

SISTEMAS DE RECOMPENSAS DE EXECUTIVOS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: UM ESTUDO EM EMPRESAS COM NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

EXECUTIVE REWARDS SYSTEMS AND EARNING MANAGEMENT: A STUDY OF COMPANIES WITH DIFFERENTIATED LEVELS OF CORPORATE GOVERNANCE

Laurindo Panucci Filho
laurindopanucci@hotmail.com
Fundação Universidade Regional de Blumenau

Linda Jessica de Montreuil Carmona
jdemontre@yahoo.com
Fundação Universidade Regional de Blumenau

RESUMO

Este artigo investigou evidências da relação entre os sistemas de recompensas de altos executivos e o gerenciamento de resultados contábeis, mediada por estruturas de governança corporativa, atuantes em uma amostra de 126 empresas de capital aberto, algumas das quais pertencem aos níveis de governança corporativa da BMF & Bovespa. O período investigado foi de 2012 a 2014, com dados coletados na base Economática® e analisados por meio de regressão de dados em painel, considerando as variáveis de recompensas: remuneração da Diretoria, do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal e as variáveis de governança corporativa como tamanho, dualidade e independência do conselho. Foi utilizado o modelo de Jones Modificado (1991) para a estimativa dos *accruals* discricionários. Os resultados confirmaram que o exercício do gerenciamento de resultados se mostrou relacionada às remunerações de executivos nas empresas estudadas e que a prática de governança corporativa explica a relação entre os sistemas de recompensas e o gerenciamento de resultados.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados contábeis. Remuneração de executivos. Governança corporativa.

ABSTRACT

This paper researched evidence on the relationship between senior executives reward systems and earnings management mediated by corporate governance structures, present in a sample of 126 publicly listed companies, some of which belong to the corporate governance levels of BMF & Bovespa. The investigation period was 2012-2014, with data collected from the Economática® data base and analyzed using panel regression, considering as compensation variables: Executive's, Directors' and Fiscal Board's remunerations and corporate governance variables such as size, duality and independence of the board. The modified Jones model (1991) was used, for discretionary *accruals* estimation. Results showed that the practice of earnings management was related to the remuneration of executives in the companies studied. Furthermore, the evidence revealed that corporate governance practice explains the relationship between reward systems and earnings management.

Keywords: Earnings management. Executive compensation. Corporate governance.

Artigo recebido em: 04/10/2016; Aceito em: 08/11/2016.

¹Laurindo Panucci Filho
Rua Antônio da Veiga n. 140, Itoupava Seca
CEP 89 012-900 – Blumenau/Santa Catarina/Brasil

1. INTRODUÇÃO

Os sistemas de recompensas de executivos visam o reforço da motivação, da produtividade e comprometimento destes, considerando o seu foco estratégico e a sua contribuição diferenciada aos objetivos da organização (PEREIRA FILHO; WOOD JR, 1995; NUNES, 2008; ARMSTRONG; BROWN; REILLY, 2011). Este assunto também constitui um tema complexo e controverso, que tem atraído a atenção da academia e da mídia, sobretudo, por estar ligado a falhas de governança corporativa, evidenciadas principalmente a partir dos escândalos envolvendo fraudes corporativas do começo da década de 2000 nos Estados Unidos da América (CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007; SILVA; BEUREN, 2010). A crise financeira do *Subprime*, que afetou o mundo entre os anos 2007 e 2009, acrescentou a preocupação geral com os sistemas de recompensas a executivos, aos quais se encoraja a tomada de riscos excessivos em função da obtenção de compensações atreladas a resultados de curto prazo (BEBCHUK; SPAMANN, 2009).

A explicação para o descompasso existente nos últimos acontecimentos, envolvendo os interesses dos gestores internos, que acabam confrontando os propósitos pelos quais os proprietários e acionistas designaram autonomia para a gerência de seus negócios, surge do que os economistas chamam de custos de agência, que resultam da diferença entre o que poderia ter sido ganho se os principais fossem os administradores e o que foi conseguido sob a atuação de executivos (EISENHARDT, 1988; KIM; MAHONEY, 2005). Para reduzir essa diferença, os proprietários desenvolvem formas de monitorizar e controlar as ações dos agentes, definindo sistemas de recompensas que visam elevar o desempenho do agente e manter um comportamento que minimize o perigo moral e material. Este processo é conhecido como “alinhamento de incentivos” (SCHLEIFER; VISHNY, 1997; KIM; MAHONEY, 2005).

No entanto, essa divergência pode direcionar a problemas de manipulação de dados, por meio da técnica de gerenciamento de resultados contábeis, que acontece quando os executivos e demais gestores, no uso de seu julgamento, se apropriam de um artifício para aplicar práticas espúrias, que podem ocasionar perdas para uma das partes interessadas (HEALY, 1985; JONES, 1991; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

A esse respeito, a literatura enfatiza que essa prática surge de uma intervenção proposital no processo de divulgação dos relatórios contábeis aos interessados externos, com a intenção de obter algum ganho particular, pois o executivo com poder pode praticar qualquer

ação de manipulação com o fim de aumentar, reduzir ou estabilizar a sua renda, baseando-se no impacto dos acréscimos discricionários em seus incentivos (HEALY, 1985; SCHIPPER, 1989; GUIDRY; LEONE; ROCK, 1999). Healy e Wahlen (1999) acrescentam que a prática de gerenciamento de resultados pode ocorrer também com o intuito de estruturar transações que possam enganar alguns *stakeholders* ou influir em resultados contratuais que dependem desses relatórios contábeis.

Em contraposição, as boas práticas de Governança Corporativa alinham interesses de proprietários e executivos, com a finalidade de otimizar o valor da organização, desenvolvendo mecanismos de auditoria, transparência e segurança, mediante a ação dos comitês de supervisão, facilitando o acesso da organização a mercados de capitais em melhores termos, provendo da estrutura mediante a qual a organização monitorará a *performance* planejada, gerando a confiança necessária para um adequado funcionamento da economia de mercado e resultando em menor custo de capital e uso eficiente de recursos (SCHLEIFER; VISHNY, 1997; OECD, 2004; DOIDGE, KAROLYI; STULZ, 2007; IBGC, 2009).

A evolução do conjunto de práticas de governança corporativa, que inclui processos, políticas, leis, regulamentos e instituições, atribui-se historicamente ao dinamismo da economia norte-americana após a Segunda Guerra Mundial e ao desenvolvimento da estrutura de propriedade das empresas no mercado de capitais. No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), criado em 1995, lançou seu primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa em 1999 (IBGC, 2009).

