

O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E A REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DOS EXECUTIVOS DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

MANAGEMENT RESULTS AND VARIABLE REMUNERATION OF EXECUTIVES OF LISTED COMPANIES IN BRAZIL BM & FBOVESPA

¹Jhonatan Hoff
jhonatanhoff@hotmail.com
Universidade Federal de Santa Catarina

Ernesto Fernando Rodrigues Vicente
ernesto.vicente@ufsc.br
Universidade Federal de Santa Catarina

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo investigar a relação existente entre a remuneração variável dos executivos e o gerenciamento de resultados das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Para tanto, analisou-se um total de 96 empresas durante o período compreendido entre os anos de 2012 a 2014. Os resultados das análises permitiram identificar uma relação linear entre as acumulações discricionárias, utilizadas neste trabalho como *proxy* para o gerenciamento de resultados, e a remuneração variável dos executivos. As evidências encontradas demonstram que as acumulações discricionárias possuem poder preditivo para explicar o comportamento da remuneração variável. À medida que os *accruals* aumentam, a remuneração tende a aumentar, ou seja, há uma relação positiva e significativa entre as variáveis estudadas.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados. *Accrual*. Remuneração de Executivos. Sistema de Incentivos.

ABSTRACT

This study aims to investigate the relationship between the variable remuneration of the executive and the results of management of Brazilian companies listed on the BM & FBovespa. Therefore, we analyzed a total of 96 companies during the period between the years 2012 to 2014. The results of the analysis have identified a linear relationship between discretionary accruals, used in this study as a proxy for earnings management, and variable remuneration of executives. The evidence shows that the discretionary accruals have predictive power to explain the behavior of the variable remuneration. As accruals increase, the pay tends to increase, ie there is a positive and significant relationship between variables.

Keywords: *Earnings Management. Accrual. Executive Compensation. Incentive system.*

Artigo recebido em: 03/03/2016; Aceito em: 25/06/2016

¹Jhonatan Hoff
Av. Cesar Seara n. 396, Carvoeira
CEP 88 040-500 – Florianópolis/Santa Catarina/Brasil

1. INTRODUÇÃO

O debate central da Teoria da Agência está voltado aos potenciais conflitos existentes entre o agente e o principal caracterizados pela separação entre o controle e a propriedade da corporação. Nesse ambiente, uma das principais questões reside no alinhamento dos interesses entre as partes envolvidas, no sentido de que os gestores trabalhem buscando o melhor interesse para a entidade e conseqüentemente aos acionistas. Nesse contexto, as organizações cercam-se de mecanismos na tentativa de diminuir os conflitos de agência, onde uma das formas encontradas consiste em estruturar políticas de remuneração aos executivos, geralmente ligadas ao desempenho, buscando dessa forma, a maximização da riqueza dos acionistas e, por conseguinte a diminuição de problemas de agência (BERGSTRESSER E PHILIPPON, 2005; BONNER E SPRINKLE, 2002; GONZAGA, YOSHINAGA E EID JUNIOR; 2014; GAREN, 1994; JENSEN E MURPHY, 1990).

A estratégia de estruturar incentivos financeiros atrelados ao desempenho como forma de alinhar os interesses da gestão com interesses dos acionistas pode acarretar em resultados diversos aos esperados. Desde os trabalhos de Healy (1985) e Watts e Zimmerman (1978) acerca do gerenciamento de resultados, pesquisadores têm se dedicado a estudar a relação desempenhada pelos contratos de remuneração dos executivos na ação discricionária envolvida no processo de divulgação das informações contábeis da entidade. Em particular, sugere-se dentro da literatura que os pacotes de remuneração fornecem incentivos para que os gestores gerenciem os resultados contábeis com a finalidade de aumentar a sua própria compensação financeira, conforme os trabalhos de Balsan (1998); Bergstresser e Philippon (2005); Garen (1994); Gaver, Gaver e Austin (1993); Healy (1985); Holthausen, Larcker e Sloan (1995); Shuto (2007); Vassoler (2010); Watts e Zimmerman (1978).

No que diz respeito ao Brasil, Vassoler (2010) destaca que as pesquisas buscando relacionar a remuneração dos executivos com o gerenciamento de resultados são escassas. Por um lado, os trabalhos voltados a investigar a remuneração dos executivos focam-se em variáveis atreladas ao desempenho (CAMARGOS, HELAL E BOAS, 2007; FUNCHAL E TERRA, 2006; GONZAGA ET AL. 2014; BEUREN, KAVESKI E RIGO, 2014) enquanto estudos sobre o gerenciamento de resultados estão preocupados em investigar a existência da prática, bem como seu comportamento

(BAPTISTA, 2008; GOULART, 2007; MARTINEZ, 2001; MATSUMOTO E PARREIRA, 2007; PAULO, 2007).

