



O custo da dívida e a remuneração de executivos nas empresas latinas listadas na NYSE

Cássia Neves da Silva
Universidade Federal de Goiás (UFG)
cassiapnn@gmail.com

Dr. Moisés Ferreira da Cunha
Universidade Federal de Goiás (UFG)
moises.cunha2807@gmail.com

Resumo: A presente pesquisa objetiva analisar a relação entre o custo da dívida e a remuneração oferecida aos gestores das empresas da América Latina negociadas na Bolsa de Nova Iorque no período de 2010 a 2015. A pesquisa fundamenta-se devido a escassez de pesquisas que abordem o mercado latino no que tange o custo da dívida assim como a remuneração de executivos. A ausência de pesquisas sobre empresas latinas no tema de remuneração origina-se em partes pela ausência de dados disponíveis para efetuar as pesquisas. O mercado latino exhibe peculiaridades por ser composto por países subdesenvolvidos que diferem dos mercados desenvolvidos. A amostra é composta por empresas dos países Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela que negociam na bolsa de NYSE por meio de ADR. Para verificar a associação entre o custo da dívida e a remuneração dos executivos foi constituído um painel desbalanceado com 30 empresas contendo 157 observações. O modelo de regressão utilizado foi a regressão por efeitos aleatórios. Os dados referentes a remuneração dos executivos foram coletados a partir do relatório 20-F constantes na SEC. As informações contábeis foram obtidos da base de dados Bloomberg. Os resultados mostraram que existe uma relação significativa e positiva do custo da dívida nas empresas latino-americanas com a remuneração dos executivos, a qual pode ser decorrente das peculiaridades do mercado latino como alta alavancagem empresarial, elevada concentração de propriedade que podem ocasionar aumento dos benefícios próprios como consequência dos proprietários serem também os gestores, além da assimetria informacional entre credores e gestores. Os resultados mostraram relação negativa para o endividamento e tangibilidade.

Palavras-chave: Custo da dívida, Remuneração de Executivos, América Latina, Custo de empréstimos, ADR

Linha Temática: Finanças Corporativas, de curto e longo prazo



1. Introdução

A temática sobre remuneração de executivos ainda é incipiente nos países da América Latina constando com poucas pesquisas que abarcam características em âmbito de países. Um dos principais fatores decorre da ausência de fontes de coleta dos dados referentes a remuneração paga aos executivos (Merofa, 2014). Entretanto, a remuneração tem sido estudada a décadas, Murphy (2012) remonta a remuneração antes da grande depressão. Dentre os segmentos de estudos nessa temática, houve um direcionamento nos anos 90 para verificar a relação da remuneração dos executivos com o desempenho financeiro conforme Murphy (2012). Contudo, apesar das diversas pesquisas nesse segmento, as evidências são controversas segundo Camargos, Helal e Boas (2007) e Bastos, Nakamura e Basso (2009). A remuneração faz parte dos sistemas de incentivos os quais são utilizados para promover o alinhamento de interesses entre proprietário e administrador, os quais também podem ser utilizados como mecanismo de controle (Anthony & Govindarajan, 2008; Indjejikian & Dhananjay, 1999; Marler & Faugère, 2010).

Recentemente uma nova gama de pesquisas tem iniciado com o foco em dívida e seu custo. Os empréstimos bancários ocupam uma posição basilar como fonte de financiamento para as empresas em âmbito mundial (Qian & Strahan, 2007). Logo, pode-se inferir que os custos oriundos desses empréstimos, custo da dívida, são componentes fundamentais para o financiamento e desenvolvimento das empresas (Sengupta, 1998). Podendo também ser utilizada como forma de promover o alinhamento de interesses entre gestor e acionista, (Merofa, 2014; Murphy, 2014; Tirole, 2010). Portanto, novos estudos têm sido feitos para verificar a possibilidade da existência de relação com a remuneração dos executivos.

Murphy (2014) aborda brevemente a temática ao tratar sobre problemas de agência e o custo da dívida como meio de alinhar interesses entre proprietários e gestores. Costa, Teixeira e Galdi, (2012) pesquisaram nas empresas sediadas em países latinos a possível relação entre desempenho econômico e a remuneração dos gestores, obtendo indícios de que os incentivos oferecidos não estão atrelados ao desempenho. Entretanto, Lopes, Kaveski, Beuren e Theiss (2016) e Merofa (2014) ao pesquisar a relação da remuneração dos executivos e o endividamento das empresas de capital aberto negociadas na BM&FBovespa, constatou uma relação significativa de que quanto maior o endividamento a valor contábil, menor a remuneração, mas a valor de mercado, quanto maior o endividamento maior a remuneração de forma compatível com os riscos assumidos. Lopes et al. (2016) enfatiza no endividamento de curto prazo, característica predominante no mercado latino conforme Céspedes, González e Molina (2010).

O mercado latino apresenta características mais específicas por ser composto de países subdesenvolvidos (Céspedes, González & Molina, 2010), como o sistema legal mais fragilizado e maiores possibilidades de expropriação dos investidores, além de maior custo do capital (Chong & López-De-Silanes, 2007), como também a presença de poucos benefícios fiscais e elevados custos de falência (Céspedes et al., 2010), e ainda assim apresentam índices de alavancagem similares as empresas as norte americanas.

Neste contexto, origina-se o seguinte problema, qual a relação entre a remuneração de executivos e o custo da dívida dos países da América Latina? Assim, esta pesquisa objetiva verificar a relação entre a remuneração de executivos e o custo da dívida na América Latina



dos países Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru, e Venezuela que utilizem ADR na bolsa de NYSE (Bolsa de Valores de Nova York) no período de 2010 a 2015. Kabir, Li e Veld-Merkoulova (2013) pesquisaram a relação da remuneração do CEO (Diretor Executivo) com o custo da dívida em empresas do Reino Unido e constataram que as empresas que concedem aos seus CEOs maiores proporções de pensões de benefícios experimentaram uma redução significativa no custo da dívida.