Neste sentido, a BMF&Bovespa criou os níveis diferenciados de Governança Corporativa: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, com regras de governança corporativa rígidas e diferenciadas de acordo com cada nível. Cabe ressaltar que este tipo de classificação não é exclusivo do mercado de capitais brasileiro, pois regras de governança e níveis de classificação de empresas foram implementados pela Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) em 2003, na era pós SOX (CLARK, 2005).

Os níveis de governança corporativa diferenciados da BMF&Bovespa vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.), que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem. Ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da companhia e participantes do mercado, a percepção do risco é reduzido (SCHLEIFER; VISHNY, 1997; IBGC, 2015; BM&FBOVESPA, 2015).

Com base nestes argumentos, a questão que norteia esta pesquisa é a seguinte: **qual a relação entre os sistemas de recompensas de executivos, o gerenciamento de resultados contábeis e as estruturas de governança corporativa?** Dessa forma, o objetivo geral deste trabalho foi verificar a relação existente entre os sistemas de recompensas de executivos e o gerenciamento de resultados das organizações de capital aberto, mediada por estruturas de governança atuantes nas organizações analisadas.

A pesquisa delineou-se no estudo da governança corporativa, gerenciamento de resultados e sistemas de recompensas e se justifica na medida em que apresenta, para o mercado, investidores e para a academia, o cenário das práticas de remunerações e governança corporativa, adotadas pelas organizações e a qualidade das informações divulgadas pelos conselhos dessas empresas, contribuindo para o conhecimento das práticas contábeis (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro (IBGC, 2009).

Ao tratar a governança corporativa como mediadora da relação entre sistemas de recompensas e gerenciamento de resultados, este estudo contribui para expor a efetividade de tais listagens (nos níveis de governança da BM&FBovespa) como mecanismo de alinhamento entre os objetivos dos agentes e dos principais. Dessa forma, os resultados deste estudo podem contribuir com órgãos reguladores, como a CVM, além da própria BM&FBovespa, para avaliar, ampliar e até mesmo melhorar os mecanismos de governança existentes.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Sistemas de Recompensas e Gerenciamento de Resultados

Os sistemas de recompensas de executivos constituem um conjunto de instrumentos coerentes estrategicamente alinhados, na composição de contrapartidas materiais e imateriais que os executivos recebem, dependendo da qualidade do desempenho profissional e da contribuição prestada para o desenvolvimento da organização, ao longo do tempo. O objetivo principal de um sistema de recompensas é o reforço da motivação, comprometimento, satisfação, produtividade e retenção de talentos na organização (PEREIRA FILHO; WOOD JR, 1995; THOMPSON, 2002; CÂMARA; GUERRA; ARMSTRONG, 2010; RODRIGUES 2010; ARMSTRONG, 2010).

No Brasil, a remuneração de executivos de empresas de capital aberto é regulamentada pela Instrução CVM nº 480/2009 - Comissão de Valores Mobiliários, de 7 de dezembro de 2009, item 13, em que são descritas as remunerações dos administradores:

- a. remuneração fixa anual, segregada em: salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês, outros;
- b. remuneração variável, segregada em: bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões, outros;
- c. benefícios pós-emprego;
- d. benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo;
- e. remuneração baseada em ações.

Para Steinberg (2003), a remuneração fixa, a variável e a posse de ações são mecanismos internos que contribuem para minimizar o problema de agência, mas salienta que é recomendável que os executivos não formulem a sua própria remuneração. Esse autor enfatiza que nos Estados Unidos, os salários estão aumentando consideravelmente, mesmo daqueles executivos que não apresentaram bom desempenho ou que estavam em final de carreira, o que pode representar um sinal de alerta para as estruturas de governança corporativa, para evitar práticas de gerenciamento de resultados.

Healy e Wahlen (1999) referem que no exercício de julgamento e para influenciar os demonstrativos financeiros com propósitos de emascarar a real situação econômica da firma, os gestores podem gerenciar resultados, processo que poderia estar ligado a calcular e orientar compensações e recompensas de executivos. O gerenciamento de resultados representa uma técnica que permite determinados ajustes contábeis de natureza discricionária, sem nenhuma correlação com a realidade do negócio, tendo como base exclusivas manipulações de procedimentos, decorrentes da exposição em que se encontram os executivos, resultantes de pressões ou oportunidades, no sentido de ajustar os resultados contábeis na direção que desejam (MARTINEZ, 2008).

Cada gerente com poder de manipulação observa sua renda antes dos acréscimos discricionários e pratica qualquer ação para que sua renda seja aumentada ou diminuída com base nos acréscimos discricionários que impactam em seus incentivos, tendo como objetivo manter uma remuneração constante, ou a seu desejo (GUIDRY; LEONE; ROCK, 1999; HEALY, 1985).

Dentre algumas motivações para a prática de gerenciamento de resultados Healy e Wahlen (1999) manifestam que os incentivos que motivam os executivos e gestores aderirem

ao “gerenciamento” de resultados contábeis, podem ser classificadas em três categorias: a primeira, motivações vinculadas ao mercado de capitais; a segunda, motivações contratuais e a terceira, motivações regulamentares e custos políticos. No entanto, a categoria que melhor atende ao foco deste trabalho são as motivações contratuais.

No contexto interno, da manipulação dos reportes contábeis, Martinez (2001, p. 39) aponta que uma “boa razão para os gerentes praticarem o ‘gerenciamento’ de resultados pode ser encontrada no seu pacote de remunerações”. Logo, o atrativo para o aspecto do gerenciamento de resultados para os executivos é a elevação dos seus ganhos, a obtenção de uma vantagem remuneratória artificial em um determinado espaço de tempo. Pois, os eventos “gerenciáveis” possuem um efeito limitado no tempo, em termos de resultados que seja de natureza intencional, aplicando-se neste caso o que Martinez (2001, p. 43) observa: “por mais que se possa ‘manejar’ num sentido desejado sempre se encontrará uma restrição nas próprias contas contábeis”.

Ou seja, a manipulação de uma conta contábil por meio de uma oportunidade gerenciável nunca poderá ser superior ao seu valor contábil e também nunca será possível livrar-se do efeito contábil dessa conta no resultado contábil, em um determinado período - efeito conhecido como “alisamento contábil” (GUIDRY, LEONE, ROCK, 1999). A literatura apresenta diversos modelos na tentativa de monitorar o comportamento espúrio e oportunista dos executivos, que se reflete em *accruals* discricionários.

Entre os mais citados, segundo Martinez (2001) estão: (1) Healy (1985), que examina se os gestores manipulam os lucros de modo a aumentar sua remuneração na forma de bônus. Dito estudo relatou a existência de uma associação entre o valor dos *accruals* e os incentivos dos gestores; (2) McNichols e Wilson (1988), que examinam se os gerentes manipulam os lucros através do uso de provisões para devedores duvidosos, constatando que as empresas gerenciam resultados ao aumentar a provisão para devedores duvidosos quando o lucro projetado é elevado; (3) Jones (1991), que examinou se as empresas com benefícios alfandegários adotaram práticas de gerenciamento e (4) Burgstahler e Dichev (1997), proporciona evidências de que as firmas “gerenciam” seus resultados para evitar perdas e para sustentar resultados obtidos.