Além do trabalho de Martinez (2001) e Paulo (2007) sugerindo a existência de motivações ligadas à remuneração para a prática do gerenciamento de resultados, o único trabalho encontrado que aborda de forma empírica tal problemática no contexto brasileiro foi o trabalho de Vassoler (2010). Portanto, percebe-se a necessidade de aprofundamento na temática a fim de investigar de forma empírica se os incentivos gerenciais possuem uma relação com a ação discricionária dos gestores na divulgação de informações contábeis, no âmbito nacional.

Diante da contextualização apresentada, questiona-se se a remuneração variável dos executivos das empresas brasileiras está relacionada com o gerenciamento de resultados, conforme os achados na literatura internacional? Para responder à pergunta problema levantada, este trabalho propõe-se a identificar se existe uma relação entre a remuneração variável dos executivos e o gerenciamento de resultados das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa.

Este trabalho justifica-se inicialmente pela busca de evidências empíricas no que diz respeito à relação entre a remuneração dos executivos e o gerenciamento de resultados, uma vez que, apesar da literatura internacional abordar amplamente a relação entre as variáveis, tal problemática ainda é pouco explorada no contexto brasileiro. Não obstante, busca-se contribuir para as discussões acerca da Teoria da Agência no que se refere aos incentivos ao gerenciamento de resultados oriundos de práticas de remuneração.

Além desta breve introdução, faz-se a seguir a revisão da literatura onde são discutidos os conceitos fundamentais para o entendimento da pesquisa; são apresentados nas seções seguintes os procedimentos metodológicos e a descrição e análise dos dados; e por fim, as conclusões e recomendações para estudos futuros.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Gerenciamento de Resultados

Em um cenário caracterizado pela separação entre o controle e a propriedade, os potenciais conflitos existentes entre o agente e o principal assumem papel central dentro das discussões acerca da Teoria da Agência. Nesse contexto, os conflitos de interesses são agravados pela assimetria informacional existente entre as partes, uma vez que os

gestores possuem um leque maior de informações do que os acionistas, e não obstante, possuem o poder discricionário para decidir quais informações são mais próprias a serem reportadas com a finalidade de representar a situação econômica da entidade (LOPES E MARTINS, 2005).

Tal poder de escolha é facilitado pelo fato que a divulgação das informações contábeis compreende um processo que envolve, na maioria das vezes, aspectos subjetivos, que estão intrínsecos ao processo decisório, onde as diferentes maneiras na interpretação das normas e princípios contábeis, bem como a subjetividade e arbitrariedade na aplicação dos instrumentos legais, e ainda a existência de diversos critérios de mensuração, abrem espaço para que os gestores retratem as informações da forma que lhes for mais conveniente, criando assim uma prática intencional de distorção de informações contábeis (SILVA ET AL., 2011; GOULART, 2007; PAULO, 2007; SANTOS E GRATERON, 2003).

A prática intencional de distorção de informações contábeis por meio da discricionarieidade na interpretação de normas e princípios contábeis constitui a prática do gerenciamento de resultados, também conhecido amplamente pela literatura internacional como *earnings management*. De acordo como Healy e Wahlen (1999), o gerenciamento de resultados caracteriza-se pela alteração na divulgação das informações financeiras pelos gestores com o intuito de iludir os usuários destas a respeito do real desempenho econômico da empresa.

Por meio do Ofício Circular Nº1 de 2007, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) define o gerenciamento de resultados como o “julgamento arbitrário no processo de reportar as demonstrações financeiras, com o objetivo de influenciar ou manipular os números apresentados, ainda que dentro dos limites prescritos pela legislação contábil e fiscal”.

Bergstresser e Philippon (2005) descrevem que a oportunidade de gerenciar os resultados surge, em parte, pelo fato de que o real valor da empresa não está devidamente refletido nos fluxos de caixa atuais. Por um lado, apesar dos fluxos de caixa serem relativamente fáceis de medir, a sua alteração constitui um processo complicado, o qual envolve principalmente decisões operacionais. Contudo, a real situação econômica da empresa geralmente está refletida nas acumulações discricionárias, componentes do lucro, também conhecidas como *accruals*.

Goulart (2007, p.42) descreve que os *accruals* “referem-se às receitas apuradas e às despesas reconhecidas com base no regime de competência, e não em decorrência do

efetivo recebimento da receita em caixa ou do efetivo pagamento da despesa”. A utilização de acumulações para aumentar ou diminuir o lucro reportado é reconhecida como um mecanismo de gerenciamento de resultados, onde os *accruals* são componentes do lucro que não estão refletidos nos fluxos de caixa atuais e seu reconhecimento envolve certa discricionariedade gerencial (BERGSTRESSER E PHILIPPON, 2005).

Adicionalmente, Paulo (2007) argumenta que os *accruals* podem ser divididos em discricionários (*discretionary accruals*) e não-discricionários (*nondiscretionary accruals*). Nesse sentido, Martinez (2001) explica que os *accruals* discricionários referem-se ao gerenciamento de resultados por meio de decisões contábeis, enquanto os *accruals* não discricionários dizem respeito ao gerenciamento das atividades operacionais.

