY, Wayne; LARCKER, David F. The power of the pen and executive compensation. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 1, p. 1-25, 2008.

DAVID, M.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, D. D. Estudo dos modelos de trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000-2006). **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n.6, p. 132-153, nov./dez., 2009.

DEVERS, Cynthia E. et al. Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments. **Journal of Management**, v. 33, n. 6, p. 1016-1072, 2007.

DYCK, A; VOLCHKOVA, N; ZINGALES, L. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 3, p. 1093-1135, 2008.

DOUGLAS, A.V.S. Capital Structure, Compensation and Incentives. **The Review of Finance Studies**. v.19, n.2, p.605-632, Summer 2006.

DOUGLAS, A.V.S. Capital Structure, Compensation. IN: BAKER, H. K.; MARTIN, G. S. **Capital structure and corporate financing decisions: theory, evidence, and practice**. John Wiley & Sons, 2011. Chap 6.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In: **Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade**. 2007.

DURNEV, A.; KIM, H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.

DYBVIIG, P. H.; ZENDER, J. F. Capital structure and dividend irrelevance with asymmetric information. **Review of Financial Studies**, v.4, n.1, p. 201-219, 1991.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: An assessment and review. **Academy of management review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

ERKENS, D. H.; HUNG, M.; MATOS, P. Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 2, p. 389-411, 2012.

FAHLENBRACH, R.; STULZ, R. M. Bank CEO incentives and the credit crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 99, n. 1, p. 11-26, 2011.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. **Review of Financial Studies**, 15, p. 1-33, 2002.

FAMA, E. F.; MILLER, M. H. *The Theory Of Finance*. New York: Holt, Rhinehart And Winston, 1972.

FAVATO, V.; ROGERS, P. Estrutura de capital na América Latina e nos Estados Unidos: uma análise de seus determinantes e efeito dos sistemas de financiamento. *Gestão e Regionalidade*, v.24, n.71, ed. Especial, XI Semead 2008, out., 2008.

FERRI, M.G.; JONES, W.H. Determinants of financial structure: a new methodological approach. **Journal of Finance**, v.34, n.3, Jun.1979.

FORMIGONI, H. **A Influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 2008, 192 p.

GABAIX, X.; LANDIER, A. Why has CEO pay increased so much?. **National Bureau of Economic Research**, 2006.

GAREN, J. E. Executive compensation and principal-agent theory. **Journal of Political Economy**, p. 175-1199, 1994.

GILSON, S.; VETSUYPENS, M. CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis. **Journal of Finance**, v. 48, n.2, p. 425-58, 1993.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HALL, B. J.; LEIBMAN, J. B. Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? **Quarterly Journal of Economics**, v.113, n.3, p. 653-691,1998.

HANKA, G. Debt and the terms of employment. **Journal of Financial Economics**, v. 48, n. 2, p. 245-282, 1998.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, 1991 vol. 46 p. 297–355

HOUSTON, Joel F.; JAMES, Christopher. CEO compensation and bank risk Is compensation in banking structured to promote risk taking?. **Journal of Monetary Economics**, v. 36, n. 2, p. 405-431, 1995.