A pesquisa justifica-se devido a existência de uma lacuna na produção acadêmica, e assim a agregar a literatura contábil e o tema tem relevância nacional e internacional (Merofa, 2014 & Costa et al., 2013). O mercado latino pode apresentar altos custos de dívida visto que possuem baixa proteção legal (Bae & Goyal, 2009; Chong & López-de-Silanes, 2007), assim como elevados custos de crédito devido a ineficiência judicial (Laeven & Majnoni, 2005; Cespedes, 2010). E devido à escassez de pesquisa, as peculiaridades do mercado e os elevados custos de dívida em comparação com os países desenvolvidos conforme apresentado por Chui, Kwok e Zhou (2016) ao pesquisar 33 países, faz-se necessário ampliar os estudos referentes a esse mercado. Cespedes et. al. (2010) também constatou elevada concentração de propriedade e controle nas empresas da América Latina, já Aslan e Bauer (2012) averiguaram que a alta concentração do controle majora os custos de dívida, desta forma os acionistas majoritários tendem a optar por benefícios privados decorrentes do controle tendo consequentemente custos de empréstimos mais elevados. Destarte, pode-se inferir que as empresas latinas são um campo fértil de pesquisas.

Para executar a pesquisa a amostra foi composta por 30 empresas de 2010 a 2015 negociadas na bolsa NYSE, perfazendo um painel desbalanceado com 157 observações. Para averiguar a relação foi efetuado uma regressão de efeitos fixos. Os resultados mostram que existe uma relação positiva do custo da dívida nas empresas latino-americanas com a remuneração dos executivos.

A seção 2 traz uma breve revisão da teoria da agência relacionada aos sistemas de incentivos, juntamente com a remuneração e o custo da dívida. A amostra, as variáveis e a equação estrutural do custo da dívida estão descritas na seção 2. Na seção 3 são relatados os resultados da regressão. A seção 4 apresenta algumas considerações finais.

2 Referencial Teórico

2.1 Teoria da agência e sistemas de incentivos

A teoria da agência está presente em todas as relações que contenham dois indivíduos ou mais (Ross, 1973). A teoria da agência foi desenhada por Jensen e Meckling (1976), em que aborda o conflito de interesses entre dois agentes e a delegação da representação de um pelo outro, de forma que por mais que haja proximidade, sempre haverá um custo residual ao qual o representante não atende totalmente os interesses do representado (Jensen & Meckling, 1976). Ou seja, o cerne da teoria são os conflitos de interesses presentes nas relações em que existe mais de um agente e as diferenças no conhecimento desses agentes sobre determinadas informações, caracterizando assim uma assimetria informacional (Lambert, 2006). Portanto, pode-se inferir que esta teoria existe desde os primórdios da humanidade, porém, só foi contextualizada no mundo empresarial em 1976 (Ross, 1973), além de ser um dos paradigmas teóricos mais importantes da contabilidade durante os últimos 25 anos (Lambert, 2006).

Os agentes são segregados inicialmente entre principal e agente. As funções do principal são oferta de capital, o risco amplo e a construção de incentivos, enquanto as funções do agente direcionadas a tomada de decisão em nome do principal (Lambert, 2006). Uma forma



de descrever a teoria seria através conforme Rees (1985) que a relata como um indivíduo que tem a responsabilidade de tomar decisões supostamente no interesse de uma ou mais pessoas, em troca de algum tipo de pagamento. A forma mais disseminada da aplicação da teoria da agência está na relação proprietário e administrador. Assim, sempre haverá uma lacuna nas decisões tomadas pelo administrador ao representar as vontades do proprietário, seja influenciado por fatores ambientais externos, seja por interesses próprios (Rees, 1985).

Essa interação entre principal (proprietário) e agente (gestor) é comumente expandida conforme o ambiente em que a empresa está inserida de forma que exista assimetria informacional com diferentes perspectivas entre gestores não acionistas x acionistas, gestores acionistas e conhecidos x investidores, gestores controladores x demais investidores, tendo resultados diferentes conforme a composição e estrutura da empresa (Ozkan & Ozkan 2004). Além de relações entre o funcionário e empregador, contador e clientes, contador e fisco, dentre outros (Prendergast, 1999).

Com o intuito de aproximar a vontade do proprietário nas tomadas de decisões efetuadas pelo administrador, o proprietário procura meios de estimular e direcionar as escolhas do administrador, para que atue mais fortemente alinhado aos interesses do proprietário e reduzindo os efeitos do risco moral e da seleção adversa presentes na assimetria informacional.

Diante dessa circunstância, para alinhar os interesses da empresa com o desempenho dos colaboradores e mitigar o risco moral e a seleção adversa, a literatura aponta que as empresas optam por implementar sistemas de incentivos. Os sistemas de incentivos atuam como mitigadores dos conflitos objetivando promover uma relação de desempenho otimizada. Desde a década de 80 os pesquisadores denotam interesse em analisar as relações existentes entre desempenho institucional e incentivos a colaboradores, pois estes incentivos são basilares no comportamento organizacional e no desempenho da empresa (Baker, Jensen & Murphy, 1988). Os sistemas de incentivos abarcam uma vasta gama que vão desde incentivos monetários como planos salariais, participação nos lucros, bônus de férias, incentivo com base em ações, dentre outros como Baker, Jensen e Murphy (1988) a não monetários como planos de carreira, satisfação, promoção, conforto e outros (Lambert, 2006).