Considerando tais acumulações como um *proxy* para o gerenciamento de resultados, a literatura baseia-se em modelos econométricos que são capazes de decompor as acumulações em índices, os quais são observados como indícios da prática do gerenciamento de resultados (MARTINEZ, 2001).

2.2 Remuneração e Gerenciamento de Resultados.

Dentro do contexto organizacional muitas vezes os acionistas e os gestores possuem interesses díspares, onde os gestores podem tomar decisões em seu favor pessoal, ao contrário de privilegiar os interesses dos acionistas. Goulart (2007, p.30) expõe que dentro do ambiente empresarial os envolvidos “agem impulsionados por interesses próprios, de modo oportunista, buscando defender seus interesses pessoais”.

Jensen e Murphy (1990) argumentam que o interesse dos acionistas é de que a administração se preocupe em maximizar o valor da empresa proporcionando retornos adequados. Entretanto, a ação dos gestores esbarra, inevitavelmente, nos custos e benefícios que o exercício de determinada decisão poderá acarretar aos benefícios privados dos próprios gestores.

Para Byrd, Parrino e Pritsh (1998) a única maneira para evitar que os gestores tomem decisões em favor de seus próprios interesses é concepção de contratos que sejam capazes de prever particularidades em todas as situações possíveis. Entretanto, dado o ambiente complexo das organizações, tal projeção é simplesmente inviável. Nesse contexto, as organizações cercam-se de mecanismos na tentativa de diminuir os conflitos de agência, onde uma das formas encontradas consiste em estruturar políticas

de remuneração aos executivos, as quais são geralmente ligadas ao desempenho, buscando dessa forma a maximização da riqueza dos acionistas e, por conseguinte a diminuição de problemas de agência (BERGSTRESSER E PHILIPPON, 2005; BONNER E SPRINKL, 2002; GONZAGA ET AL. 2014; GAREN, 1994; JENSEN E MURPHY, 1990).

De forma geral, Jensen e Murphy (1990) descrevem que a hipótese em estruturar políticas de remuneração a fim de alinhar os interesses entre agente-principal é de que os incentivos fornecidos aos gestores os motivará a implementar ações voltadas ao aumento do desempenho da organização e por consequência, no aumento do valor da empresa aos acionistas. Nesse sentido, Balsan (1998) e Bonner e Sprinkl (2002) acrescentam que enquanto os benefícios superarem os custos de determinada decisão, os incentivos vinculados ao desempenho deveriam, teoricamente, conduzir os esforços aos objetivos organizacionais estabelecidos.

Dessa maneira, Jensen e Murphy (1990) explicam que existem diversos mecanismos pelos quais a política de remuneração pode oferecer incentivos a criação de valor para a empresa, como por exemplo, prêmios de desempenho, revisões salariais, opções de ações, e decisões de demissão baseadas no desempenho. Nessa acepção, Holthausen et al. (1995) destacam que a remuneração variável representa um importante componente da compensação financeira do corpo executivo.

Entretanto, Gaver et al. (1993) e Healy (1985) asseveram que em ambientes onde o bem-estar gerencial está vinculado aos resultados, os gestores possuem incentivos econômicos para manipular os lucros, tanto no se refere às decisões contábeis quanto operacionais, com a finalidade de aumentar a sua própria compensação financeira.

As primeiras indicações de que os gestores possuem incentivos para divulgar os resultados contábeis de forma a maximizar o valor de sua remuneração são oferecidas por Watts e Zimmerman (1978). Em suma, os autores demonstram que em empresas onde os gestores possuem a remuneração atrelada a prêmios e bônus, estes tendem a selecionar políticas contábeis que sejam capazes de maximizar os resultados da empresa, e consequentemente, aumentar os próprios ganhos (GAVER ET AL. 1993; HEALY, 1985; HOLTHAUSEN ET AL. 1995).

Mais tarde, Healy (1985) fornece evidências mais precisas da ação discricionária dos gestores com base na política de remuneração. Ao contrario do trabalho de Watts e Zimmerman (1978), Healy (1985) relata que os gestores não possuem unicamente

motivações para aumentar os lucros reportados, as políticas salariais também podem fornecer incentivos para que os gestores atuem nas escolhas contábeis com o objetivo de diminuir os resultados reportados. O autor relata que o nível de provisões contábeis está ligado às metas estabelecidas e ao lucro contábil realizado.

A hipótese de Healy (1985) corrobora a ideia de que quando os resultados estão abaixo do estabelecido e as acumulações discricionárias disponíveis são insuficientes para fazer com que os lucros alcancem o limite inferior estabelecido, há uma tendência para que os gestores pratiquem o *take a bath*, ou seja, gerenciem os resultados com a finalidade de reduzir ainda mais os lucros correntes com o objetivo de melhorar os lucros futuros. Entretanto, Holthausen et al. (1995) argumentam que os resultados apontando que a *take a bath* evidenciada por Healy (1985) é induzida pela metodologia utilizada no trabalho.