- IQUIAPAZA, R. A.; AMARAL, H. F.; ARAÚJO, M. da S. B. de. Testando as previsões da pecking order theory no financiamento das empresas brasileiras: uma nova metodologia. *Revista de Administração Mackenzie*, v.9, n.3, p. 157-183, 2008.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W. 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, Kevin J. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.
- JENSEN, M.C.; SMITH, C. W. Jr. Stockholder Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory, *Negotiation, Organization and Markets Research Papers-Harvard NOM*, 3:305, 2000.
- JENSEN, M. Agency costs of free cash-flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329, 1986.
- JOHN, T.; JOHN, K. Top-Management Compensation and Capital Structure. *Journal of Finance*, v. 48, n.3, p.949-974, 1993.
- JORGE, S.; ARMADA, M. J. R. Fatores determinantes do endividamento: uma análise em painel. *Revista de Administração Contemporânea*, v.5, n.2, p. 9-31, 2001.
- KRAUTER, Elizabeth. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras**. 2009. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- KERLINGER, F. N. Metodologia da pesquisa em ciências sociais um tratamento conceitual. São Paulo: EPU, 1979.
- KIM, Byungmo; LEE, Inmoo. Agency problems and performance of Korean companies during the Asian financial crisis: Chaebol vs. non-chaebol firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 11, n. 3, p. 327-348, 2003.
- KITAGAWA, Carlos Henrique. (2007) **Nível de Adesão de Empresas Latino-Americanas aos Princípios de Governança Corporativa recomendados pela Oecd**. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, USP, Ribeirão Preto.
- KLOCK, S.; THIES, F. Determinants of capital structure. *Review of Financial Economics*, 1992.
- LAKATOS, Marina de A; MARCONI, Eva M. **Fundamentos de Metodologia Científica**. São Paulo: Atlas, 2003.
- LEANDRO, J. C. Determinantes da estrutura de capital no Brasil para empresas de capital aberto e fechado. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresa de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2006.
- LEMMON, M.L.; ZENDER, J. **Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories**. SSRN Working Paper Series. 2002. Acesso em: 25 junho de 2012.
- LEMMON, Michael L.; ROBERTS, Michael R.; ZENDER, Jaime F. Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, v. 63, n. 4, p. 1575-1608, 2008.
- MACHADO FILHO, Cláudio Antonio Pinheiro. **Responsabilidade social corporativa ea criação de valor para as organizações: um estudo multicaseos**. 2002. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. E. Testando a Teoria da Hierarquização de Fontes de Financiamento nas empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Finanças –USP*, v.12, n.1, p. 177-199, jan./mar., 2008.
- MEHAN, H. Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, v.38, n.2, p. 163-184, 1995.

- MIGUEL, A.; PINDADO, J. Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. **Journal of corporate finance**, v. 7, n. 1, p. 77-99, 2001.
- MILLER, Gregory S. The press as a watchdog for accounting fraud. *Journal of Accounting Research*, v. 44, n. 5, p. 1001-1033, 2006.
- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, pp. 261-97, 1958.
- MORELLEC, Erwan. Can Managerial Discretion Explain Observed Leverage Ratios? **Review of Financial Studies**, v.17, n. 2, p. 257-294, 2004.
- MYERS, S. Determinants of Corporate Borrowing. **Journal of Financial Economics**, v.5, p. 147-175, 1977.
- _____; MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Informations that Investors do not Have. **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, p. 187-221, 1984.
- NAKAMURA, W. T.; MOTA, A. S. Decisões de Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras: Um Estudo Empírico. In: CLADEA, 37, 2002, Porto Alegre 2002. **Assembléia do Conselho Latino-Americano de Escolas de Administração**. Anais... Porto Alegre, 2002.
- NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; KIMURA, H. Indicadores contábeis como determinantes do endividamento das empresas brasileiras. Anais do **XXVIII Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD)**, Curitiba (PR), 2004.
- NAKAMURA, W. T.; et al. Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro: Análise de Regressão com Painel de Dados no Período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças –USP**, São Paulo, n. 44, p. 72-85, mai./ago. 2007.
- NETTO, R. B. Determinantes da estrutura de capital de companhias abertas brasileiras não-financeiras: um estudo empírico com dados em painel. 2009. 80 fls. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2009.
- OLIVEIRA, C. S. **Metodologia científica, planejamento e técnicas de pesquisa**. São Paulo: LTr, 2000.
- OZKAN, A. Determinants of capital structure and adjustments to long run target: evidence from UK company panel data. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 28, issue 1-2, p. 175-198, jan./mar. 2001.
- ORTIZ-MOLINA, Hernan. Executive Compensation and Capital Structure: The Effects of Convertible Debt and Straight Debt on CEO Pay. **Journal of Accounting and Economics**, v.4, n.3:1, p. 69-93, 2007.
- PEARSON, J. Renegotiation and the Impossibility of Optimal Investment. **Review of Financial Studies**, v. 7, n.2, p.419-449, 1994.
- PEROBELLI, F. , FAMA, R. Determinantes da estrutura de capital: Aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 37, pp. 52-85, 2002.
- PEROBELLI, F.; SILVEIRA, A. D.; BARROS, L. A. B. de. Fatores determinantes da estrutura de capital: novas evidências no Brasil. In: **ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS**, 5, 2005, São Paulo. Anais... São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2005.
- PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, v. 58, n.1, p. 121-146, jan./mar., 2004.
- RAJAN, R G; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance** v.50, n.5, p. 1421-1460, Dec. 1995.