Estes incentivos tendem a induzir os executivos a manterem os interesses dos proprietários acima dos interesses próprios dos gestores. Todavia, ressalta-se que apesar dos estudos direcionados aos incentivos dos últimos 30 anos, ainda existem dúvidas quando as conclusões sobre a efetividade dos incentivos financeiros nas empresas (Bowman, 2010). Sabe-se que é impossível o gestor satisfazer completamente os interesses dos proprietários (Jensen & Meckling, 1976). Assim sempre haverá divergências entre as decisões tomadas pelo administrador e os interesses do proprietário (Rees, 1985). Cabe-se o questionamento como colocado por (Baker, 1988), pagar é um motivador eficaz? Existem pesquisas que apresentam resultados positivos e negativos. Bouwens e Lent (2006) apresentaram que o bônus em pecúnia aumenta o nível de seleção dos colaboradores, mas não afeta diretamente o esforço promovido por eles e que para um bom desempenho organizacional pode ser necessário mais de um regime de incentivos.

Algumas empresas optam por adotar sistemas de incentivos financeiros diversos conforme a natureza do campo de atuação, outras optam em não usar (Abernethy, Bouwens & Lent, 2013). Backer (1988) enfatiza que em alguns métodos de recompensa como a participação nos lucros é benéfico se houver um sistema de avaliação de desempenho individual.

A assimetria informacional nas empresas latino-americanas tem como premissa a relação entre os pequenos acionistas juntamente com os credores e os acionistas majoritários,

decorrente das altas taxas de concentração de propriedade, divergindo da assimetria comum em economias desenvolvidas (Céspedes et. al., 2010; Chong & Silanes, 2007).

2.2 Remuneração de executivos e custo da dívida

Segundo Murphy (2014), as pesquisas sobre remuneração têm predominância na teoria da agência pois os incentivos monetários são uma das formas de alinhar os interesses dos executivos os dos gestores. A remuneração pode ser composta de diversos meios como dinheiro, ações, opções, pensões e outros benefícios. Nessa perspectiva, Murphy (2014) apresenta uma análise que demonstra a composição da renda dos CEOs com base em informações coletadas da S&P 500 entre o período 2011 e 2012. A figura 1 retrata a composição padrão da remuneração de executivos contendo o percentual da amostra com o salário base, bônus discricionários, incentivos de não participação, opções de ações e ações premiadas e outras remunerações como benefícios de pensões.

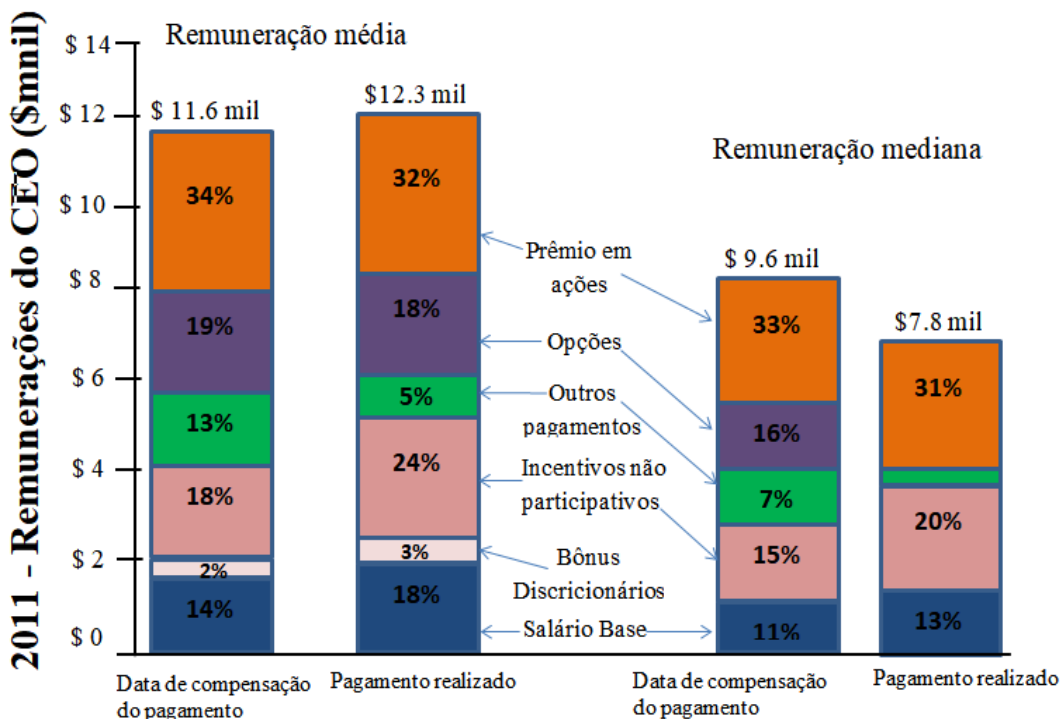


Figura 1 - Composição padrão da remuneração de executivos. Fonte: "Executive compensation: Where we are, and how we got there" de Murphy, K. J. (2014).

Duru, Mansi e Reeb (2005) aborda como os bônus concedidos aos CEO podem servir como meio influenciador do comportamento dos gestores para diminuir o risco por meio de fluxos de caixa estáveis de forma que atinja as metas de ganhos e reduzam o risco de inadimplência. Os resultados apresentaram uma relação negativa com o *spread* de rendimento da obrigação. Kabir et. al. (2013) descobriram que as empresas que recompensam seus CEOs com maiores quantidades de pensões de benefícios obtiveram uma redução significativa no custo da dívida. Os autores relataram que a cada aumento de 1% nas pensões de benefícios para CEO alcançaram uma diminuição de 0,7 a 1,7 pontos base no custo da dívida.

Apesar da diversa gama de pesquisas sobre remuneração de executivos, os resultados ainda são controversos no que tange a estrutura de capital, tendo resultados que afirmam a não existência de associação como colocado por Yermack (1995), alguns com relação negativa



como colocado por Ortiz-Molina (2007) e outros com relação positiva como Coles, Daniel e Naveen (2006) e Tosun (2015).