Contrário aos achados de Healy (1985), o trabalho de Gaver et al. (1993) fornecem resultados que são mais consistentes com a hipótese do *income smoothing*, onde os gestores utilizam os *accruals* buscando diminuir a variabilidade dos lucros ao longo do tempo. Corroborando tal constatação, Holthausen et al. (1995) encontram evidências de que quando os bônus oferecidos aos gestores atingem o valor máximo, estes procuram gerenciar os resultados contábeis visando à diminuição dos lucros reportados.

Mais recentemente, buscando identificar o efeito das escolhas contábeis sobre a remuneração do CEO's das 800 maiores empresas listadas pela Forbes entre o período 1980 e 1993, Balsan (1998) demonstra que estes são capazes de aumentar a própria compensação utilizando acumulações discricionárias positivas. O autor demonstra que enquanto a prática do *income increasing* se mostrou muito mais significativa em relação ao comportamento da remuneração, o mesmo não ocorre no que diz respeito ao *income decreasing*, o qual apresentou níveis menores de significância. Adicionalmente, o autor argumenta que o efeito das acumulações discricionárias positivas sobre a remuneração total do CEO varia de acordo com determinadas características da empresa (setor, tamanho, etc.). Corroborando a pesquisa de Balsan (1998), Shuto (2007) constata dentro do mercado japonês que as acumulações discricionárias tendem a aumentar a remuneração dos executivos. Os resultados apresentados por Shuto (2007) também demonstram que a prática do *income decreasing* apresenta-se fortemente associada com a ausência de remuneração variável.

No contexto brasileiro, Vassoler (2010) buscou identificar a relação existente entre a remuneração dos executivos e o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) que emitem *American Depositary Receipts* (ADR's). Para tanto a autora estimou os *accruals* discricionários por meio do modelo de Jones Modificado (DECHOW ET AL. 1995) para o período compreendido entre os anos de 2002 a 2008. Os resultados trazidos pelo trabalho apontam indícios de que a remuneração dos executivos esteja atrelada a uma maior prática do gerenciamento de resultados.

Como observado, além do trabalho de Vassoler (2010), não foram encontradas pesquisas no âmbito nacional que busquem avaliar a relação entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados de forma empírica. Apesar de abordar a mesma temática, este se difere do trabalho de Vassoler (2010) no que diz respeito à amostra, abordagem, metodologia e espaço temporal. Portanto, ressalta-se a necessidade de aprofundamento na problemática aqui apresentada, no que concerne o contexto nacional.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para instrumentalização da pesquisa, buscou-se na literatura as variáveis comumente utilizadas para investigar a relação entre a remuneração e o gerenciamento de resultados e que ao mesmo tempo pudessem ser aplicadas no contexto brasileiro. No Quadro 1 são apresentadas as variáveis selecionadas.

Quadro 1—Variáveis Utilizadas

Variáveis	Descrição	Autores
Remuneração Variável VR	Valor total pago no ano a título de bônus, prêmio e demais valores variáveis a remuneração	Jouber e Fakhfakh (2013); Detzen e Zülch (2012); Peng e Röel (2004); Holthausen et al. (1995)
AD	<i>Accruals</i> Discricionários calculados pelo Modelo Jones Modificado	Balsan (1998); Bergstresser e Philippon (2005); Cornett, Marcus e Tehranian (2008); Detzen e Zülch (2012); Gaver et al. (1993); Holthausen <i>et al.</i> (1995); Jouber e Fakhfakh (2013); Peng e Röel (2004); Shuto (2007); Vassoler (2010); Ye (2004);
FCO	Fluxo de Caixa Operacional	Balsan (1998); Shuto (2007)
POSDA	Variável binominal que assume o valor de 1 quando os AD são positivos e zero caso contrário.	Balsan (1998); Shuto (2007)

Variáveis de Controle		
Ativo	Valor total do Ativo	Jouber e Fakhfakh (2013).
ROA	Retorno sobre o Ativo = Lucro Líquido/Ativo total	Camargos; Hetal e Boas (2007); Detzen e Zülch (2012); Hou, Jin e Wang (2014); Vassoler (2010); Ye (2004); Cornett, Marcus e Tehranian (2008)

Fonte: Elaboração Própria

Baseando-se nos trabalhos supracitados, tem-se a seguinte equação, a qual permeia a análise da problemática aqui apresentada:

$$RV_{it} = \beta_0 + \beta_1 AD_{it} + \beta_2 FCO_{it} + \beta_3 POSDA_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 AT_{it} \quad \text{Equação 1}$$

Onde: RV_{it} = Remuneração Variável paga a administração da empresa i no período t em logaritmo; AD_{it} = Acumulações discricionárias calculadas pelo modelo Jones Modificado; FCO_{it} = Fluxo de Caixa gerado pelas atividades operacionais da empresa i no período t em logaritmo; $POSDA$ = Variável binominal que assume o valor de 1 quando os AD são positivos e zero caso contrário; ROA_{it} = Retorno sobre o Ativo da empresa i no período t ; AT_{it} = Ativo total da empresa i no período t em logaritmo.