Porém, no modelo de Jones (1991) se incorporou à abordagem de regressões para controlar as acumulações não discricionárias (NASD) na estimação indireta do valor das acumulações discricionárias (AD), criando uma ferramenta robusta para identificar o valor dos *accruals* (MARTINEZ, 2001).

Outros estudos, como o de Bartov e Mohanram (2004), investigaram práticas de gerenciamento de resultados para incremento de remunerações e incentivos variáveis (planos de opções de compra de ações ou ‘*stock options*’) em uma amostra de altos executivos atuantes em 1.200 corporações de capital aberto norte-americanas, durante o período de 1992-2001. O estudo evidenciou o ocultamento de informações privilegiadas por parte dos gestores responsáveis, com o fim de inflar os resultados para obter os benefícios, seguido de resultados decepcionantes no seguinte exercício.

2.2 Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados

O meio acadêmico tem dedicado considerável atenção ao impacto das estruturas de governança nos sistemas de compensação e no comportamento de executivos. Alguns temas têm sido bastante abordados, principalmente quanto ao impacto das estruturas de governança corporativa e dos sistemas de recompensas no comportamento organizacional (CORNETT; MARCUS; TEHRANIAN, 2008; ECKLES et al. 2011), a proteção dos acionistas e investidores (GOMPERS; ISHII; METRICK. 2003), a relação entre gerenciamento de resultados e os limites impostos por estruturas de governança corporativa bem desenhadas (DECHOW, SLOAN, SWEENEY, 1995).

Alguns autores têm investigado o conflito de interesses, em que o conselho de administração, como órgão estratégico das organizações, desempenha um papel principal no sistema de governança, resguardando a segurança e o crescimento do patrimônio da empresa (IBGC 2009; NASCIMENTO et al., 2013); a relação entre fraude qualificada e características do conselho de administração também tem sido estudada, no entanto, esses estudos não focaram práticas nem políticas contábeis (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados tem sido pesquisada, mas com resultados dispersos. Algumas variáveis de governança têm mostrado afetar o desempenho da organização e seu comportamento. Tais variáveis incluem estrutura da propriedade institucional, remuneração variável do CEO e características do conselho de administração (BRICKLEY; COLES; JARRELL, 1997; XIE, DAVIDSON; DADALT, 2001; HARTZELL; STARKS, 2003; CORNETT; MARCUS; TEHRANIAN, 2008).

Em relação à estrutura de propriedade Hartzell e Starks (2003) encontraram evidência que um monitoramento dos investidores institucionais pode afetar o comportamento dos gestores, podendo vigilar, influenciar e disciplinar os gestores, dificultando a manipulação oportunista dos *accruals* discricionários, como também, de forma oposta, podem se sentir

pressionados a chegar a metas mais altas definidas por estes investidores e se engajar em uma maior manipulação de resultados.

Uma maior propriedade de ações e opções de compra de ações por parte de executivos pode direcionar a um comportamento de gerenciamento de resultados para distorcer o desempenho real nos períodos próximos à venda de ações, incrementando o patrimônio pessoal dos gestores (CORNETT; MARCUS; TEHRANIAN, 2008).

Liu e Lu (2007) examinaram a relação entre gerenciamento de resultados e as estruturas de governança corporativa em empresas chinesas listadas, durante o período de 1999 a 2006, evidenciando empiricamente que empresas com maiores níveis de governança corporativa têm menores níveis de gerenciamento de resultados. Os autores investigaram empresas chinesas com metas específicas de ROE, situação peculiar desse mercado, nas que foram encontradas evidências de gerenciamento de resultados para encobrir o efeito túnel (*tunneling*), que é o desvio de recursos das firmas em benefício dos acionistas majoritários. A pesquisa também identificou problemas de agência entre os acionistas controladores e os investidores minoritários.

Xie, Davidson e DaDalt (2001) examinaram a estrutura e o papel dos conselhos de administração, de auditoria e o comitê executivo na prevenção do gerenciamento de resultados, coincidindo com a *Securities and Exchange Commission* (SEC), de que os membros dos conselhos precisariam de uma maior sofisticação financeira, que permita uma melhor vigilância e detecção de manipulação de dados. Esses autores salientam que os membros do conselho de auditoria com experiência corporativa ou financeira são associados a firmas que têm *accruals* discricionários correntes inferiores. O mesmo acontece com a frequência das reuniões dos conselhos, que resultam em inibidoras da tendência dos gestores a se comprometer em gerenciamento de resultados contábeis.

Bedard, Chtourou e Courteau (2004) acrescentam que além da *expertise* e atividades do conselho de auditoria, a independência do conselho tem um efeito sobre a qualidade da informação financeira publicada. Os autores examinaram as características do comitê de auditoria, encontrando uma associação negativa significativa entre as práticas de governança corporativa e o gerenciamento de resultados agressivo, com indicadores de que a presença de um mandato claro, com responsabilidades definidas é crucial para o controle dos gestores.

O tamanho do conselho de administração pode também influir nas políticas de controle e governança corporativas. Jensen (1993) aponta que conselhos de poucos membros são mais efetivos em monitorar as ações do CEO, enquanto conselhos de muitos membros, pelo foco

mais formal e ‘politicamente correto’ podem ser alvos mais fáceis para serem enganados pelos executivos no topo hierárquico.

Brickley Coles e Jarrell (1997) enfatizam que a dualidade do CEO/presidente do conselho de administração, concentra um poder excessivo na posição do executivo, permitindo um ambiente propício para um gerenciamento de resultados oportunista. A estrutura dual também permite que o diretor controle informação disponível de outros membros do conselho o que pode obstaculizar o controle efetivo (JENSEN, 1993).

A composição do conselho, ou quantidade de diretores internos versus externos também pode influenciar a tendência a gerenciamento de resultados. Conselhos dominados por membros externos podem ter uma melhor posição para controlar os gestores, pois os membros externos são mais independentes dos gestores (BRICKLEY; COLES; JARRELL, 1997).

2.3 Desenvolvimento das Hipóteses

Os mecanismos de Governança Corporativa buscam limitar ou restringir as ações potencialmente nocivas dos agentes, por meio de um processo sistemático de controles e acompanhamentos (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995; HARTZELL; STARKS, 2003; CORNETT; MARCUS; TEHRANIAN, 2008; ECKLES et al. 2011).