Kabir et. al., (2013) menciona que o principal foco da literatura em relação a remuneração dos executivos segue o ponto de vista dos acionistas da empresa. Segundo eles, os gestores que são aversos ao risco tendem a optar por investimentos mais seguros, uma vez que primam pela segurança e reputação. Os financiamentos de terceiros são uma fonte basilar para as empresas de capital aberto (Sengupta, 1998). Recentemente diversas pesquisas têm demonstrado novos fatores que influenciam o custo da dívida. Chui et al (2016) apresentaram como o fator cultural de cada país tem impacto nos custos da dívida. Chen, Huang, Lobo e Wang (2016) abordam o quanto a religião influencia o comportamento social de forma que também impacta no custo da dívida. Além de outros elementos que já são mais estudados pela literatura como a Governança corporativa. Houve também estudos relacionando a propriedade familiar fundadora com os custos da agência da dívida em que constataram que as empresas familiares fundadoras possuem estruturas de incentivos que resultam em menos conflitos de agência entre os proprietários e os obrigacionistas (Anderson, Mansi & Reeb, 2003).

No Brasil, as pesquisas mais recentes que abordam a temática do custo de dívida foram relacionados com abertura de capital (Palmieri & Ambrozini, 2009), controle acionário (Konraht, Vicente, & Camargo, 2016) e governança corporativa (Barros, Silva, & Voese, 2015). Outras pesquisas internacionais relacionam a dívida com as melhores classificações de *disclosure* as quais apresentam um menor custo de emissão de dívida reduzindo a percepção de risco de inadimplência dos credores e seguradores para a empresa e consequentemente o custo da dívida. Anderson et al (2004) ao pesquisar uma amostra oriunda da S&P 500 constatou que o custo da dívida é inversamente relacionado com a independência e tamanho do conselho, assim como os comitês de auditoria.

Chui et. al., (2016) ao pesquisar o fator cultural em 33 países averiguou que os países subdesenvolvidos apresentaram um custo de dívida muito superior aos países desenvolvidos tendo o Brasil o maior custo dentre a amostra. Os países latinos apresentaram os seguintes custos: Brasil de 2006 a 2012, 26.61%; Chile de 1998 a 2012, 7.44; México de 1988 a 2012, 11.72% e Peru de 2007 a 2011 com 7,85%. Céspedes et. al. (2010) também constatou elevada concentração de propriedade e controle nas empresas da América Latina e Aslan e Bauer (2012) averiguaram que a concentração de controle majora os custos de agência de dívida, de forma que os acionistas majoritários tendem a optar por benefícios privados de controle em prol de custos de empréstimos mais altos. Os mercados latinos apresentam desenvolvimento financeiro inferior aos países desenvolvidos, assim existe uma maior dificuldade ao acesso de crédito com terceiros (Céspedes et. al., 2010).

O mercado latino apresenta características mais específicas por ser composto de países subdesenvolvidos Céspedes et. al. (2010), enquanto as principais pesquisas sobre remuneração e dívida tiveram como base países desenvolvidos. Chong e López-de-Silanes (2007) elucida que dentre as características mais significativas que o compõe e interferem no endividamento são os sistemas legais com menores proteções e por conseguinte pode haver maior risco de expropriação dos investidores além de maior custo do capital. Céspedes et. al. (2010) também aborda os benefícios fiscais que tendem a serem mais baixos, como no Chile em que o imposto de renda de pessoas coletivas pode ser deduzido dos impostos sobre o rendimento de pessoas individuais.

Céspedes et. al. (2010) também ressalta que os custos de falência podem ser mais elevados na América Latina do que nos Estados Unidos, pois são mais longos e mais dispendiosos (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1997). Apesar dos fatores citados que tenderiam, pela teoria do *tradeoff*, a conduzir as empresas a serem menos



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

alavancadas, porém segundo Céspedes et. al. (2010) as empresas são tão alavancadas quanto as norte americanas e apresentam índices similares a pesquisa de Rajan e Zingales (1995) e Flannery e Rangan (2006). Consequentemente, há um custo de dívida proporcional a alavancagem empresarial. Céspedes et. al. (2010) também ressalta que a dificuldade das empresas latino-americanas no acesso a dívida de longo prazo promove um custo de dívida mais elevado para as empresas de médio porte, as quais tem como opção principal apenas o sistema bancário.

Ortiz-Molina (2007) constatou que a variação na remuneração é negativa em relação a alavancagem com terceiros, mas aumenta em empresas com dívida conversível, também propõe que a dívida pode reduzir os conflitos de agência entre acionistas e gerentes, pois compele aos credores o monitoramento dos gastos, limitando o fluxo de caixa e induzem os gerentes aumentarem os ganhos para evitarem a falência (Tirole, 2012). Já Bebchuk e Spamann (2010) sugerem como opção a associação da remuneração com a dívida. Desta forma, Ortiz-Molina (2007) relaciona a substituição de elevados incentivos por dívidas elevadas, o que corrobora com a pesquisa com Lopes et. al. (2016) ao verificar a remuneração dos executivos de 494 empresas listadas na BM&FBovespa e o endividamento durante 2010 a 2015.

Para Ortiz-Molina (2007), quando existe um alinhamento elevado entre gestor e acionista, eleva-se os conflitos com credores pois os gestores tenderão a tomar decisões que beneficiem os acionistas e assim pode decorrer na criação de custos de agência de financiamento de dívida. Também afirma que são mais elevados os conflitos entre acionistas e credores em empresas mais alavancadas. Céspedes et. al. (2010) e Chong e López de Silanes (2007) ressaltam que as empresas latino-americanas apresentam assimetria informacional predominante entre credores e acionistas, devido às elevadas taxas de concentração de propriedade em que transcorrem em maior alinhamento entre gestor e proprietário.