Este trabalho utiliza as Acumulações Discricionárias (*discretionary accruals*) como *proxy* do gerenciamento de resultados. Para o cálculo dos *accruals* adotou-se o modelo Jones Modificado sugerido por Dechow *et al.* (1995, p.199), onde o cálculo das acumulações totais é dado da seguinte forma:

$$ACT_{it} = \frac{1}{A_{t-1}} (\beta_1 R_{it} - \beta_2 PPE_{it}) \quad \text{Equação 2}$$

Enquanto o cálculo dos *accruals* não-discricionários é dado pela seguinte equação:

$$NDA_{it} = \frac{1}{A_{t-1}} (\beta_1 (R_{it} - CR_{it}) - \beta_2 At.Imob_{it}) \quad \text{Equação 3}$$

Por fim, os *accruals* discricionários são calculados da seguinte forma:

$$AD_{it} = ACT_{it} - NDA_{it} \quad \text{Equação 4}$$

Onde: AD_{it} = *accruals* discricionários da empresa i no período t ; ACT_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ; NDA_{it} = *accruals* não-discricionários da empresa i no

período t ; R_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderada pelos ativos totais no final do período $t-1$; CR_{it} = variação das contas a receber (clientes) da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderada pelos ativos totais no final do período $t-1$; $At.Imob_{it}$ = saldos das contas do Ativo Imobilizado empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do

período $t-1$; A_{it-1} = ativos totais da empresa no final do período $t-1$; $e_2 =$

coeficientes estimados da regressão.

A amostra inicial da pesquisa compreendeu todas as empresas listadas na BM&FBovespa durante o período de 2012 a 2014. Foram excluídas as empresas pertencentes ao setor Financeiro e de Seguros, visto que estas são regidas por legislação específica, o que pode influenciar o comportamento dos *accruals*. Também foram excluídas as empresas que não disponibilizaram as informações necessárias para o cálculo do gerenciamento de resultados através do Modelo Jones Modificado. Foram excluídas ainda as empresas que não divulgaram informações a respeito da remuneração dos executivos. Dessa forma, a amostra final da pesquisa compreendeu o total de 96 empresas, totalizando 288 observações.

Os dados necessários para o cálculo das acumulações discricionárias foram obtidos por meio da base de dados Economatica[®]. No que se refere à remuneração dos executivos, utilizou-se o valor total da remuneração variável paga a administração durante o período t . A remuneração variável dos executivos foi obtida por meio da sessão 13.3 do anexo 24 (Formulário de Referência) disponibilizado *site* da Bovespa (www.bovespa.com.br). Os dados coletados foram organizados em planilhas eletrônicas no *Microsoft Excel* e posteriormente procedeu-se o cálculo das variáveis utilizadas pelo Modelo Jones Modificado.

Para verificar a relação existente entre as variáveis estudadas, realizou-se a regressão linear múltipla pelo Método dos Mínimos Quadrados Múltiplos em painel de dados da Equação 1. Os pressupostos da regressão linear foram analisados conforme exposto por Fávero *et al.* (2009). No que diz respeito à normalidade, procedeu-se o teste *Shapiro Wilk*, o qual rejeitou a hipótese de normalidade. Contudo, para Greene (2003) a regressão linear múltipla fornece resultados confiáveis mesmo quando os dados não obedecem a uma distribuição normal, de modo que o pressuposto da normalidade pode ser relaxado. Utilizou-se o teste de *Durbin-Watson* para verificar a ausência de autocorrelação o qual apresentou resultado aproximado a 2, demonstrando o atendimento ao pressuposto, conforme Fávero *et al.* (2009). A ausência de multicolineariedade foi verificada por meio do teste *Variance Inflation Factor* – VIF (Fator de Inflação da Variância – FIV), o qual apresentou valores inferiores a 5. Quanto à heterocedasticidade, aplicou-se o teste de *Breusch-Pagan* o qual demonstrou que a distribuição dos dados é homocedástica. Os testes foram aplicados utilizando o software estatístico Gretl[®].

3.1 Limitações do Estudo

Inicialmente, deve-se destacar que o modelo utilizado para a estimação dos *accruals*, pode não captar adequadamente todas as acumulações (PAULO, 2007). Ademais, o comportamento das acumulações discricionárias pode ter sua origem em outros fatores internos e externos à organização, que não o gerenciamento de resultados, como por exemplo, o cenário econômico ou até mesmo o setor em que a empresa está inserida. Contudo, tais fatores não foram levados em consideração.

Em relação aos benefícios oferecidos aos gestores, considerou-se apenas os incentivos financeiros, especificamente a remuneração variável. Não se levou em consideração benefícios de ordem não financeira. Deve-se destacar ainda, que não foram consideradas as políticas de remuneração baseada em planos de ação.