Tais conflitos e mecanismos de governança são bases para a busca de uma explicação a respeito do gerenciamento de resultados, que representa uma forma que o administrador ou executivo têm de manipular formas de sua remuneração (JONES, 1991; HEALY; WAHLEN, 1999; GUIDRY, LEONE, ROCK, 1999; MARTINEZ, 2008), manobrando os sistemas de recompensas ao qual está submetido (THOMPSON, 2002; MANAS; GRAHAM, 2003; ARMSTRONG, 2010).

Algumas variáveis de governança corporativa podem influir nas políticas de controle de executivos (JENSEN, 1993; BRICKLEY; COLES; JARRELL, 1997), limitando um gerenciamento de resultados oportunista. Sendo assim, supõe-se que os administradores possam manejar conscientemente sua própria remuneração por meio de gerenciamento de resultados contábeis e/ou elevação dos preços das ações, quando for o caso, influenciando assim, a base de sua remuneração. Para atingir níveis em que se julga satisfatório, os executivos podem utilizar-se da manipulação das *accruals* para simular os números contábeis.

Com isso, podem-se levantar as seguintes hipóteses da pesquisa:

H₁: executivos gerenciam resultados por meio de accruals em favor de suas recompensas (HEALY; WAHLEN, 1999; MARTINEZ, 2001; BARTOV; MOHANRAN, 2004).

H₂: a governança corporativa explica a relação entre os sistemas de recompensas e as práticas de gerenciamento de resultados (DECHOW, SLOAN, SWEENEY, 1995; BRICKLEY; COLES; JARRELL, 1997; XIE, DAVIDSON; DADALT, 2001; LIU; LU, 2007; CORNETT; MARCUS; TEHRANIAN, 2008).

3. METODOLOGIA

3.1 População e Amostra

A presente pesquisa, de natureza descritiva, teve como objetivo principal analisar a relação entre as variáveis de gerenciamento de resultados e os sistemas de recompensas, permeada pelas variáveis de governança corporativa em empresas de capital aberto com níveis de governança corporativa da BMF & Bovespa.

A população compreendeu as companhias de capital aberto, listadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa nos anos de 2012, 2013 e 2014, e com informações disponíveis na base de dados Economática®. A amostra totalizou 126 empresas distribuídas em 19 setores, conforme a Tabela 1, das quais se puderam obter dados completos, perfazendo um total de 378 observações. Dessas, 96 foram classificadas nos níveis de governança definidos pela BMF&Bovespa.

Tabela 1 – Composição da amostra por setor

| Setor | Classificadas | Não Classificadas | Total Geral |
|----------------------|----------------------|--------------------------|--------------------|
| Agro e Pesca | 1 | 0 | 1 |
| Alimentos e Bebidas | 5 | 2 | 7 |
| Comércio | 8 | 3 | 11 |
| Construção | 10 | 2 | 12 |
| Eletroeletrônicos | 2 | 1 | 3 |
| Energia Elétrica | 14 | 3 | 17 |
| Máquinas Industriais | 2 | 0 | 2 |
| Mineração | 2 | 0 | 2 |
| Minerais não Metais | 1 | 0 | 1 |
| Outros | 19 | 3 | 22 |
| Papel e Celulose | 2 | 1 | 3 |
| Petróleo e Gás | 0 | 1 | 1 |

| | | | |
|-------------------------|-----------|-----------|------------|
| Química | 4 | 2 | 6 |
| Siderurgia & Metalurgia | 5 | 5 | 10 |
| Software e Dados | 1 | 0 | 1 |
| Telecomunicações | 1 | 1 | 2 |
| Têxtil | 5 | 4 | 9 |
| Transporte Serviços | 7 | 1 | 8 |
| Veículos e peças | 7 | 1 | 8 |
| Total Geral | 96 | 30 | 126 |

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

Foram excluídas as demais companhias devido a não disponibilidade de informações, bem como as classificadas no setor econômico “Financeiro e Outros”, devido às características singulares destas atividades. Cabe ressaltar que os três principais setores, totalizando 39% da amostra selecionada, foram energia elétrica, construção e “outros”, sendo que esta última categoria, engloba um grupo heterogêneo de setores.

3.2 Coleta de Dados

Para a coleta das variáveis independentes de remunerações e as variáveis de governança corporativa foram utilizados os formulários de referência (item 12./12.6.8) de todas as companhias pertencentes à amostra.

A variável dependente de gerenciamento de resultados foi obtida pelo Modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995). Este possui dois estágios de estimação, sendo que o primeiro consiste em estimar os *accruals* não discricionários e discricionários (Equação 1 e 2), e o segundo consiste em determinar as variáveis que representam os fatores relevantes que afetam o comportamento dos *accruals* totais da empresa no período t (Hipótese 1 e 2). Com intuito de compatibilizar resultados e comparações com outros estudos anteriores, foram utilizadas para análise deste artigo as seguintes fórmulas:

Equação 1 - Modelo de Jones Modificado (1995)

$$NAD_{it} = \alpha(1/A_{it-1}) + \beta_1(\Delta R_{it} - \Delta C.R_{it}) + \beta_2(PPE_{it-1}) + \varepsilon_t$$

Onde:

NAD_{it} = *accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*;

A_{it-1} : Ativos totais da empresa *i* no final do período t-1;

ΔR_{it} = variação das Receitas Operacionais Líquidas da empresa *i* do período t-1 para o período t, escalado pelos Ativos Totais de t-1;

$\Delta C.R_{it}$ = variação das contas a receber líquidas da empresa *i* do período t-1 para o período t, escaladas pelos Ativos Totais em t-1

PPE_{it-1} : Ativo Imobilizado da empresa i no final do período t , ponderado pelos Ativos Totais no final do período $t-1$;

α , β_1 , β_2 = coeficientes estimados por regressão.

ϵ_t = Resíduos da regressão, acumulação discricionária.

Os *accruals* totais são calculados mediante a seguinte equação:

Equação 2 - Modelo de Jones Modificado (1995)

$$TA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta Cash_{it} + \Delta STD_{it} - DEP_{it}) / (AT_{t-1})$$

Onde:

TA_{it} = Accruals Totais (Total Accruals) da empresa i no período t ;

ΔCA_{it} = Variação no Ativo Circulante da empresa i no período t ;

ΔCL_{it} = Variação no Passivo Circulante da empresa i no período t ;

$\Delta Cash_{it}$ = Variação em Caixa e equivalentes da empresa i no período t ;

ΔSTD_{it} = Variação em Financiamentos de Curto Prazo no Passivo Circulante da empresa i no período t ;

DEP_{it} = Depreciação e Amortização no período da empresa i no período t ;

AT_{t-1} = Ativo Total da empresa i no período $t-1$.