Kabir et. al. (2013) aborda o conflito acionista-devedor em que os gestores tendem a projetos que são benéficos para os acionistas, mas ruins para os credores. Consequentemente, pode-se inferir que as remunerações nas empresas latino-americanas tendem a ser elevadas pois o gestor principal é também proprietário, e pela teoria da agência almejará ampliar seu benefício próprio. E conforme Ortiz-Molina (2007) essa circunstância acarretará em custos de dívida mais elevados. Portanto, a hipótese da pesquisa é que há uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e os custos de dívida.

Céspedes et. al. (2010) ao estudar as empresas da América latina demonstra que as variáveis tamanho, oportunidades de crescimento, tangibilidade de ativos, rentabilidade e impostos são estatisticamente e economicamente significantes para esclarecer a alavancagem de empresas latino-americanas, além de que empresas de porte maior apresentam maiores oportunidades de crescimento com menos rentabilidade, consequentemente mais dívida, portanto serão variáveis utilizadas nesta pesquisa.

3 Métodos e Técnicas da Pesquisa

Os dados foram coletados da base de dados Bloomberg e os relatórios 20-F no site das empresas e no site da SEC (Securities and Exchange Commission). O corte temporal abrangeu seis anos, de 2010 a 2015. As empresas que compõe a amostra são argentinas, brasileiras, chilenas, colombianas, mexicanas e peruanas de capital aberto que utilizam ADR na Bolsa de NYSE. O ADR é um recibo de depositário sendo comumente uma forma de garantia comercializável que corresponde aos valores mobiliários de uma empresa não norte-americana que comercializa nos mercados financeiros dos Estados Unidos da América.



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

Para a participação na bolsa de NYSE, a SEC exige a prestação contínua de algumas informações. Dentre elas estão as informações referentes a remuneração dos executivos disponibilizadas no Formulário 20-F, item 6. Devido a diversidade de itens que podem compor a remuneração de um executivo, optou-se por considerar a remuneração total descrita no formulário 20-F da SEC para que seja possível estabelecer um comparativo entre as empresas dos diferentes países. Foram excluídas da amostra todas as empresas financeiras de SIC (Classificação Industrial Padrão) 6000 a 6999 por apresentarem peculiares inerentes ao setor financeiro conforme remonta a literatura. O SIC é o meio utilizado nos Estados Unidos da América ao qual as empresas são segregadas por setores.

A amostra inicial foi composta por 97 empresas após a exclusão das empresas do setor financeiro e contendo todas as empresas que já comercializaram na bolsa NYSE. Destas, 53 foram excluídas da amostra por não possuírem informações por ao menos 3 exercícios, não apresentarem o formulário 20-F ou deixaram de operar na bolsa dentro do corte temporal. Também foram excluídas as empresas que apresentaram zero para a variável dependente, para a independente assim como para ativos iguais ou menores que zero obtendo assim uma amostra final de 30 empresas em um painel desbalanceado com 157 observações.

Os softwares utilizados foram o Stata 14.0 e Excel 2010. Todas as variáveis foram convertidas para a moeda dólar conforme o ano, visto que na extração inicial apresentavam os valores conforme a moeda de cada país. Para isso, utilizou-se o site do Banco Central para efetuar a conversão.

A técnica estatística utilizada foi a regressão de dados em painel, pois para Fávero (2016, p. 261), permite ao pesquisador estudar as mudanças em âmbito temporal e individual. A amostra apresentou valores demasiado destoantes entre os países, provavelmente em decorrência da conversão da moeda de cada país para o dólar norte-americano, as quais possuíam correspondências diferentes durante os 6 anos, algumas muito baixas como os pesos chilenos e colombianos. Para padronizar as variáveis, estas foram transformadas em logaritmos. O modelo de regressão utilizado após os testes foi o de efeitos aleatórios que apresentou melhor aderência. Para esta conclusão, foram efetuados os testes de LM de Breusch Pagan, F de Chow e Hausman.

A pesquisa apresenta algumas limitações, dentre elas a não inserção segregada dos componentes da remuneração total como a bonificação em ações, opções e outros, assim como demais benefícios não pecuniários os quais não são discriminados no formulário utilizado. Murphy (2014) aponta que as regras da SEC podem ser desordenadas pois empresas pagam bônus anuais fracionados em dinheiro, ações e opções. Em que a parte paga em dinheiro referente ao um respectivo ano será considerado como renda do referido ano e as ações e opções podem ocorrer de serem consideradas no exercício seguinte, divergindo informações sobre a data da concessão e da remuneração realizada. Outras limitações podem ser citadas como a baixa participação de alguns países como Colômbia e Peru. Outro fator considerável é a não inclusão de variáveis exógenas, comumente utilizada em outras pesquisas que analisam os resultados em âmbito país como Chen et al (2016) e Andy, Chuck e Gaoguang (2016).

$$\text{Custo da dívida} = \alpha + \beta_{1it} \text{ RemuneraçãoTotal} + \beta_{2it} \text{ Tamanho} + \beta_{3it} \text{ Tangibilidade} + \beta_{4it} \text{ Endividamento} + \beta_{5it} \text{ Rentabilidade} + \beta_{6it} \text{ AtivosVendas} + \varepsilon$$

A tabela 1 descreve a composição da amostra especificando a quantidade de empresas por país, sendo possível verificar que um dos países com maior participação empresarial na bolsa de NYSE é o Brasil. A amostra final foi composta por um total de 30 empresas sendo

delas seis argentinas, onze brasileiras, três chilenas, uma colombiana, seis mexicanas e três peruanas.

3.1 Variáveis

A variável dependente é o custo da dívida (Cost_Debt), o qual foi calculado pela razão das despesas de juros com o passivo oneroso de curto e longo prazo ano a ano (Pittman & Fortin, 2004; Bliss & Gul, 2012). Como variável de interesse tem-se a remuneração total. Esta por sua vez foi constituída pelo logaritmo da remuneração total recebida pela diretoria (Costa, Teixeira & Galdi, 2012).