Além do mais, Healy e Wahlen (1999) acrescentam que os gestores podem influenciar os resultados da organização por meio de decisões operacionais, com o intuito de distorcer o real desempenho da organização. Entretanto, não cabe ao escopo deste estudo do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais. Este se pauta somente na análise do gerenciamento de resultados por meio da ação discricionária.

Por fim, à medida que o gerenciamento de resultados pode influenciar a remuneração, existe a possibilidade de que tal influência ocorra em sentido contrário, ou seja, a remuneração pode impactar o gerenciamento de resultados. Entretanto, possíveis problemas de endogeneidade entre a remuneração e as acumulações discricionárias não foram levadas em consideração.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com o objetivo de identificar relação existente entre a remuneração variável (VR) dos executivos e o gerenciamento de resultados (AD) das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, a Tabela 1 demonstra a matriz de correlação entre as variáveis utilizadas neste trabalho.

Tabela 1—Correlação entre as variáveis

	VR	AD	FCO	POSDA	ROA	AT
VR	1					
AD	0.1100***	1				
FCO	0.1980**	-0.0240	1			
POSDA	0.0621	0.5271**	-0.0488	1		
ROA	0.1611**	0.0708***	0.6049	0.0803**	1	
AT	0.3035**	0.1103**	0.1273	0.2284**	0.1296	1

Nota: ***, ** Significante a 1% e 5%, respectivamente.

Fonte: Dados da Pesquisa

Como pode ser observado na Tabela 1, a remuneração variável dos executivos, no período analisado, possui uma correlação positiva com as acumulações discricionárias, utilizadas neste trabalho como *proxy* para o gerenciamento de resultados. Tal constatação indica que a remuneração tende a acompanhar o comportamento dos *accruals*. O comportamento semelhante foi encontrado por Shuto (2007), Balsan (1998) e Ye (2014).

Como esperado, a relação entre o fluxo de caixa das atividades operacionais se correlaciona de forma positiva e significativa com a remuneração variável e apresenta um comportamento contrário no que se refere aos *accruals*. Da mesma forma, tais resultados são condizentes com os apresentados por Shuto (2007) e Balsan (1998). Cabe destacar que o comportamento assumido pelos *accruals* se origina a partir dos lançamentos contábeis realizados em observância ao princípio da competência, porém não envolvem as disponibilidades, sendo assim, o Lucro Líquido não será equivalente ao Fluxo de Caixa, salvo em situações extraordinárias (MARTINEZ, 2001). Dessa forma, espera-se que o comportamento dos *accruals* seja inverso ao comportamento do fluxo de caixa operacional.

É possível perceber, ainda conforme apresentado na Tabela 1, uma correlação positiva e significativa entre a remuneração variável e o retorno sobre o ativo (ROA) e o próprio Ativo. A princípio tal correlação indica uma tendência no aumento na remuneração dos executivos quando há o aumento nos Ativos Totais e no retorno sobre o ativo.

Destaca-se que nenhuma das correlações apresentadas na Tabela 1 demonstrou-se significativa o suficiente para apresentar problemas de colinearidade. Desse modo, com vistas a entender melhor a relação exercida entre as variáveis estudadas, procedeu-se a regressão da Equação 1. O resumo do modelo é apresentado na Tabela 2.

Tabela 2: Resultado da regressão

Variáveis	Coefficientes Padronizados	Erro padrão	<i>p-value</i>
<i>AD</i>	11732.9	7037.7	0.097*
<i>FCO</i>	5.197.142	2.629.073	0.049**
<i>POSDA</i>	-.454065	.5455447	0.406
<i>ROA</i>	1.122.629	2.154.427	0.603
<i>AT</i>	1.350.232	.2768148	0.000***
Constante	-4.976.297	1.780.777	0.006
R ²		0,1277	
Observações (n)		288	
Empresas (n)		96	

Nota: *,**,*** Significante a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: Dados da Pesquisa

Como pode ser observado na Tabela 2, o modelo utilizado possui a capacidade de explicar o comportamento da remuneração variável dos executivos no período analisado, uma vez que o R² foi de 0,1277. Dessa forma, as variáveis utilizadas possuem o poder preditivo de explicar aproximadamente 12,77% do comportamento da remuneração variável. Percebe-se que, entre as variáveis utilizadas, três delas possuem valor preditivo significativo para explicar o comportamento da variável dependente.

Denota-se inicialmente que o tamanho da empresa representa um dos fatores mais significantes para a determinação da remuneração, visto que, a variável referente ao ativo demonstrou-se positiva e significativa ao nível de 1% (*p-value* 0,000). De forma semelhante, Funchal e Terra (2006) ao analisar os fatores determinantes da remuneração dos executivos na América Latina e, Conyon (1997) ao estudar tal comportamento dentro do Reino Unido, demonstram que o tamanho da empresa ainda se apresenta como um dos fatores determinantes da remuneração dos executivos.

Os resultados da regressão demonstram que o fluxo de caixa das atividades operacionais demonstra-se positivo e estatisticamente significativo ao nível de 5% (*p-value* 0,049). Além do mais, a variável CFO apresentou um coeficiente maior que as acumulações discricionárias. Tal constatação sugere a possibilidade, conforme Shuto (2007), de que as acumulações não discricionárias sejam mais significativas que as acumulações discricionárias, implicando assim, no entendimento de que os gestores possam estar gerenciando os resultados por meio das atividades operacionais, contudo, o escopo deste trabalho abrange somente questões relativas à ação discricionária dos gestores sobre os resultados, não considerando o gerenciamento através das atividades operacionais.

No que diz respeito aos *accruals*, foi possível estabelecer uma relação linear a um nível de significância de 10% (*p-value* 0,097) entre as acumulações discricionárias e a remuneração variável dos executivos. A variável AD, a qual representa as acumulações discricionárias, *proxy* para o gerenciamento de resultados, apresentou coeficiente significativamente positivo, fornecendo evidências de que os *accruals* tendem a aumentar a remuneração variável dos executivos, ou seja, as acumulações discricionárias possuem poder preditivo para explicar o comportamento da remuneração variável.

Os resultados apresentados são consistentes com os achados na literatura internacional, Balsan (1998); Bergstresser e Philippon (2005); Garen (1994); Gaver, Gaver e Austin (1993); Healy (1985); Holthausen; Larcker; Sloan (1995); Shuto (2007); Watts e Zimmerman, (1978), os quais indicam que as acumulações discricionárias podem ser utilizadas pelos gestores para aumentar a própria remuneração. Entretanto, os achados desta pesquisa não corroboram em parte os resultados apresentados por Vassoler (2010), a qual não encontrou evidências significativas de que a remuneração variável pudesse ter uma relação com o gerenciamento de resultados no contexto brasileiro.

Deve-se destacar ainda, que os achados apresentados não implicam necessariamente na afirmação contundente de que os gestores praticam o gerenciamento de resultados buscando aumentar a própria remuneração. Este se limita a fornecer indícios de que a remuneração variável é influenciada pelas acumulações discricionárias.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Apoiado nos incentivos citados na literatura de que os pacotes de remuneração fornecem incentivos para que os gestores gerenciem os resultados contábeis com a finalidade de aumentar a sua própria compensação financeira, o presente trabalho teve como objetivo investigar a relação existente entre a remuneração variável dos executivos e o gerenciamento de resultados das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Para tanto, analisou-se um total de 96 empresas durante o período compreendido entre os anos de 2012 a 2014. Como *proxy* para o gerenciamento de resultados utilizou-se as acumulações discricionárias provenientes do Modelo Jones Modificado e como remuneração variável tomou-se como base valor total pago no ano a

titulo de bônus, prêmio e demais valores variáveis a remuneração. As variáveis selecionadas foram tratadas por meio da regressão linear em dados em painel.

Os resultados das análises permitiram identificar uma relação linear entre as acumulações discricionárias e a remuneração variável dos executivos. As evidências encontradas demonstram que as acumulações discricionárias possuem poder preditivo para explicar o comportamento da remuneração variável. Os coeficientes trazidos pela regressão apontam que, a medida que as acumulações discricionárias aumentam, a remuneração tende a aumentar, ou seja, há uma relação positiva e significativa entre as variáveis estudadas.

Os resultados aqui apresentados abrem espaço para que trabalhos futuros avaliem com maior profundidade a problemática desenvolvida, no contexto nacional. Especificamente sugere-se que a relação entre o gerenciamento de resultados e a remuneração seja analisada levando em consideração a ação oportunista dos gestores na escolha das acumulações discricionárias. Adicionalmente, sugere-se a investigação da relação entre o gerenciamento de resultados e a remunerações baseadas em planos de ações e ao próprio valor das ações no mercado. Torna-se interessante ainda, a investigação das implicações da não estruturação de políticas de remuneração variável no gerenciamento de resultados. Não obstante, torna-se interessante o aprofundamento da problemática levando em consideração características de governança corporativa e da administração.

REFERÊNCIAS

BALSAM, S. Discretionary Accounting Choices and CEO Compensation. *Contemporary Accounting Research*, v. 15, n. 3, p. 229-252, 1998.

BAPTISTA, E. M. B. **Análise do Perfil das Empresas Brasileiras Segundo o Nível de Gerenciamento de Resultados**. Tese (Doutorado em Administração), UFRGS, Porto Alegre, 2008.

BERGSTRESSER, D.; PHILIPPON, T. CEO incentives and earnings management. *Journal of financial economics*, v. 80, n. 3, p. 511-529, 2006.

BEUREN, I. M.; KAVESKI, I. D. S.; RIGO, V. P. Associação das medidas de desempenho para pagamento de bônus aos executivos com dependência de capital humano. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 11, n. 22, p: 3-24, 2014.