As variáveis do modelo estão descritas no Quadro 1 a seguir, originaram as definições das hipóteses 1 e 2 da seguinte maneira:

$$(H_1) \quad H_1 = \beta_{ncrf}_t + \beta_{rf}_t + \beta_{rv}_t + \epsilon_t$$

$$(H_2) \quad H_2 = \beta_{gov_corp}_t + \beta_{ncrf}_t + \beta_{rf}_t + \beta_{rv}_t + \beta_{totalmembros}_t + \beta_{predircons}_t + \beta_{membrosinternos}_t + \beta_{rfmed}_t + \beta_{rvmed}_t + \epsilon_t$$

3.3 Constructo da Pesquisa

Delineou-se as seguintes métricas de mensuração para as variáveis dependentes e independentes desta pesquisa:

Quadro 1 - Constructo da pesquisa.

| Dimensões | Variável | Mensuração | Descrição | Fonte |
|------------------------|----------|--|--|--|
| Recompensas | (ncrf) | Valores primários | Número de Conselheiros | Formulário de referência / item 12.6/8 |
| | (rf) | | Média da Remuneração fixa (valor absoluto) | |
| | (rv) | | Média da Remuneração Variável (valor absoluto) | |
| Governança Corporativa | gov_corp | Variável binária, 1 se está aderida ao nível de GC da BMF&Bovespa, 0 se não. | Governança Corporativa | BMF&Bovespa |

| | | | | |
|----------------------|--------------------|---|---|--|
| | (total membros) | Número total de membros do conselho de administração | Total de Membros no Conselho de Administração | Formulário de referência / item 12.6/8 |
| | (predircons) | Os CEOs que também se desempenham como presidentes do conselho de administração | Dualidade no Conselho de Administração | |
| | (membros internos) | Número de membros internos | Presença de Membros Internos no Conselho de Administração | |
| Variáveis mediadoras | (rfmed) | $gov_corp * ncrf * rf$ | Variável mediadora da remuneração fixa, obtida pela soma total. | --- |
| | (rvmed) | $gov_corp * ncrf * rv$ | Variável mediadora da remuneração variável, obtida pela soma total. | |

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

De acordo com Marôco (2011, p. 761), a presença de uma variável mediadora implica: (i) uma relação significativa desta com a variável independente; (ii) um efeito significativo desta sobre a variável dependente ou (iii) a adição desta reduz a importância da variável independente no modelo. Nesta pesquisa, a mediação foi verificada por meio da relação estatística entre as variáveis de governança corporativa e a de remuneração fixa total (rfmed) e a de remuneração variável total (rvmed), de acordo ao descrito no quadro 1.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A tabela 2 evidencia a descrição das variáveis quantitativas do modelo. Todos os valores apresentados são média simples.

4.1 Estatísticas Descritivas

Observa-se que a média dos valores de remuneração da Tabela 2 apresenta variação crescente nos três períodos analisados. Os demais indicadores de governança não apresentaram modificações significativas, podendo-se considerar estável, em termos de mudanças de políticas internas.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas das empresas

| Variáveis | 2.012 | 2.013 | 2.014 | Média Geral | Mín. | Máx. | Desvio Padrão |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|--------------|---------------|
| Número de Conselheiros (ncrf) | 15,79 | 15,90 | 15,56 | 15,75 | 3 | 39,92 | 6,1414 |
| Remuneração fixa (rf) | 1.162.113,37 | 1.342.540,84 | 1.424.526,28 | 1.309.726,83 | 26.910,40 | 8.432.488,60 | 816.960,69 |
| Remuneração Variável (rv) | 629.426,85 | 746.549,85 | 865.523,52 | 747.166,74 | 236,49 | 6.787.008,93 | 967.520,85 |
| Total de Membros no Conselho de Administração (totalmembros) | 7,50 | 7,47 | 8,15 | 7,71 | 3 | 22 | 3,682 |

Legenda: Valores médios no período de 2012-2014

Fonte: Dados da Pesquisa (2016)

Quanto às variáveis de remunerações, no número total de conselheiros (ncrf), o valor mínimo de três membros pertence ao setor construção, enquanto o máximo de 40 membros ao de energia elétrica. A diferença desse valor máximo com o desvio padrão da variável (6,14) sinaliza que algumas empresas possuem mais membros nos conselhos do que a média das empresas listadas, no caso, por tratar-se do setor energia, estima-se que isto pode decorrer do fato das empresas de energia elétrica estarem altamente burocratizadas, em razão do Estado ter assumido um papel essencial nos rumos do setor energético (TOLMASQUIN et al., 2007).

A remuneração fixa (rf) mais baixa correspondeu a uma empresa de setor outros (bens de consumo), enquanto a máxima pertence a uma empresa do setor comércio (varejo/supermercados). Quanto à remuneração variável (rv) mínima próxima de zero, estima-se que obedece a políticas de não pagamento de remunerações variáveis, e a máxima de R\$6,87Mi correspondeu à equipe de uma empresa de mineração do ramo de metálicos.

4.2 Análise do Teste de Hipóteses

A análise de regressão para o teste de hipóteses foi conduzida para determinar se (H₁) *executivos gerenciam resultados por meio de accruals em favor de suas recompensas*, e (H₂) *se a governança corporativa explica a relação entre os sistemas de recompensas e as*

práticas de gerenciamento de resultados. Em um primeiro momento, utilizou-se o modelo de análise de dados de regressão de efeitos fixos (*Fixed-effects*) e o modelo de efeitos aleatórios (*Random-effects*), para verificar qual o modelo mais adequado ao estudo, pois Fávero et al. (2009) destacam que há três abordagens na análise de dados em painel: efeitos fixos, efeitos aleatórios e *pooled independent cross-sections* ou (*POLS – pooled ordinary least squares*).

Fávero et al. (2009) apontam para a necessidade de testes que determinam qual desses é o modelo adequado ao estudo. O teste de LM de Breusch-Pagan foi utilizado para testar ambas as hipóteses, mas o resultado foi maior que 5% (Sig, $\chi^2=1.000$), rejeitando-se a adequação do modelo de efeitos aleatórios ao estudo. Por meio do teste de Chow (1960) se obtém o teste F, o qual determina se os parâmetros de duas funções de regressão múltipla diferem entre si, mostrando-se inferior a 5% para o modelo (Sig, F = 0.22), fazendo com que o modelo de efeitos fixos fosse descartado.

Com o descarte do resultado pelo teste LM de Breusch-Pagan e Chow (1960), o modelo considerado mais adequado para a análise dos dados é o POLS (FÁVERO et al., 2009). A Tabela 3 apresenta a análise POLS considerando o gerenciamento de resultados por meio de *accruals* (Modelo Jones Modificado) como variável dependente, sendo explicado pela remuneração de executivos.