A tabela 1 a seguir apresenta as variáveis de controle utilizadas no modelo com as respectivas siglas e composições, assim como o sinal esperado, autores que utilizaram a referida proxy e a fonte de coleta dos dados.

Tabela 1 Composição das variáveis de controle

Variáveis Independentes	Sigla	Composição	Sinal	Autores	Fonte
Tamanho	LgAtivo	Logaritmo natural do ativo.	-	Chen et al (2016), Costa et al (2013), Merofa (2014)	Bloomberg
Tangibilidade	Tangib	$(\text{imobilizado}_{it}/\text{At}_{it})$	-	Andy, Chuck, Gaoguang (2016)	
Endividamento	Endiv	$(\text{Passivo oneroso}_{it}/\text{At}_{it})$	+	Chen, Huang, Lobo, Wang (2016).	
Rentabilidade	Rentab	$\text{Retorno sobre o ativo} = \frac{\text{Lucro líquido do exercício}}{((\text{ativo total}_{it-1} + \text{AT}_{it})/2)}$	-	Andy, Chuck, Gaoguang (2016)	
Ativos sob Vendas	At_Venda	$\text{AtivoT}_{it}/\text{vendas}$	+	Andy, Chuck, Gaoguang (2016)	

4 Análise dos dados

Na tabela 2 é apresentado os dados referentes a média do custo da dívida e da remuneração dos executivos em cada ano e em cada país. A Argentina apresentou as maiores médias de custo da dívida, com ápice em 2010, provavelmente em decorrência da crise econômica mundial. Tendo ainda a maior proporção com o custo de dívida e com a remuneração dos executivos, seguida pelo Brasil. A média máxima de remuneração ocorreu no Brasil no ano de 2010 com \$ 22,54 milhões.

Tabela 2 Comparativo entre o custo da dívida e remuneração de executivos

Países	Médias	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Argentina	Custo da dívida	1979%	176%	122%	147%	282%	251%
	Remuneração	\$14.47	\$17.98	\$15.77	\$15.71	\$18.56	\$18.04
Brasil	Custo da dívida	117%	49%	34%	34%	34%	25%
	Remuneração	\$22.54	\$20.40	\$18.76	\$15.64	\$14.76	\$11.10

Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

Chile	Custo da dívida	4%	4%	3%	5%	5%	5%
	Remuneração	\$0.01	\$0.02	\$0.40	\$0.53	\$0.02	\$0.02
Colômbia	Custo da dívida	2%	4%	4%	3%	2%	3%
	Remuneração	\$0.00	\$0.01	\$0.01	\$0.01	\$0.00	\$0.01
México	Custo da dívida	6%	5%	5%	7%	9%	9%
	Remuneração	\$9.94	\$13.66	\$19.44	\$20.31	\$26.26	\$17.99
Peru	Custo da dívida	13%	7%	8%	6%	3%	3%
	Remuneração	\$13.35	\$19.55	\$18.97	\$11.47	\$9.66	\$8.94

Nota: A remuneração está milhões de dólares norte-americanos considerando a média geral das empresas de cada país ano a ano. O custo da dívida refere-se à média total das empresas de cada país, ano a ano.

A tabela 3 exibe os dados da amostra. Pode-se observar a remuneração máxima de 68 milhões de dólares e média de 12 milhões de dólares, sendo o custo de dívida máximo de 95,46%. Também pode-se constatar a presença de endividamento elevado. Entretanto, a média geral é de uma alavancagem relativamente baixa para o período analisado correspondendo a 29,4% do ativo que diverge dos resultados encontrados por Céspedes et. al. (2010) em outro corte temporal. Resultado peculiar foi a média do custo da dívida, o qual apresentou um custo elevadíssimo, possivelmente em decorrência das empresas argentinas.

Tabela 3 - Estatística descritiva da amostra

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Custo da Dívida	1.210	7.786	0.00059	95.46
Tangibilidade	0.485	0.425	0.00463	3.224
Endividamento	0.294	0.268	0.00707	1.802
Tamanho	8.927	2.138	4.90800	13.71
Rentabilidade	0.069	0.111	-0.18900	0.623
Remuneração Total	14.36	11.24	0.00373	68.00
Ativo sobre Vendas	1.972	1.106	0.18200	5.442

A tabela 4 apresenta a correlação entre as variáveis por meio do teste de Pearson, no qual é possível verificar que não existe correlação elevada, com exceção da relação do endividamento com o custo da dívida.

Tabela 4 – Correlação entre variáveis

	Custo da dívida	Remuneração Total	Endividamento	Rentabilidade	Tamanho	Tangibilidade	Ativo sobre Vendas
Custo da dívida	1						
Remuneração Total	0.3960	1					
Endividamento	-0.7180	-0.2710	1				
Rentabilidade	0.0565	-0.0611	-0.2980	1			
Tamanho	-0.1110	0.1260	0.0768	-0.3670	1		
Tangibilidade	-0.6900	-0.1840	0.4840	0.1940	0.2070	1	
Ativo sobre Vendas	0.1260	0.1760	-0.0899	-0.4750	0.4250	-0.3210	1

A tabela 5 apresenta os resultados da regressão, a qual apresentou melhor resultado por efeitos fixos com um R^2 ajustado de 81% aderência do modelo. Pode-se verificar a validação da hipótese de existência de uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e os custos de dívida, a qual apresentou significância inferior ao p-valor de $< 0,05$. Portanto, pode-se inferir que a assimetria informacional presente entre credores e gestores é fator basilar para o aumento dos custos, de forma que os gestores almejem maiores benefícios próprios repercutindo em maiores custos de dívida, visto que o credor racional percebe o risco de expropriação e devolve o custo para o acionista (Anderson, Mansi, & Reeb, 2003, 2004; Aslan & Kumar, 2012).

Nesse contexto, o alinhamento de interesses entre acionistas e CEOs promovidos pela majoração as remunerações dos administradores acarreta em um maior custo de dívida (Burkart, 2017; Roberts & Yuan, 2010). Destarte, é possível evidenciar uma correlação positiva entre a remuneração e o custo da dívida, consolidando as características peculiares de economias não desenvolvidas. Características estas, decorrentes da alta concentração de propriedade (Gonzalez, Molina, Pablo, & Rosso, 2017; Konraht et al., 2016) em que os executivos são também proprietários, conduzindo para a majoração dos benefícios próprios e captação de crédito com credores do que emissão de novas ações (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2011) em consonância com a teoria *tradedoff* conforme Céspedes et. al. (2010).

A relação entre o tamanho e custo da dívida foi positiva de forma que quanto maior a empresa, mais custos ela tem, o que pode ser explicado caso ela seja demasiada alavancada, sendo o resultado de encontro com a pesquisa de Céspedes et. al. (2010). Ao analisar a relação do custo da dívida com a tangibilidade constata-se uma relação negativa conforme previsto, em conformidade com Jensen e Meckling (1976), Céspedes et. al. (2010) e Rajan e Zingales (1995) pois quanto mais ativos tangíveis uma empresa possui, mais garantias ela tende a ter e menores serão os custos com crédito.

Tabela 5 Regressão por efeitos aleatórios

R-sq		Within= 0.809 Between = 0.648 Overall = 0.712				
Custo da dívida	Coeficiente	Desvio Padrão	z	P> z	95% Conf.	Intervalo
Remuneração	0.124	0.056	2.21	0.027**	0.014	0.235
Endividamento	-0.957	0.099	-9.67	0.000*	-1.151	-0.763
Rentabilidade	0.044	0.074	0.60	0.550	-0.102	0.191
Tamanho	0.271	0.061	4.40	0.000*	0.150	0.392
Tangibilidade	-0.986	0.112	-8.80	0.000*	-1.205	-0.766
Ativo sobre vendas	-0.615	0.183	-3.36	0.001*	-0.975	-0.256
Constante	-7.329	0.525	-13.96	0.000	-8.358	-6.300

Nota: Níveis de significância * 1%, ** 5% do p-valor.

A relação negativa do endividamento com o custo da dívida confronta (Collin-Dufresn, Goldstein, & Martin, 2001; Krishnan, Ritchken, & Thomson, 2005), o que provavelmente é explicado pela presença de custos de dívida demasiado elevados, ocasionando em menor endividamento pois pode ocasionar incapacidade de cumprimento das obrigações. A rentabilidade não foi significativa, possivelmente em decorrência do tamanho da amostra.

5 Considerações Finais



Esta pesquisa objetivou verificar uma possível relação entre a remuneração de executivos e o custo da dívida nas empresas da América Latina pertencentes aos países: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru, e Venezuela que atuam por meio de ADR na bolsa de NYSE. Para executar a pesquisa a amostra foi composta por 30 empresas de 2010 a 2015, perfazendo um painel desbalanceado com 157 observações. Para averiguar a relação foi efetuado uma regressão de efeitos fixos. Os resultados mostram que existe uma relação positiva do custo da dívida nas empresas latino-americanas com a remuneração dos executivos, assim como o tamanho. A tangibilidade e o ativo sobre vendas apresentaram coeficientes negativos seguindo a literatura.

Ao se analisar a relação positiva da remuneração com o custo da dívida pode-se inferir que o fato decorre de alguns fatores abordados em outras pesquisas como os altos custos de dívida no mercado latino, a presença de assimetria informacional entre credores e gestores em que esta é fator basilar para o aumento dos custos de forma que os gestores almejem maiores benefícios próprios.

A pesquisa apresenta algumas limitações, dentre elas a não inserção segregada dos componentes da remuneração total como a bonificação em ações, opções e outros, assim como demais benefícios não pecuniários os quais não são discriminados no formulário utilizado. Além de limitações referentes a confecção do formulário 20-f como bônus anuais em dinheiro serem pertencentes a determinado exercício e as ações e opções serem consideradas no exercício subsequente. Outras limitações podem ser citadas como a baixa participação de alguns países como Colômbia e Peru, além do tamanho da amostra que é pequeno devido à ausência de informações no referido período pesquisado e a saída de várias empresas da NYSE. Também pode-se citar a não inclusão de variáveis exógenas, comumente utilizada em outras pesquisas que analisaram os resultados em âmbito país.

Sugere-se como pesquisa a inserção das variáveis exógenas, a construção da variável independente sendo a média da remuneração total, além da segregação dos tipos de remuneração em variáveis de interesse distintas como os montantes em ações, opções, bônus. Também sugere-se a captação de uma amostra mais abrangente devido à escassez de pesquisas que envolvam a América Latina.

Referências

- Abernethy, M. A., Bouwens, J., & Lent, L. (2013). The role of performance measures in the intertemporal decisions of business unit managers. *Contemporary Accounting Research*, 30(3), 925-961.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of accounting and economics*, 37(3), 315-342.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial economics*, 68(2), 263-285.
- Anthony, R. N., & Govindarajan, V. (2008). *Sistemas de controle gerencial*. AMGH Editora.
- Aslan, H., & Kumar, P. (2009). Controlling shareholders and the agency cost of debt: Evidence from syndicated loans. In *EFA 2009 Bergen Meeting*.
- Aslan, H., & Kumar, P. (2012). Strategic ownership structure and the cost of debt. *Review of Financial Studies*, 25(7), 2257-2299.
- Bae, K. H., & Goyal, V. K. (2009). Creditor rights, enforcement, and bank loans. *The Journal of Finance*, 64(2), 823-860.



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

- Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: Practice vs. theory. *The Journal of Finance*, 43(3), 593-616.
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Spamann, H. (2010). The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008. *Yale J. on Reg.*, 27, 257.
- Bliss, M. A., & Gul, F. A. (2012). Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1520-1527.
- Bowman, J. S. (2009). The success of failure: the paradox of performance pay. *Review of Public Personnel Administration*.
- Bouwens, J., & Lent, L. V. (2006). Performance measure properties and the effect of incentive contracts. *Journal of Management Accounting Research*, 18(1), 55-75.
- Brockman, P., Martin, X., & Unlu, E. (2010). Executive compensation and the maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, 65(3), 1123-1161.
- Burkart, M. (2017). Risk and Leverage Choices in Owner-Controlled Firms *, 1–33.
- Camargos, M. A., Helal, D. H., & Boas, A. P. (2007). Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. *Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Foz do Iguaçu, PR, Brasil*, 27.
- Céspedes, J., González, M., & Molina, C. A. (2010). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of business research*, 63(3), 248-254.
- Chen, H., Huang, H. H., Lobo, G. J., & Wang, C. (2016). Religiosity and the cost of debt. *Journal of Banking & Finance*, 70, 70-85.
- Chong, A., & López-de-Silanes, F. (2007). Corporate governance in Latin America.
- Chui, A. C., Kwok, C. C., & Zhou, G. S. (2016). National culture and the cost of debt. *Journal of Banking & Finance*, 69, 1-19.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of financial Economics*, 79(2), 431-468.
- Collin-Dufresne, P., Goldstein, R. S., & Martin, J. S. (2001). The Determinants of Credit Spread Changes. *The Journal of Finance*, 56(6), 2177–2207.
- Costa, M., Teixeira, A. J., & Galdi, F. C. (2012). *Associação entre remuneração oferecida aos gestores e o desempenho econômico das empresas da américa latina* (Doctoral dissertation, Dissertação de Mestrado. Mestrado em Ciências Contábeis, FUCEPE).
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial economics*, 8(1), 3-29.
- Duru, A., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2005). Earnings-based bonus plans and the agency costs of debt. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5), 431-447.
- Favero, L., Belfiore, P., SILVA, F., & CHAM, B. (2009). Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão. *São Paulo: Campus*.
- Fávoro, P., & Fávoro, L. P. (2016). *Análise de dados: modelos de regressão com Excel®, Stata® e SPSS®*. (p. 261). Elsevier Brasil.
- Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of financial economics*, 79(3), 469-506.
- García-Meca, E., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2011). Ownership Structure and the Cost of Debt. *European Accounting Review*, 20(2), 389–416.
- Gonzalez, M., Molina, C. A., Pablo, E., & Rosso, J. W. (2017). The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 30, 1–18.
- Indjejikian, R., & Nanda, D. (1999). Dynamic incentives and responsibility accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 27(2), 177-201.



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Kabir, R., Li, H., & Veld-Merkoulova, Y. V. (2013). Executive compensation and the cost of debt. *Journal of banking & finance*, 37(8), 2893-2907.

Krauter, E. (2013). Remuneração de Executivos e Desempenho Financeiro: um Estudo com Empresas Brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 7(3).
Konraht, J., Vicente, E., & Camargo, R. (2016). Excesso de controle acionário: um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 105-121.

Krishnan, C. N. V., Ritchken, P. H., & Thomson, J. B. (2005). Monitoring and Controlling Bank Risk: Does Risky Debt Help? *The Journal of Finance*, 60(1), 343-378.

Laeven, L., & Majnoni, G. (2005). Does judicial efficiency lower the cost of credit?. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1791-1812.

Lambert, R. A. (2006). Agency theory and management accounting. *Handbooks of management accounting research*, 1, 247-268.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of finance*, 1131-1150.

Lopes, I. F., Kaveski, I. D. S., Beuren, I. M., & Theiss, V. (2016). Remuneração dos executivos e sua relação com a estrutura de capital das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa. In *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.

Marler, J. H., & Faugère, C. (2010). Shareholder activism and middle management equity incentives. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 313-328.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.

Merofa, P. D. A. (2014). O endividamento e a remuneração variável dos diretores executivos no Brasil: evidências empíricas. Dissertação.

Murphy, K. J. (2014). Executive compensation: Where we are, and how we got there.

Ortiz-Molina, H. (2007). Executive compensation and capital structure: The effects of convertible debt and straight debt on CEO pay. *Journal of Accounting and Economics*, 43(1), 69-93.

Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134.

Palmieri, A. R. de T. L., & Ambrozini, M. A. (2009). *Contabilidade Vista & Revista*. *Contabilidade Vista & Revista* (Vol. 12). Retrieved from

Pittman, J. A., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of accounting and economics*, 37(1), 113-136.

Prendergast, C. (1999). The provision of incentives in firms. *Journal of economic literature*, 37(1), 7-63.

Qian, J., & Strahan, P. E. (2007). How laws and institutions shape financial contracts: The case of bank loans. *The Journal of Finance*, 62(6), 2803-2834.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

Rees, R. (1985). The theory of principal and agent part i. *Bulletin of economic research*, 37(1), 3-26.
Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.



7º CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS
7º CONGRESSO UFSC DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE
TRANSPARÊNCIA, CORRUPÇÃO E FRAUDES



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

Roberts, G., & Yuan, L. E. (2010). Does institutional ownership affect the cost of bank borrowing? *Journal of Economics and Business*, 62(6), 604–626.

Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.

Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting review*, 459-474.

Terra, P. R. (2007). Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. *Revista de Administração da USP*, 42(2), 192-204.

Tirole, J. (2010). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.

Tosun, O. K. (2015). The effect of CEO option compensation on the capital structure: a natural experiment. *Financial Management*.

Yermack, D. (1995). Do corporations award CEO stock options effectively?. *Journal of financial economics*, 39(2), 237-269.