BEUREN, I. M.; SILVA, J. O. Remuneração dos executivos nas maiores empresas brasileiras da Bovespa: análise da evidenciação à luz do modelo de Ferrarini, Moloney e Ungureanu. **Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión**, v.10, n.19, p.1-12, 2012.

BONNER, S. E.; SPRINKLE, G. B. The effects of monetary incentives on effort and task performance: theories, evidence, and a framework for research. **Accounting, Organizations, and Society**. v. 27, p. 303-345, 2002.

BYRD, J.; PARRINO, R.; PRITSH, G. Stockholder-manager conflicts and firm value. **Financial Analysts Journal**, v.54, n.3, p. 14-30, 1998.

CAMARGOS, M. A., HELAL, D. H.; BOAS, A. P. **Análise Empírica da Relação entre a Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro de Empresas Brasileiras**. In: XXVII Encontro Nacional de Engenharia de Produção, A energia que move a produção: um diálogo sobre integração, projeto e sustentabilidade (v. 1, pp. 0108). Foz do Iguaçu: Abepro, 2007.

COLLINS, D.; HRIBAR, P. Earnings-based and accrual-based market anomalies: one effect or two? **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n.1, p. 101–123, 2000.

GAREN, J. E. Executive compensation and principal-agent theory. **Journal of Political Economy**, v. 102, n.6, p. 1175-1199, 1994.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Ofício-circular CVM/SNC/SEP Nº 01/2007**. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, 2007, p.12-13.

CONYON, M. J. Corporate Governance and executive compensation. **International Journal of Industrial Organization**, vol. 15, p. 493-509, 1997.

CORNETT, M. M.; MARCUS, A. J.; TEHRANIAN, H. Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 87, v.2, p.357-373, 2008.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FUNCHAL, J. D. A.; TERRA, P. R. S. **Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas**. In: Encontro Associação Nacional de Pesquisa e Pós-graduação em Administração, 2006.

GAVER, J. J.; GAVER, K. M.; AUSTIN, J. R. Additional evidence on bonus plans and income management. **Journal of accounting and Economics**, v.19, n. 1, p. 3-28, 1995.

GONZAGA, R. P.; YOSHINAGA, C. E.; EID JUNIOR, W. E.. Relação entre os Sistemas de Incentivos Oferecidos aos Gestores e Desempenho das Empresas Brasileiras. **Contabilidade Vista e Revista**, v.24, n. 3, p.103-118, 2014.

GOULART, A. M. C. **Gerenciamento de Resultados Contábeis em Instituições Financeiras no Brasil**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), FEA-USP, São Paulo, 2007.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. 5th ed. New Jersey: Prentice Hall, 2003.

HEALY, P. M; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v.13, n.4, p.365-383, 1999.

HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F.; SLOAN, R. G. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. **Journal of accounting and economics**, v. 19, n. 1, p.29-74, 1995.

HOU, Q.; JIN, Q.; WANG, L. Mandatory IFRS adoption and executive compensation: Evidence from China. **China Journal of Accounting Research**, v. 7, n.1, p. 9-29, 2014.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

JOUBER, H.; FAKHFAKH, H. The association between CEO incentive rewards and earnings management: Do institutional features matter?.**EuroMed Journal of Business**, v. 9, v.1, p. 18-36, 2014.

LINS, J. Remuneração variável, alavanca para o crescimento. **Revista CEO Brasil**, PriceWater House e Coopers, v. 2, n. 8, 2006.

LOPES, A. B. MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade**: Uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis**: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), FEA-USP, São Paulo, 2001.

MATSUMOTO, Alberto Shigueru; PARREIRA, Enéias Medeiros. Uma pesquisa sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis: causas e consequências. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 10, n. 1, p. 141-156, 2007.

PAULO, E. **Manipulação das Informações Contábeis: Uma Análise Teórica e Empírica Sobre os Modelos Operacionais de Detecção de Gerenciamento de Resultados**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), FEA-USP, São Paulo, 2007.

SHUTO, A. Executive compensation and earnings management: Empirical evidence from Japan. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**. v.16, v.1, p. 1-26, 2007.

SILVA, I. M. M.; BARBOSA, J. S.; OLIVEIRA, R. M.; VILELA, M. S. S. **Pronunciamentos Técnicos do CPC: Um Estudo Sobre a Influência da Subjetividade na Informação Contábil**. In: V Congresso ANPCONT, 2011, Vitória/ES, 2011.

SUBRAMANYAM, K. R. The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, v. 22, n.1, p: 249-82, 1996.

VASSOLER, A. P. R. **Relação entre a Remuneração de Executivos e Gerenciamento de Resultados em Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças–FUCAPE, Vitória, 2010.

WATTS, R. L; J. L. ZIMMERMAN. Towards a positive theory of the determination of accounting standards, **The Accounting Review**, v.53, n.1, p. 112 134, 1978.

YE, K. Independent director cash compensation and earnings management. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 33, n. 4, p. 391-400, 2014.