Verifica-se na Tabela 3 que o modelo foi significativo ao nível de 5% ($p < 0,001$, F=32,40). O poder de explicação do modelo proposto pode ser observado no coeficiente de determinação (R^2), que serve para explicar o quanto o modelo consegue explicar os valores observados ($R^2 = 0,0863$), indicando que as variáveis independentes conseguem explicar $\pm 8,63\%$ do gerenciamento de *accruals* discricionários em favor da remuneração de executivos.

O R^2 ajustado generaliza os resultados em função da inserção de variáveis independentes no modelo. Mesmo assim, o modelo explica $\pm 7,9\%$ (R^2 Ajustado = 0,079). A diferença entre R^2 e R^2 Ajustado é de -0,0073, indicando que se o modelo fosse estendido à população, ao invés da amostra, seu poder de explicação seria -0,073% a menor no efeito do gerenciamento de resultados pelos executivos em favor de sua remuneração, revelando pouca significância explicativa do modelo. Cabe ressaltar que o R^2 de 8,63% normalmente é considerado baixo e com pouco poder de explicação do modelo.

Tabela 3 – Análise de Regressão para o teste da Hipótese 1

| Variáveis | Coefficiente | t | Sig. | VIF |
|-------------------------------|--|-------|-------|----------|
| Numero de Conselheiros (ncrf) | -0.0021493 | -4,47 | 0,000 | 0,971322 |
| Remuneração Fixa (rf) | -0.0000000856 | -2,04 | 0,042 | 0,722043 |
| Remuneração Variável (rv) | 0.000000014 | 3,98 | 0,000 | 0,733184 |
| Constante | 0,2830083 | 32,40 | 0,000 | |
| Observações | 378 | | | |
| F | 11,78 | | | |
| Prob > F | 0,001 | | | |
| R ² | 8,63% | | | |
| R ² Ajustado | 7,90% | | | |
| F de Chow | 0,9013 Sig, F = 0,10 | | | |
| Teste Hausman | $\chi^2 = 0,00$ Sig, $\chi^2 = 1,000$ | | | |
| Teste Ramsey (RESET) | sem variáveis omitidas | | | |

Fonte: Dados da Pesquisa (2016)

Conforme a análise do modelo, as três variáveis estudadas apresentaram poder explicativo ao nível de 5% ($p < 0,001$), o que leva a concluir que o modelo tem poder explicativo para confirmar a hipótese H₁ - executivos gerenciam resultados por meio de *accruals* em favor de suas recompensas. Este resultado coincide com os achados de Healy (1985), Jones (1991), Healy e Wahlen (1999), Martinez (2001) e Bartov e Mohanram (2004).

No entanto, a sensibilidade provocada pelo modelo no gerenciamento de resultados das empresas indica que se não houver nenhum conselheiro e nenhuma remuneração for paga, o resultado gerenciável é na ordem de 28,30% (Constante = 0,2830083). Pelo sinal dos coeficientes, as variáveis do modelo que influenciam na diminuição do Gerenciamento de Resultados é o número de conselheiros (ncrf) e a remuneração fixa (rf). Isso indica que as empresas com maior o número de conselheiros e maior remuneração fixa, tendem a neutralizar a prática de GR.

Observa-se que a remuneração fixa possui baixo coeficiente e seu nível de significância aponta para uma pouca influencia no modelo. No entanto, a remuneração variável (rv) exerce um efeito que indica que nas empresas da amostra, quanto maior for a remuneração variável, maior será a prática de GR. Esse aspecto é condizente com a lógica da remuneração variável, pois as expectativas dos gestores vai sendo atendida à medida que os

níveis de remuneração vai aumentando, havendo motivos para que esses executivos continuem a manipular resultados para lograr êxito financeiro (HEALY, 1985; HEALY; WAHLEN, 1999; MARTINEZ, 2001; BARTOV; MOHANRAN, 2004).

Transferindo os valores para a equação elaborada mediante a hipótese 1 ($H_1 = \beta_{ncrf_t} + \beta_{rf_t} + \beta_{rv_t} + \varepsilon_t$), obtêm-se o seguinte resultado: $H_1 = (-0,0021493) + (-0,00000000856) + (0,000000014) + 0,2830083 = 0,280859005440$. A cada R\$1,00 de aumento na remuneração e mais 1 conselheiro, haverá diminuição de -0,21492945600% ($28,0859005440 - 28,30083$).

A análise da hipótese 2 apresenta-se na Tabela 4 e mostra significância do modelo ao nível de 5% ($\rho < 0,001$, $F = 18,54$). A explicação do modelo pode ser observada no coeficiente de determinação R^2 , indicando que a governança corporativa explica a relação entre os sistemas de recompensas e as práticas de gerenciamento de resultados em 10,83% ($R^2 = 0,1083$). O teste RESET de Ramsey não encontrou variáveis omitidas.

No entanto, o ajustamento do modelo explica $\pm 8,65\%$ (R^2 Ajustado = 0,865). Cabe ressaltar que o R^2 de 8,65% normalmente seria considerado baixo, porém pode indicar uma boa adequação da modelagem proposta (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014; KRAUTER, 2013), pois de acordo com Fávero et al. (2009, p. 393), “é bastante comum que modelos de dados em painel ofereçam R^2 baixos”.

Tabela 4 – Análise de Regressão para o teste da Hipótese 2

| Variáveis | Coefficiente | t | Sig. | VIF |
|--|----------------|-------|-------|----------|
| Governança Corporativa (gov_corp) | 0.0073564 | 0,78 | 0,434 | 0.113321 |
| Numero de Conselheiros (ncrf) | -0.0020934 | -2,75 | 0,006 | 0.124783 |
| Remuneração Fixa (rf) | -0.0000000118 | -1,70 | 0,090 | 0.209015 |
| Remuneração Variável (rv) | 0.000000013 | 1,99 | 0,047 | 0.260925 |
| Total de Membros no Cons. de Administração (total membros) | -0.0012298 | -1,01 | 0,312 | 0.316209 |
| Dualidade no Conselho de Administração (predircons) | 0,0195639 | 1,91 | 0,057 | 0.321128 |
| Presença de Membros Internos no Conselho de Administração (membros internos) | -0.0115278 | -1,78 | 0,076 | 0.383900 |
| Variável Mediadora (rfmed) | 0.00000000235 | 0,55 | 0,583 | 0.418964 |
| Variável Mediadora (rvmed) | 0.000000000868 | 0,19 | 0,846 | 0.521987 |
| Constante | 0.2841353 | 18,54 | 0,000 | |
| Observações | 328 | | | |
| F | 4,96 | | | |
| Prob > F | 0,001 | | | |
| R ² | 10,83% | | | |
| R ² Ajustado | 8,65% | | | |

| | |
|---------------------|--|
| F de Chow | 0.8330 Sig, F = 0.18 |
| LM de Breusch-Pagan | $\chi^2 = 0.00$ Sig, $\chi^2 = 1.000$ |

Fonte: Dados da Pesquisa (2016)

Conforme a análise do modelo, as nove variáveis estudadas apresentaram poder explicativo ao nível de 5% ($p < 0,005$). No entanto, o nível de explicação do modelo apresentou-se significativo, devendo-se concluir que o modelo tem poder explicativo para confirmar a hipótese H₂ que a governança corporativa explica a relação entre os sistemas de recompensas e as práticas de gerenciamento de resultados.

A sensibilidade do modelo no GR indica que quanto mais elevado for o posicionamento nos níveis diferenciados de Governança corporativa (gov_corp), maior a Remuneração Variável (rv) e mais fortemente for a Dualidade no Conselho de Administração (predircons) maior será a tendência de GR nas empresas da amostra. Embora, dessas, somente a Remuneração Variável foi estatisticamente significativa ao nível de 5%.

Seguindo à lógica que influência no aumento da prática de GR, quanto maior for a composição do Conselho, Numero de Conselheiros (ncrf) remunerados, Total de Membros no Cons. de Administração (total membros), quanto menor a Remuneração Fixa (rf) e menor Presença de Membros Internos no Conselho de Administração (membros internos), menor será a prática de GR. Embora seja significativa ao nível de 5% para o modelo, somente o número de conselheiros, as demais são evidências possíveis de investigação em futuras pesquisas.

As variáveis mediadoras (rfmed e rvmed) não acusaram significância estatística, nem coeficiente para influenciar na formação do resultado final do modelo.

Os resultados positivos encontrados na relação proposta pela hipótese H₂ coadunam os achados de Brickley, Coles e Jarrell (1997), Xie, Davison e DaDalt (2001), Hartzell e Starks (2003) e Cornett, Marcos e Tehranian (2008).

5. CONCLUSÕES

Este artigo se propôs encontrar evidências da relação entre gerenciamento de resultados contábeis e sistemas de recompensas de executivos, em empresas de capital aberto, algumas das quais pertencem aos níveis de governança corporativa da BMF&Bovespa. Os

modelos econométricos adequados ao estudo foram resultado da aplicação de testes estatísticos, apontando ao uso do modelo POLS para estimação de modelos lineares de regressão com dados em painel (FÁVERO et al., 2009).

Para responder a questão da pesquisa - qual a relação entre os sistemas de recompensas de executivos, o gerenciamento de resultados contábeis e as estruturas de governança corporativa, foi utilizada uma amostra por conveniência coletada da base de dados da Economática®. Foram estudadas 126 empresas de capital aberto, listadas na BM&F BOVESPA, no período de 2012 a 2014. Analisaram-se as regressões em painel com o intuito de confirmar ou refutar as hipóteses propostas.

A literatura acadêmica sobre teoria da agência aponta o desalinhamento de interesses entre executivos e acionistas, sendo a compensação de executivos um meio para sincronizar os objetivos de gestores e acionistas (agentes e principais). Nesse contexto, os sistemas de recompensas podem encorajar os executivos para usar práticas contábeis discricionárias para maximizar os seus lucros (HEALY, 1985; HEALY; WAHLEN, 1999; ECKLES et al., 2011), incorrendo em manipulação de dados, por meio da técnica de gerenciamento de resultados contábeis, que acontece quando os executivos se apropriam de um artifício para aplicar práticas espúrias, ocasionando perdas para uma das partes interessadas (HEALY, 1985; JONES, 1991; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

Em contraposição, a Governança Corporativa preconiza o alinhamento interesses de proprietários e executivos, com a finalidade de otimizar o valor da organização, desenvolvendo mecanismos de auditoria, transparência e segurança (SCHLEIFER; VISHNY, 1997; OECD, 2004; DOIDGE, KAROLYI; STULZ, 2007; IBGC, 2009).

Com base nas evidências desta pesquisa, as suspeitas que recaem sobre os executivos a respeito da prática de gerenciamento de resultados, como frequentemente uma prática oportunista, se confirmaram na amostra estudada. O resultado abona que o modelo é significativo ao nível de 5%, e as variáveis individuais conseguiram apresentar evidências suficientes para confirmar a hipótese (H₁) proposta nesta pesquisa: que executivos gerenciam resultados de *accruals* em favor de suas recompensas, o qual se pode atestar pela tendência positiva na remuneração variável.

Quanto à segunda hipótese (H₂), quando inseridas variáveis de governança corporativa, como mediadoras da remuneração, os resultados estatísticos mostram a significância do modelo, confirmando que a governança corporativa explica a relação entre os

sistemas de recompensas e as práticas de gerenciamento de resultados. Assim foi confirmada a hipótese H₂.

Os achados dessa análise mostram que a dualidade no Conselho de Administração (predircons) influencia positivamente na prática de GR, condizente com uma suposição que a rotatividade desses integrantes os leva a crer que suas decisões terão efeito na gestão das empresas após seu período de mandato, ou ainda que a chegada de um novo conselheiro estimule a esses novos conselheiros a obter vantagem remuneratória muito brevemente, como se confirma pela remuneração variável.

Os níveis de governança estabelecidos pela BMF&Bovespa, além de algumas especificações técnicas, exigem dessas empresas transparência em seus processos internos de gestão. Mediante a essas regras, a remuneração de executivos estaria sendo contemplada com políticas transparentes aos seus executivos e demais *stakeholders* para diferenciação dessas em relação às demais listadas. Porém, o sinal positivo no coeficiente de Governança Corporativa indica que as empresas pertencentes aos níveis diferenciados são as mais propensas à adoção da prática de GR. Cabendo neste ponto, aprofundamento de novas pesquisas, exigindo inclusive a inserção de variáveis não contempladas nesta análise.

Uma das contribuições desta pesquisa aponta ao papel da governança corporativa no controle do gerenciamento de resultados mediante relatórios financeiros, assunto de interesse de investidores, organizações, indivíduos, autoridades e agências nas áreas de decisões de investimento e políticas tributárias.

Dentre as limitações da pesquisa observa-se o tamanho da amostra e o método de seleção não aleatória e induzida, em razão da disponibilidade de dados à disposição dos pesquisadores. Futuras avenidas de pesquisa devem considerar amostras maiores, em um horizonte de pesquisa mais amplo, utilizando outros modelos de Gerenciamento de Resultados.

REFERÊNCIAS

ARMSTRONG, Michael. *Armstrong's Essential Human Resource Management Practice*. London: Kogan Page. 2010.

BARTOV, Eli; MOHANRAM, Partha. Private information, earnings manipulations, and executive stock-option exercises. **The Accounting Review**, v. 79, n. 4, p. 889-920, 2004.

BEDARD, Jean; CHTOUROU, Sonda Marrakchi; COURTEAU, Lucie. The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, v. 23, n. 2, p. 13-35, 2004.

BMF&BOVESPA – Site Institucional da Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso 21/05/2015.

BMF&BOVESPA. **O que são Segmentos de Listagem**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso 02/06/2015a.

BRICKLEY, James A.; COLES, Jeffrey L.; JARRELL, Gregg. Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. **Journal of corporate Finance**, v. 3, n. 3, p. 189-220, 1997.

BURGSTAHLER, David; DICHEV, Ilia. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting and Economics**. v. 24, p. 99-126, 1997.

CLARK, Robert Charles. Corporate governance changes In the wake of the Sarbanes-Oxley act: A morality tale for policymakers too. **Discussion Paper No. 525**, Harvard Law School. Cambridge, Massachusetts. 2005.

CONYON, Martin J. Executive compensation and incentives. **Academy of Management Perspectives**, p. 25-40, February 2006.

CORNETT, Marcia, MARCUS, Alan; Hassan, TEHRANIAN. Corporate Governance and Pay for Performance: The Impact of Earnings Management, **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2. 2008.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Remuneração, Composição Do Conselho De Administração E Estrutura De Propriedade: Evidências Empíricas Do Mercado Acionário Brasileiro Compensation, Board of Directors and Ownership Structure: Empirical Evidence From the Brazilian Stock Market. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 7, n. 1, p. 2–37, 2014.

CVM - Comissão de Valores Mobiliário. Instrução CVM No 480, de 7 dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/inst/400/inst480consolid.pdf>. Acesso: 04/06/2015.

DECHOW, P., SLOAN, R., SWEENEY, A., Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v 70, n. 2, pp. 193-225, 1995.

ECKLES David; HALEK, Martin, HE, Enya, SOMMER, David, RONGRONG Zhang. Earnings Smoothing, Executive Compensation and Corporate Governance: Evidence From The Property–Liability Insurance Industry. **The Journal of Risk and Insurance**, V. 78, No. 3, 761-790. 2011.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency Theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**. v.14 n.1., 1989.

EISENHARDT, Kathleen; Agency – and Institutional – Theory Explanations: The case of retail Sales compensation. **Academy of Management Journal**. v. 31, nº 3, 1988.

FANG, Danping. **Research on the Relationship between Firm Performance and Earnings Management**. Master Thesis. Universiteit van Amsterdam. 2012. Disponível em: <http://dare.uva.nl/cgi/arno/show.cgi?fid=476038> Acesso: 12/06/2015.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, 117-155, 2003.

GUIDRY, Flora; LEONE, Andrew J.; ROCK, Steve. Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, pp. 113-142, 1999.

HARTZELL, Jay C.; STARKS, Laura T. Institutional investors and executive compensation. **Journal of Finance**, p. 2351-2374, 2003.

HEALY, Paul M., The effect of bonus schemes of accounting decisions. **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, v. 7, p. 85-107, 1985.

HEALY, Paul M; WAHLEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**. v. 13, n. 4, pg. 365, 1999.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 4ª edição, São Paulo: IBGC, 2009.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Site Institucional. Disponível em: www.ibgc.org.br Acesso 19/05/2015.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **the Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, Michael. Self-Interest, Altruism, Incentives and Agency Theory. **Journal of Applied Corporate Finance**. v. 7 n. 2. Summer, 1994.

JOHN, Kose, KEDIA, Simi. **Institutions, Markets and Growth: A Theory of Comparative Corporate Governance**. New York University, 2004. Disponível em: <http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/growthgovernance03.pdf>. Acesso: 02/05/2015.

JONES, Jeniffer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**. Oxford. v. 29, n. 2, p. 193-228, aut. 1991.

KIM, Jongwook; MAHONEY, Joseph, “Property rights theory, transaction costs theory, and agency theory: an organizational economics approach to strategic management”, **Managerial and Decision Economics**, v. 26 n. 4, p. 223-42. 2005.

KRAUTER, E. Remuneração De Executivos E Desempenho Financeiro: Um Estudo Com Empresas Brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPEC)*, v. 7, n. 3, p. 259–273, 21 set. 2013.

LIU, Qiao; LU, Zhou Joe. Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, n. 5, p. 881-906, 2007.

MANAS, T. M.; GRAHAM M. D. **Creating a Total Rewards Strategy: A Toolkit for Designing Business-Based Plans**. American Management Association, New York. 2003.

MARTINEZ, Antonio Lopo. **Gerenciamento de resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. São Paulo, 2001. Tese de doutorado em Ciências Contábeis. Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis. Departamento de Contabilidade e Atuária. FEA USP, 2001.

_____, Antonio Lopo. Detectando Earnings Management no Brasil: Estimando os Accruals Discricionários. **R. Cont. Fin.**, USP, São Paulo, v. 19, n. 46, pp. 7-17, janeiro/abril 2008.

_____, A. L.; LESSA, R. C.; MORAES, A. DE J. Remuneração dos auditores perante a agressividade tributária e governança corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 6, n. 3, p. 8–18, 2014.

MCNICHOLS, M., WILSON, G., Evidence of earnings management from the provision for bad debts. **Journal of Accounting Research**, v. 26, 1-31, 1988.

NASCIMENTO, Fernando; MOURA, André; LUCA, Márcia; VASCONCELLOS, Alessandra. Práticas de Governança Corporativa dos Conselhos de Administração das empresas do Novo Mercado da BM&FBovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, UNEB, Salvador, v.3, n.3, p. 148- 169, set./dez., 2013.

OECD – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento. Site institucional. Disponível em: www.oecd.org Acesso 29/05/2015.

PEREIRA FILHO, J. L.; WOOD JR, T. Remuneração Estratégica: a nova vantagem competitiva. **RAE Light**, São Paulo, v.2, n.4, p.21-25, jul./ago. 1995.

SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance** v. 1997 n. 52, 737–783. 1997

STEINBERG, H. **A Dimensão Humana da Governança Corporativa**: pessoas criam as melhores e as piores práticas. São Paulo: Editora Gente, 2003.

THOMPSON Paul. **Total Reward**. Chartered Institute of Personnel and Development, London, 2002.

TOLMASQUIM, Mauricio T.; GUERREIRO, Amilcar; GORINI, Ricardo. Matriz energética brasileira: uma prospectiva. **Novos estudos-CEBRAP**, n. 79, p. 47-69, 2007.

XIE, Biao; DAVIDSON, Wallace N.; DADALT, Peter J. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. **Journal of corporate finance**, v. 9, n. 3, p. 295-316, 2003.