RIBEIRO, F. S.; PEROBELLI, F. F. C. Determinantes da composição do endividamento das empresas brasileiras: a consideração da maturidade e da fonte de financiamento. In: Encontro Brasileiro de Finanças – EBFIN, 10, São Paulo, 2010. Anais...São Paulo, 2010.

ROSS, S. A. Modern financial management-/Stephen A. Ross...[et al.]. New York [etc.]: McGraw-Hill/Irwin, 2008.

SEGATTO-MENDES, Andréa Paula (2001). **Teoria de agência Aplicada à Análise das Relações entre os Participantes dos Processos de Cooperação Tecnológica Universidade-Empresa**. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo.

SEGURA, Liliane C. **A influência da gestão e do controle familiares e do fundador sobre o endividamento das empresas abertas brasileiras: evidências empíricas**. 2012. Tese de Doutorado, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo.

SHIM, H.H.; LEE, M.Y. Empirical evidence on executive compensation structure. Working Paper, 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli (2004). **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com Desempenho das Empresas no Brasil**. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo.

SOARES, R. O., KLOECKNER, G. O. Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, São Paulo, v. 48, n. 4, p. 73-96, out.-dez., 2008.

STOCK, James H.; WATSON, Mark W. **Econometria**. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

SUNDARAM, R. K.; YERMACK, D. L. Pay Me Later: Inside Debt and Its Role in Managerial Compensation. **Journal of Finance**, v. 62, n. 4, p. 1551-1588, 2007.

TIROLE, Jean. **The Theory of Corporate Governance**. Princeton University Press, 2006.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, v.43, n.1, p. 1-19, Mar. 1988.

TOSI, Henry L.; GOMEZ-MEJIA, L.R. The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective. **Administrative Science Quarterly**, p. 169-189, 1989.

TOSI, Henry L. et al. How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. **Journal of Management**, v. 26, n. 2, p. 301-339, 2000.

TOY, N.; STONEHILL, A.; REMMERS, L.; WRIGHT, R.; BEEKHUISEN, T.. A comparative international study of growth, profitability, and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 1974.

VERBEEK, Marno. **A guide to Modern Econometrics**. Chichester: John Wiley & Sons, 2001.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. Atlas, 2012.

WILLIAMSON, Oliver; WINTER, Sidney G.(ed). The logic of Economic Organizations. In: **The nature of the firm: Origins, evolution, and development**. Oxford: Oxford University Press, 1993.

WILLIAMSON, O. **The Mechanisms of Governance**. Oxford University Press, 1996.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introductory Econometrics: a modern approach**. Michigan: Thomson South-Western, 2002.

ZHANG, R.; KANAZAKI, Y. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure in Japanese firms. **International Journal of Accounting and Information management**, v.15, n.2, p. 24-36, 2007.

YERMACK, David. Do corporations award CEO stock options effectively?. **Journal of financial economics**, v. 39, n. 2, p. 237-269, 1995.

ZYLBERSZTAJN, Décio (1995). **Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma Aplicação da Nova Economia Das Instituições**, Tese de Livre Docência, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo.