

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM  
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

**ANDRESSA PASSOS DA ROCHA VASSOLER**

**RELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E  
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM EMPRESAS  
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

**VITÓRIA  
2010**

**ANDRESSA PASSOS DA ROCHA VASSOLER**

**RELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E  
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM EMPRESAS  
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção ao título de Mestre em Ciências Contábeis – nível Profissionalizante.

**Orientador:** Prof. Dr. Bruno Funchal

**VITÓRIA  
2010**

**ANDRESSA PASSOS DA ROCHA VASSOLER**

**RELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E  
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM EMPRESAS  
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis na área de concentração Contabilidade Gerencial.

Aprovada em 18 de agosto de 2010.

**COMISSÃO EXAMINADORA**

**Prof. Dr.: BRUNO FUNCHAL**  
**(Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade,**  
**Economia e Finanças - FUCAPE)**

**Prof. Dr.: FÁBIO MORAES DA COSTA**  
**(Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade,**  
**Economia e Finanças - FUCAPE)**

**Prof. Dr. : RAFAEL COUTINHO COSTA LIMA**  
**(Universidade de São Paulo - USP)**

**Dedico este trabalho a Deus, aos meus pais, ao meu esposo Sérgio e aos meus filhos, Thiago e Victor.**

## AGRADECIMENTOS

O valor das coisas não está no tempo em que elas duram, mas na intensidade com que acontecem. Por isso existem momentos inesquecíveis, coisas inexplicáveis e pessoas incomparáveis".  
Fernando Pessoa

Ao Prof. Dr. Bruno Funchal, meu orientador e amigo, agradeço por sua contribuição, pelo apoio nos momentos mais difíceis e por sempre ter se colocado ao meu lado. Aqui fica registrada a minha profunda admiração por sua competência e por ter dispensado preciosas horas no acompanhamento do trabalho.

Ao Prof. Dr. Fabio Moraes da Costa, que não mediu esforços em suas contribuições a este trabalho, sempre aparecendo inesperadamente nas reuniões em momentos que mais precisava.

Ao Prof. Dr. Antonio Lopo Martinez pela colaboração e valiosas sugestões no andamento do trabalho.

Ao Prof. Dr. Annor da Silva Junior por ter fornecido o primeiro artigo que inspirou o presente estudo.

Ao Prof. Dr. Aridelmo José Campanharo Teixeira, pela atenção com que me recebeu, quando a dissertação ainda estava na fase de projeto.

À Prof.<sup>a</sup> Graziela Fortunato que me apoiou no momento mais difícil da dissertação.

À Sylvania Neris Nossa pelo apoio e direcionamentos, principalmente aos relacionados a Economática.

A todos os demais professores que contribuem com a excelência do curso nos fazendo orgulhosos por termos freqüentado a instituição.

Aos meus colegas de turma, em especial a Paulo Natal Pinheiro, Patrick Agostinho Moraes e Patrício Baionco M. Biangue, que sempre foram companheiros e não mediram esforços em me apoiar nos momentos mais críticos.

À bibliotecária Adriana de Moura Gasparino, por sua competência e apoio incondicionais. Aos auxiliares de biblioteca Márcio Pessoa de Jesus, Eliane de Lima Silva e Gilda Rangel dos Reis que não medem esforços em nos auxiliar.

Aos demais funcionários da FUCAPE meus sinceros agradecimentos pela atenção com que sempre me dispensaram.

"Para se chegar à fonte, é preciso nadar contra a corrente."

(Stanislaw Jerzy Lec)

## RESUMO

Este estudo visa 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, foi feita uma análise por meio de uma regressão em duas etapas. A primeira etapa consistiu na utilização do modelo de Jones Modificado (DECHOW et al, 1995) para se obter os *accruals* discricionários, sendo uma *proxy* de gerenciamento de resultados. A segunda etapa foi realizada tomando-se os *accruals* discricionários obtidos na primeira etapa, relacionando-os com a remuneração total dos executivos. Os dados sobre os executivos e sua respectiva remuneração total foram coletados do Formulário 20-F e os dados financeiros foram extraídos da base de dados da Economática, ambos para cada empresa entre os anos-calendário de 2002 e 2008. A amostra consistiu em 41 empresas. Conclui-se que existem evidências de que o volume de remuneração paga pelas empresas brasileiras que emitem ADRs induz a um maior gerenciamento de resultados.

**Palavras-chave:** Remuneração de executivos; gerenciamento de resultados contábeis; teoria de agência; *accrual* discricionário.

## **ABSTRACT**

This study aims to identify the relationship between executive compensation and earnings management in publicly traded Brazilian companies listed on Stock Exchange (BOVESPA) issuing American Depositary Receipts (ADRs). For this, an analysis was made using a regression in two steps. The first step consisted in using the Modified Jones model (Dechow et al, 1995) to obtain discretionary accruals, which is a proxy for earnings management. The second step was performed by taking discretionary accruals obtained in the first step, linking it to the total remuneration of executives. Data on the executives and their respective total compensation were collected from 20-F report and financial data were extracted from the database Economática, both for each company between calendar years 2002 and 2008. The sample consisted of 41 companies. It is ended that there are evidences that the amount of remuneration paid by Brazilian companies issuing ADRs induces more earnings management.

**Keywords:** Executive compensation, earnings management, agency theory, discretionary accrual.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Regressão - <i>Accrual</i> Total.....	35
Tabela 2: Regressão em Painel com efeitos fixos - <i>Accrual</i> Discricionário.....	37
Tabela 3: Regressão em Painel com efeitos fixos - <i>Accrual</i> Discricionário.....	39

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Modalidades de gerenciamento de resultados.....	24
---	----

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: “Gerenciamento” dos result. Contábeis x Contabilidade Fraudulenta/ práticas impróprias.....	22
Quadro 2: Empresas com ADR´s.....	34

# SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>17</b>
2.1 TEORIA DE AGÊNCIA .....	17
2.2 REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS.....	18
2.3 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS .....	20
2.4 ESTUDOS ANTERIORES .....	26
<b>3 METODOLOGIA .....</b>	<b>29</b>
3.1 BASE DE DADOS .....	29
3.2 FORMULÁRIO 20-F.....	29
3.3 MODELOS.....	31
3.3.1 Primeira Etapa .....	32
<b>3.3.1.1 Modelo de Jones Modificado (DECHOW et al, 1995).....</b>	<b>32</b>
3.3.2 Segunda Etapa .....	33
<b>3.3.2.1 Modelo Proposto .....</b>	<b>33</b>
3.4 AMOSTRA.....	34
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>35</b>
<b>5 CONCLUSÕES .....</b>	<b>41</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>43</b>

# 1 INTRODUÇÃO

O presente estudo visa identificar se existe relação entre a remuneração de executivos e o gerenciamento de resultados nas companhias listadas na BOVESPA entre os anos-calendário de 2002 a 2008.

Na moderna economia, o proprietário não exerce mais a propriedade ativa da empresa, trata-se de uma configuração onde o controle direto passou a ser exercido pelo presidente e pelos executivos. Nesse cenário surge um problema potencial de conflitos de interesses entre o principal e o agente que é estudado pela Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING,1976). Este tipo de conflito coloca em cena o problema da assimetria de informação, onde o agente possui informações privilegiadas em relação ao principal, afetando a relação contratual. Para tentar minimizar os conflitos de interesses, as organizações têm utilizado incentivos (CRAWFORD; GUASH,1983), com destaque para as políticas de remuneração (BLOOM; MILKOVICH, 1998).

Um dilema enfrentado pelas empresas é como estabelecer uma política de remuneração ótima. A dificuldade reside no monitoramento dos esforços dos agentes (JENSEN; MECKLING,1976; MEHRAN; TRACY, 2001; BRIGHAM et al, 2001), fato que impõe barreiras a elaboração dos contratos.

A partir da análise dos contratos evidencia-se um dos problemas da Teoria da Agência que é denominado de risco moral. O risco moral está relacionado ao aparecimento de comportamento oportunístico pelos agentes após a realização de um contrato (HOLMSTRON, 1979). Assim, verifica-se que os executivos incorrem em risco moral todas as vezes que é elaborada e ofertada uma diferente forma de remuneração variável.

A remuneração de executivos é um tema complexo e tem despertado a atenção da mídia (CONYON, 2006) e da sociedade como um todo. Na academia também se verifica um aumento das pesquisas nessa área pela considerável relevância desse tema para a comunidade científica (MURPHY, 1999). Esse assunto teve uma maior repercussão, depois da série de escândalos que ocorreram no início da última década por parte dos executivos norte-americanos, que segundo Hodgson (2003, apud FUNCHAL; TERRA, 2006) estavam relacionados aos abusos da remuneração executiva.

Assim, os altos salários pagos aos executivos e os escândalos envolvendo empresas como a Worldcom e Enron, entre outras, levantaram questionamentos quanto ao modelo de remuneração mais eficaz. Brigham et al (2001) informam que quando da elaboração da remuneração, devem ser desenvolvidos mecanismos motivacionais que consigam influenciar os executivos a atuarem na maximização dos interesses dos acionistas, e conseqüentemente nos resultados da empresa.

Os resultados são considerados pelos executivos, analistas e investidores como o item mais importante nos relatórios das empresas de capital aberto (DEGEORGE et al, 1999). No entanto, os executivos podem favorecer um resultado presente em detrimento de um resultado futuro por meio da discricionariedade dos executivos refletindo nos *accruals*<sup>1</sup> das companhias, o que pode ocasionar uma distorção no real desempenho econômico (HEALY; WAHLEN, 1999; DECHOW; SKINNER, 2000).

O método contábil do *accrual* mede a posição e o desempenho de uma empresa por meio do reconhecimento de eventos econômicos, independentemente se geraram fluxos de caixa, ou seja, os eventos econômicos são reconhecidos no

---

<sup>1</sup> Fuji (2004, p.89) explica que “o conceito de *accruals* pode ser entendido ao se fazer a distinção entre o recebimento de caixa e o direito de recebimento de caixa, e o pagamento de caixa e a obrigação legal do pagamento”

momento em que a transação ocorreu. O principal objetivo deste método é fornecer uma imagem mais precisa da atual situação financeira da empresa (DECHOW; SKINNER, 2000).

O *accrual* é considerado uma *proxy* do gerenciamento de resultados. O gerenciamento de resultados é o termo designado a manipulação nos resultados contábeis pelos executivos (SCHIPPER, 1989; HEALY; WAHLEN, 1999; MARTINEZ, 2001).

Diante do exposto, levanta-se a seguinte questão de pesquisa: **Qual a relação entre a remuneração de executivos e o gerenciamento de resultados?**

Dessa forma, delinea-se a hipótese para a questão de pesquisa proposta: o volume de remuneração paga aos executivos brasileiros influencia no gerenciamento de resultados.

A relevância deste tema se deve ao fato de não haver consenso na literatura sobre o melhor mecanismo de remuneração que alinhe os interesses dos acionistas aos dos executivos. Assim, o presente estudo visa suprir esta lacuna no sentido de fornecer subsídios acerca do entendimento sobre se o volume de remuneração paga pelas empresas brasileiras de capital aberto contribui no alinhamento dos interesses entre os acionistas e executivos.

Este estudo foi abordado empiricamente por meio de duas etapas. Na primeira etapa foi utilizado o modelo de Jones Modificado (DECHOW et al, 1995) para se calcular os *accruals* discricionários. Na segunda etapa, foi realizada uma regressão utilizando-se os *accruals* discricionários obtidos na primeira etapa, relacionando-o com a remuneração total dos executivos .

Além da seção inicial, o restante deste estudo está organizado da seguinte maneira: seção 2 - referencial teórico; seção 3 – metodologia; seção 4 – análise dos resultados; seção 5 – conclusão.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 TEORIA DE AGÊNCIA

A economia clássica estuda como a firma toma decisões para maximizar o seu lucro. Diante disso, os acionistas e proprietários devem se preocupar com um valor que represente a maximização do lucro das companhias, e muitos autores consideram a melhor medida, a que é atrelada ao valor de mercado das ações. No entanto, surge um problema relacionado ao controle das modernas corporações, uma vez que, essas não são mais gerenciadas pelos proprietários e sim por profissionais. Estes profissionais são contratados para defenderem os interesses dos acionistas, mas o que pode ocorrer, na prática, é que eles maximizem a sua própria utilidade em detrimento da utilidade dos acionistas. A temática do conflito de interesses entre acionistas e executivos, é denominada na teoria de agência como problema entre principal-agente (JENSEN; MECKLING, 1976).

Juntamente com o conflito de interesses existe a assimetria informacional, onde os acionistas e os executivos não possuem o mesmo nível informacional. Relacionado ao nível informacional, o que se observa nas empresas é que há uma desvantagem informacional crescente entre os altos executivos, acionistas e subordinados. A esse respeito, Ludícibus e Lopes (2008, p. 172) informam que:

[...] a existência de conflitos de agência e da assimetria informacional permeia a atividade das organizações modernas de forma profunda. **Não se pode ambicionar a um estudo sério das organizações modernas sem a consideração desses dois fatores, que estão intimamente ligados.**  
(grifo do autor)

Visando ao alinhamento dos interesses entre os executivos e os acionistas, estes devem incorrer em custos. Os custos referenciados são os chamados custos

de agência, os quais são definidos pelos autores Jensen e Meckling (1976, p. 89) como a soma:

1. das despesas de monitoramento por parte do principal;
2. das despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente;
3. e do custo residual.

Ainda, de acordo com os mesmos autores Jensen e Meckling (1976), é praticamente impossível o principal conseguir que os executivos tomem as decisões alinhadas aos interesses dos acionistas sem custo, emergindo aí a questão dos incentivos (CRAWFORD; GUASH, 1983).

Esta temática de incentivos é abordada na teoria da agência numa perspectiva de se obter um contrato ótimo entre os acionistas e os executivos, mediante uma relação em que há assimetria informacional. Em paralelo a esta teoria, se iniciou em 1980 as pesquisas relacionadas a remuneração de executivos (MURPHY, 1999).

## 2.2 REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS

Jensen e Murphy (1990) afirmam que a remuneração dos executivos deve ser elaborada para incentivar os executivos a agirem na maximização da riqueza dos acionistas objetivando a redução dos problemas de agência.

Mehran e Tracy (2001) consideram dois sistemas para lidar com os problemas de agência, que seriam a concessão de incentivos e o controle dos executivos. Os autores Brigham et al (2001) também postulam a existência de duas posições relacionadas a redução dos problemas de agência: uma atrelada a variação do preço da ação, que geraria baixos custos por incentivar a maximização da riqueza do acionista e a outra posição seria o monitoramento de toda atitude dos

executivos, mais onerosa e ineficiente. Entretanto, para Brigham et al (2001) uma solução ótima seria uma associação entre os dois extremos das posições consideradas por ele.

De acordo com Rappaport (2001) os executivos são remunerados sob a forma de salários, bônus de curto e longo prazo e opções de ações. Gao e Shrieves (2002) consideram cinco as formas distintas de compensação contempladas no pacote de remuneração: um bônus baseado em desempenho, planos de incentivos de longo prazo, o salário recebível em dinheiro, concessão de ações limitadas e opções de ações. Conyon (2006) considerou quatro os componentes do pacote de remuneração executiva: salário-base, bônus anual, planos de incentivos de longo prazo e opções de ações. Para fins deste trabalho, não serão analisados todos os componentes do pacote de remuneração individualmente e sim a remuneração em sua composição global.

Apesar de existirem vários componentes no pacote de remuneração executiva, a forma de remuneração mais popular adotada pelas companhias é por meio de opções de ações (GITMAN, 2000). As companhias fornecem esta modalidade de remuneração mediante um contrato onde é estabelecido o direito de compra de ações a um preço especificado (HULL, 1998).

Conforme Conyon (2006), não existem pacotes perfeitos de remuneração, portanto os acionistas devem buscar implementar o melhor pacote possível visando alinhar os seus interesses com os dos acionistas.

Na busca do melhor pacote de remuneração possível, alguns mecanismos motivacionais devem ser utilizados para influenciar os executivos a agirem conforme os interesses dos acionistas, que são: a ameaça de aquisições hostis, a intervenção

direta dos acionistas, a ameaça de demissão e um plano de remuneração de executivos (BRIGHAM et al, 2001).

## 2.3 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Martinez (2001) considera que são três as principais motivações que podem levar os executivos de companhias abertas a gerenciarem os resultados contábeis:

1- Motivações vinculadas ao Mercado de Capitais; 2- Motivações Contratuais e 3- Motivações Regulamentares e Custos Políticos.

Os autores, Degeorge et al (1999, p. 8) consideram três os principais incentivos para que os executivos gerenciem os resultados:

- 1) Reportar lucros próximos dos valores das previsões dos analistas sobre o lucro por ação;
- 2) Sustentar um desempenho recente ou suavizar resultados;
- 3) Divulgar lucros positivos.<sup>2</sup> (Tradução nossa)

Os resultados são considerados pelos executivos, analistas, diretores e investidores como o item mais importante dos relatórios financeiros das empresas de capital aberto (Degeorge et al, 1999). Todavia, os executivos têm poder para influenciar os resultados (Schipper, 1989).

Dentre as definições presentes na literatura sobre o gerenciamento de resultados, destaca-se:

Schipper (1989, p. 92), “[...] uma intervenção proposital no processo de elaboração das demonstrações financeiras externas, com a intenção de obter algum benefício particular (oposto ao processo neutro de reportar os resultados contábeis)[...]”. (Tradução nossa)

Healy e Wahlen (1999, p. 368):

---

<sup>2</sup> 1) To report profits closer to the analysts' forecasts of earnings per share value; 2) To sustain recent performance or smooth results; 3) To report positive profits.

O gerenciamento de resultados contábeis ocorre quando os gestores usam do julgamento (discricionariedade de tomar decisões) no processo de reportar as demonstrações financeiras, para enganar alguns agentes sobre o desempenho econômico latente da empresa. Ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis. (Tradução nossa)

Como se observa na definição de Healy e Wahlen (1999), o gerenciamento de resultados trata-se de uma alteração intencional (julgamento) dos resultados contábeis visando ludibriar os usuários das informações contábeis. A esse respeito Parfet (2000) declara que tanto o uso da subjetividade, quanto o uso do julgamento são desejáveis, mas que é de responsabilidade dos profissionais da contabilidade a determinação da forma mais adequada de registro das transações.

Assim, conclui-se a partir das definições que os incentivos fornecidos aos executivos podem levá-los a usarem a discricionariedade (julgamento). Entretanto, essa discricionariedade não deve ser entendida como fraude contábil (DECHOW; SKINNER, 2000; MARTINEZ, 2001).

Alguns estudos constataram evidências de que o gerenciamento de resultados quando realizado com fins oportunistas extremos pode levar a fraudes contábeis, gerando elevados custos para as empresas devido ao fluxo de informações distorcidas. Um exemplo, é o estudo de Dechow et al (1996) onde os autores constataram que empresas que cometeram fraudes contábeis incorreram em perdas de cerca de 9% na riqueza dos acionistas.

Com a finalidade de melhor esclarecer as diferenças entre gerenciamento de resultados e fraude contábil, Dechow e Skinner (2000, p. 25) elaboraram um quadro com exemplos, o qual foi adaptado por Martinez (2001, p. 14):

Decisões contábeis "Puras"	Decisões com impacto no fluxo de caixa
<b>"Gerenciamento" dos resultados contábeis</b>	
De acordo com as Normas/ Princípios Contábeis	Práticas Aceitáveis
<p style="text-align: center;"><b>Contabilidade "Conservadora"</b></p> <p>a) Reconhecimento muito elevado de provisões; b) Aceleração das despesas de depreciação; c) Reconhecimento de receitas apenas quando da cobrança.</p> <p style="text-align: center;"><b>Contabilidade "Agressiva"</b></p> <p>a) Evitar ou reduzir o reconhecimento de provisões; b) Reduzir as cotas de depreciação e amortização; c) Reconhecimento de receitas durante a Produção.</p>	<p style="text-align: center;"><b>Visando Reduzir Fluxo de Caixa Líquido</b></p> <p>a) Retardar vendas; b) Acelerar gastos associados à propaganda e publicidade, treinamento e P&amp;D; c) Aumentar despesas de natureza não-operacional (banquetes, bingos, doações).</p> <p style="text-align: center;"><b>Visando Aumentar Fluxo de Caixa Líquido</b></p> <p>a) Antecipar ou acelerar as vendas; b) Adiar a realização de despesas necessárias de propaganda &amp; publicidade, treinamento ou P&amp;D; c) Aumentar receitas não-operacionais pela venda de ativos da empresa.</p>
<b>Contabilidade Fraudulenta e Práticas Inaceitáveis</b>	
Que violam as Normas/ Princípios Contábeis	Práticas Inaceitáveis
<p>a) Registrar vendas fictícias; b) Antecipar (documentalmente) a data da realização das vendas; c) Superestimar o estoque pelo registro de inventário fictício.</p>	<p>a) Receber e não efetuar a entrega do produto; b) Não cumprir com os compromissos financeiros; c) Não pagar tributos lançados.</p>

Quadro 1: "Gerenciamento" dos result. Contábeis x Contabilidade Fraudulenta/Práticas impróprias.  
Fonte: Adaptado por Martinez (2001, p. 14)

Assim, mediante o Quadro 1, verifica-se que as escolhas contábeis efetuadas pelos executivos (discricionariedade), indicarão se estas são decorrentes de escolhas fraudulentas ou se representam práticas legais.

Nesse contexto, Parfet (2000) discute que as práticas de gerenciamento de resultados afetam o desempenho operacional da firma a partir do momento em que são criadas receitas artificiais ou estimativas além da razoabilidade. Ainda, segundo o mesmo autor (PARFET, 2000), apesar de o julgamento discricionário dos

executivos ter uma conotação negativa delineando um “mau” gerenciamento, representado por um gerenciamento desalinhado com as práticas adequadas, existe o “bom” gerenciamento que é caracterizado pelas práticas adequadas de gerenciamento levando, por conseguinte, a adicionar valor para os acionistas.

De acordo com Mohanram (2003, p. 02) são várias as razões para a prática de gerenciamento de resultados, sendo os tipos de manipulação classificados por ele em três: *Bump up*, *Big Bath* e *Cookie Jar*. Todas as classificações objetivam atingir uma meta de resultado, o que as diferencia é o posicionamento contábil da empresa e as atitudes que os executivos irão tomar.

O *Bump up* é uma prática que se caracteriza por ultrapassar as metas de resultados quando elas estão bem próximas de serem atingidas. O intuito é de dar impulso no preço das ações devido ao fato de a empresa ter ultrapassado a meta, mesmo que tenha sido por pouca diferença de valores (MOHANRAM, 2003).

O *Big Bath* é uma prática que reduz os resultados correntes tendo em vista resultados melhores no futuro. A intenção é sinalizar ao mercado que a empresa apresentou uma melhora no desempenho após ter apresentado um resultado negativo (MOHANRAM, 2003).

O *Cookie Jar* caracteriza-se pela redução do resultado corrente que provavelmente ultrapassaria a meta do exercício para utilização do montante reduzido no futuro quando o resultado estiver abaixo da meta. A estratégia está no ajuste das expectativas, pois se as empresas apresentam um resultado presente muito bom, as expectativas nos resultados futuros serão ainda maiores, por conseguinte, serão mais difíceis de serem alcançadas (MOHANRAM, 2003).

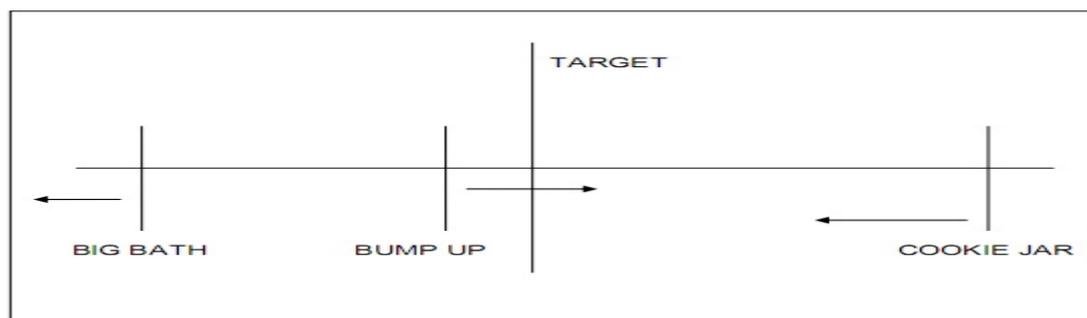


Figura 1: Modalidades de gerenciamento de resultados  
 Fonte: Mohanram (2003, p. 4)

Além dessas práticas de gerenciamento, alguns autores consideram também mais uma modalidade de gerenciamento de resultados que é caracterizada pela prática de se relatar fluxos regulares de receitas, visando a suavização dos resultados, denominada *income smoothing* (MARTINEZ, 2001). O objetivo é evitar excessiva oscilação nos resultados para transmitir ao mercado uma imagem de solidez financeira (MARTINEZ, 2001).

No estudo desenvolvido por Watts e Zimmerman (1986) sobre a teoria positiva, os autores elencaram três hipóteses que ajudam a explicar e prever os incentivos que levam ao gerenciamento de resultados em diversas empresas: hipótese do tamanho ou de custos políticos (*political cost hypothesis*), hipótese do grau de endividamento (*debt/ equity hypothesis*) e hipótese de plano de incentivo (*bonus plan hypothesis*).

Na hipótese de custos políticos, é previsto que as empresas gerenciem seus resultados para reduzir lucros muito elevados. A premissa é que o “tamanho da empresa é um estimador da atenção política que a empresa recebe.” (WATTS, ZIMMERMAN, 1986, p. 139).

A hipótese de grau de endividamento estabelece que as empresas que possuem elevados graus de endividamento são mais propensas ao gerenciamento de resultados que visem ao aumento do lucro. A premissa é que “quanto maior o

grau de endividamento, mais sufocada a empresa estará pelas restrições e condições impostas pelos credores.” (WATTS, ZIMMERMAN, 1986, p. 139).

A hipótese de plano de incentivo sugere que os administradores de empresas que recebem bônus/ remuneração variável tenderão a usar métodos contábeis visando ao aumento do resultado do período. (WATTS, ZIMMERMAN, 1986, p. 139). Portanto, pode ser encontrada no pacote de remuneração uma boa razão para os executivos praticarem o gerenciamento de resultados (MARTINEZ, 2001). O estudo de Healy (1985) é um dos primeiros a propor explicação sobre essa hipótese.

Healy (1985) avaliou a discricionariedade exercida pelos executivos que recebem planos de incentivos, propondo o primeiro modelo econométrico em que foram utilizados os valores dos *accruals* totais como *proxies* para se estimar o gerenciamento de resultados.

Com o registro dos *accruals* totais mensura-se o acréscimo econômico na riqueza da entidade por meio dos ajustes da diferença entre os regimes de caixa e de competência. Entretanto, para a estimação dos *accruals* totais há a necessidade de segregar a parcela dos *accruals* discricionários dos *accruals* não discricionários. Os *accruals* discricionários são os decorrentes da intervenção dos gestores, enquanto que os *accruals* não discricionários são os lançamentos contábeis da realidade do negócio (MARTINEZ, 2001).

Os estudos sobre o tema consideram que os *accruals* discricionários seriam uma *proxy* (sucedâneo) do gerenciamento de resultados, sendo desenvolvidos alguns modelos econométricos para o seu cálculo (TUKAMOTO, 2000; DECHOW et al, 2000; MARTINEZ, 2001).

## 2.4 ESTUDOS ANTERIORES

Na literatura internacional, dentre os estudos que relacionam a remuneração de executivos com o gerenciamento de resultados, podemos destacar o estudo seminal de Healy (1985) no qual o autor examinou se os gerentes manipulam os resultados contábeis para aumentar a sua remuneração na forma de bônus. Uma das pesquisas que utilizou as hipóteses de planos de bônus de Healy (1985) foi o artigo de Degeorge et al (1999), em que os autores encontraram evidências de que os gerentes gerenciam os resultados para evitar perdas de informações e redução do resultado.

Algumas pesquisas estabeleceram um *link* entre os incentivos em ações e o gerenciamento de resultados. Por exemplo, Ke (2001) encontrou em sua análise que os CEOs que tem altos incentivos em ações são mais propensos a engajar no gerenciamento de resultados e que os incentivos em bônus induzem os CEOs (*Chief executive officer*) ao gerenciamento de resultados objetivando a uma seqüência mais longa de ganhos consecutivos. Cheng e Warfield (2005) também encontraram evidências de que os altos incentivos em ações conduzem à prática de gerenciamento de resultados, os autores constataram que os gestores são mais propensos a relatar resultados que atendam ou superam a previsão dos analistas e de que esses gestores vendem mais ações depois do anúncio de resultados. Kadan e Yang (2005) estudaram o relacionamento triangular entre a remuneração baseada em ações, o gerenciamento de resultados e informações privilegiadas, durante os anos de aquisições de concessões. Entre os resultados empíricos constataram que quanto maiores as concessões de opções, maiores serão as extensões do gerenciamento de resultados.

Gao e Shrieves (2002) testaram hipóteses sobre como os componentes de compensação influenciam no gerenciamento de resultados. Para tanto, utilizaram o valor absoluto do *accrual* discricionário corrente para medir o gerenciamento de resultados e chegaram a conclusão de que o gerenciamento de resultados está relacionado com o desenho de contrato da remuneração gerencial.

Alguns estudos que exploraram o gerenciamento de resultados e a remuneração de executivos via opções de ações, consideraram o gerenciamento de resultados para cima sem considerar uma meta específica, com a constatação de que os gerentes aumentam os resultados para elevar o valor das opções de ações (BARTOV, MOHANRAM, 2004; BERGSTRESSER, PHILIPPON, 2006). Outros estudos consideram o gerenciamento de resultados em torno de metas específicas como, por exemplo, o de Macnally et al (2008) que examinou se a concessão de opções de ações explicam a perda na meta de resultados.

No Brasil, as pesquisas relacionadas a remuneração de executivos e gerenciamento de resultados são escassas. Entre as pesquisas realizadas envolvendo gerenciamento de resultados, podemos destacar o estudo de Martinez (2001) em que o autor testou empiricamente vários modelos no mercado brasileiro demonstrando que as empresas brasileiras que possuem resultados muito ruins manipulam esses resultados piorando-os ainda mais a fim de obterem melhores resultados no futuro.

No estudo realizado por Fuji (2004), no setor financeiro, foram encontrados indícios de prática de gerenciamento de resultados nos resultados da conta de provisão para créditos de liquidação duvidosa.

Tukamoto (2004) verificou que as medidas utilizadas para captar indícios de práticas de gerenciamento de resultados não confirmaram a hipótese levantada pela

autora, assim não foram encontrados indícios de diferenças nas acumulações discricionárias entre as empresas que emitem e as que não emitem ADRs. Por outro lado, na pesquisa de Almeida et al. (2005) foram encontrados indícios de gerenciamento de resultados em alguns setores.

Outro estudo que merece destaque e que trata da remuneração de executivos é o de Funchal e Terra (2006), que examinaram os determinantes da remuneração de executivos em quatro países, chegando a conclusão de que há um fraco elo entre o desempenho da empresa e a remuneração dos executivos.

## 3 METODOLOGIA

### 3.1 BASE DE DADOS

A base de dados utilizada neste estudo consiste nas companhias listadas na BOVESPA que emitiram *American Depositary Receipts* (ADRs) nos Estados Unidos, no período de 2002 a 2008. A amostra resultou num total de 41 empresas. Esse universo foi selecionado, porque as empresas de capital aberto emittentes de ADRs são obrigadas a arquivar anualmente o Formulário 20-F, o qual apresenta informações sobre os executivos e suas remunerações.

As empresas emittentes de ADR's, do período considerado, e os dados contábeis das mesmas foram extraídos da base de dados do sistema Económica.

Os Formulários 20-F das empresas foram extraídos do site da SEC. As empresas selecionadas para a análise estão evidenciadas no Quadro 1.

### 3.2 FORMULÁRIO 20-F

O Formulário 20-F trata-se do principal instrumento de evidenciação exigido pela *Security Exchange Commission* (SEC)<sup>3</sup> para as empresas estrangeiras interessadas em emitir ADRs nos Estados Unidos.

Nos Formulários 20-F, são apresentados e discutidos aspectos relacionados a prestação de contas, transparência do negócio da empresa, resultados, estrutura de decisões, performance, riscos e as práticas utilizadas para redução dos riscos.

---

<sup>3</sup> A SEC é o principal órgão regulador norte-americano, equivalente a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

As informações sobre quantidade de membros do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva, assim como as demais informações sobre a idade, mandato e grau de instrução, foram retiradas do item 6, da letra A dos Formulários 20-F.

Com o intuito de esclarecer como são inseridas as informações sobre a remuneração dos executivos, segue um trecho do item 6, da letra B do Formulário 20-F (2008, p. 60), da empresa Companhia de Bebidas das Américas - AMBEV.

**B. Remuneração**

A remuneração global de todos os membros do Conselho de Administração e da Diretoria da AmBev em 2008 pelos serviços prestados em todos os cargos foi de R\$ 26,4 milhões, incluindo remuneração variável (bônus).

A remuneração dos executivos é informada pela maioria das empresas em milhões de reais, agregadamente, para os órgãos da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração. As únicas exceções referente a moeda da remuneração são as empresas ARACRUZ, EMBRAER, GERDAU, NET, PÃO DE AÇÚCAR, PETROBRÁS, SID, UNIBANCO e VALE. Apesar disto, optou-se por converter todos os valores para Dólar, pois como as empresas são emitentes de ADR's, os dados contábeis são fornecidos em Dólares. A conversão foi realizada com o câmbio constante no item 3 do Formulário 20-F.

Apesar do Formulário 20-F possuir uma estrutura, ele apresenta como uma de suas limitações a não padronização nas informações, fato este que dificulta na tabulação dos dados. Assim, ao citar a idade dos conselheiros e dos executivos, algumas empresas fornecem o ano do nascimento, outras fornecem a idade e algumas empresas nem informam este item. A mesma limitação ocorre com as outras variáveis selecionadas.

Com relação a remuneração dos executivos há também uma limitação na tabulação desses dados, pois alguns formulários apresentam a remuneração total

com todas as remunerações variáveis inclusas e em outros formulários há a necessidade de se somar a remuneração variável (bônus) para se chegar a remuneração total.

### 3.3 MODELOS

Conforme Tukamoto (2004) além do modelo de Healy (1985) existem outros modelos para se estimar a prática de gerenciamento de resultados. Entretanto, para fins deste estudo, será utilizado o modelo de Jones Modificado (DECHOW et al, 1995).

O principal desafio dos estudos sobre gerenciamento de resultados consiste em determinar qual modelo estatístico que melhor se adéqua a realidade estudada (MARTINEZ, 2001). É de suma importância a identificação desse modelo estatístico na medida em que ele se torna a ferramenta de análise do estudo proposto.

Com o intuito de identificar a relação existente entre a remuneração de executivos e o gerenciamento de resultados, este estudo foi realizado em duas etapas.

A primeira etapa consistiu em estimar os *accruals* discricionários por meio da utilização do modelo de Jones Modificado (DECHOW et al, 1995).

A segunda etapa foi realizado por meio da relação da variável *accruals* discricionários, calculada na primeira etapa, relacionando-a com a remuneração dos executivos. A equação proposta indica genericamente os controles decorrentes das circunstâncias já especificadas na literatura como motivadoras do gerenciamento de resultados, tais como pequenos lucros, grau de endividamento, entre outros.

### 3.3.1 Primeira Etapa

#### 3.3.1.1 Modelo de Jones Modificado (DECHOW et al, 1995)

No estudo de Dechow et al (1995), os autores compararam cinco modelos para estimar os *accruals* discricionários e constataram que dentre os modelos utilizados a versão modificada do modelo de Jones fornece resultados mais consistentes para se detectar a prática de gerenciamento de resultados. De acordo com os mesmos autores, o fato de o reconhecimento das receitas serem pelo regime de competência, torna-se mais fácil para que os executivos exerçam a discricionariedade, motivo pelo qual foi deduzida a variação das contas a receber da variação das receitas.

Assim como no modelo original de Jones, os *accruals* totais são calculados seguindo as especificações abaixo:

$$ACT_t = (\Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta Cash_t + \Delta STD_t - DEP_t) / AT_{t-1} \quad (1)$$

Onde:

$ACT_t$  = *Accruals* Totais (*Total Accruals*) em t;

$\Delta CA_t$  = Variação no Ativo Circulante em t;

$\Delta CL_t$  = Variação no Passivo Circulante em t;

$\Delta Cash_t$  = Variação em Caixa e equivalentes em t;

$\Delta STD_t$  = Variação em Financiamentos de Curto Prazo no Passivo Circulante em t;

$DEP_t$  = Depreciação e Amortização no período t;

$AT_t$  = Ativo Total em t-1.

De posse dos *accruals* totais, parte-se para a determinação dos *accruals* não discricionários seguindo o modelo proposto por Dechow et al (1995):

$$ACT_t = \alpha_1 (1 / AT_{t-1}) + \alpha_2 ((\Delta REV_t - \Delta REC_t) / AT_{t-1}) + \alpha_3 (PPE_t / AT_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

Onde:

$AT_t$  = Ativo Total em t-1;

$\Delta REV_t$  = Variação da receita líquida no período t;  
 $\Delta REC_t$  = Variação de contas a receber no período t;  
 $PPE_t$  = Permanente no período t;  
 $\varepsilon_t$  = Resíduos da regressão, acumulação discricionária;  
 $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  = Coeficientes estimados por regressão;

No modelo de Jones Modificado (1995), os *accruals* discricionários são os resíduos da regressão. Como os *accruals* discricionários são uma *proxy* para o gerenciamento de resultados, o nível destes variará de acordo com o quão distante de zero estiver o resíduo.

### 3.3.2 Segunda Etapa

#### 3.3.2.1 Modelo Proposto

Na segunda etapa, foi testada a relação da variável *accruals* discricionários, calculada na primeira etapa, com a remuneração total dos executivos. A equação proposta é o seguinte modelo:

$$AD_{it} = \alpha_1 + \beta \$Total_{it} + \gamma \vec{X}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$AD_{it}$  = *Accruals* Discricionários;  
 $\alpha, \gamma$  = Coeficientes estimados por regressão;  
 $\beta$  = Sensibilidade do gerenciamento de resultados em relação à remuneração total;  
 $\$Total_{it}$  = Remuneração total;  
 $\vec{X}_{it}$  = Vetor de variáveis de controle;  
 $\varepsilon_{it}$  = Resíduos da Regressão.

### 3.4 AMOSTRA

De acordo com os dados coletados na base de dados Económica, chegou-se a amostra listada no Quadro 2:

Nº	Empresa	Nº	Empresa	Nº	Empresa	Nº	Empresa
1	Ambev	11	CPFL Energia	21	P. Açúcar-Cbd	31	Tele Nort CI
2	Aracruz	12	Eletróbrás	22	Petrobrás	32	Tele Sud Cel.
3	Bradesco	13	Embraer	23	Sabesp	33	Telebrás (Old)
4	Brasil T Part	14	Embratel Part	24	Sadia S/A	34	Telemar
5	Brasil Telec	15	Fibra	25	Santander	35	Telemig Part
6	Braskem	16	Gafisa	26	Sid Nacional	36	Telesp
7	BRF Foods	17	Gerdau	27	Tam	37	Tim Part S/A
8	Cemig	18	Gol	28	Tele Cen. Cel	38	Ultrapar
9	Cesp	19	ItauUnibanco	29	Tele Les. Cel.	39	Unibanco
10	Copel	20	Net	30	Tele Nord. Cel	40	Vale
41	Vivo						

Quadro 2: Empresas com ADR's.

Fonte: Económica.

Nota: Adaptado pela autora.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para o cálculo da primeira etapa, foi rodada a regressão por meio do modelo de Jones Modificado (DECHOW et al, 1995), obtendo-se os *accruals* discricionários, *proxy* de gerenciamento de resultados. Os dados foram levantados do banco de dados do Economática, gerando os resultados informados na Tabela 1.

**Tabela 1: Regressão: *Accrual total***

Esta tabela apresenta os resultados da regressão estimada pelo modelo de Jones Modificado (DECHOW et al, 1995). A variável dependente é o *accrual total* (ACCT) e as variáveis independentes são: ativo total (\_AT) que é 1 dividido pelo ativo total em t-1; variação da receita líquida no período t menos a variação de contas a receber no período t, dividido pelo ativo total em t-1 (REC) e pela variação do ativo permanente, dividido pelo ativo total em t-1 (PPE).

**Painel A: Regressão: *Accrual total***

Variável Dependente:	ACCT	
	Coefficiente	P-valor
INTERCEPTO	-0.1144717	0.000
_AT	136564.3	0.000
REC	-0.180922	0.000
PPE	-0.029641	0.070

Observações: 237

Prob > F: 0.000

Nota: elaborada pela autora

A Tabela 1 apresenta os resultados da primeira etapa, estimada pelo modelo de Jones Modificado (DECHOW et al, 1995). A regressão compreendeu 237 observações com uma estatística F de 0.000. Os resultados indicaram que todas as variáveis independentes foram estatisticamente significantes, sendo REC e PPE com relação negativa sobre os *accruals* (-0.180922 e -0.029641, respectivamente) e \_AT positivamente relacionado (136564.3).

Os resíduos da regressão rodada da Tabela 1 são os *accruals* discricionários. Os *accruals* discricionários são considerados uma métrica do gerenciamento de resultados. A partir da métrica obtida, será identificada a relação entre a remuneração dos executivos e o gerenciamento de resultados.

A primeira etapa consistiu em rodar uma regressão em painel com efeitos fixos, estimada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). As variáveis utilizadas na regressão foram: 1-) variável dependente - log do *accrual* discricionário obtido na primeira etapa, *proxy* do gerenciamento de resultados (LNACCD1); 2-) variáveis independentes - log da remuneração total, que inclui tanto a remuneração do Conselho de Administração, quanto da Diretoria Executiva (LNREM); log do bônus, que é a remuneração variável em bônus (LNBONUS1); 3-) variáveis de controle - beta, que indica a relação entre o retorno de um ativo e o retorno de mercado (BETA); market-to-book, que é uma relação entre o valor de mercado da empresa e o seu valor patrimonial (MKT); retorno sobre os ativos, que representa o retorno que o ativo total oferece (ROA).

O intuito deste trabalho foi de verificar se o volume de remuneração dos executivos impacta no gerenciamento de resultados. Dessa maneira, espera-se que o coeficiente da remuneração total seja estatisticamente significativo e positivo visto que no volume de remuneração estão incluídas as remunerações variáveis, como por exemplo, a remuneração via ações, opções de ações, entre outras, que incitariam a um gerenciamento de resultados objetivando interesses particulares dos executivos.

Uma das possíveis explicações econômicas para o gerenciamento de resultados poderia ser que os executivos com altos incentivos via ações são mais propensos a gerenciar os resultados para aumentar o valor de suas ações na época da venda. Outra possível explicação seria que os executivos gerenciariam os resultados no momento da outorga da opção de ações para obter um maior lucro na realização da opção.

**Tabela 2: Regressão em Painel com efeitos fixos: *Accrual* discricionário**

Esta tabela apresenta os resultados do painel agrupado de regressão robusta de *accrual* discricionário em log - proxy de gerenciamento de resultados (LNACCD1), controlado pela interação entre as variáveis de remuneração total dos executivos em log (LNREM) e pela variável de bônus também em log (LNBONUS1) e pelas variáveis de características da empresa - Beta, market-to-book (MKT) e retorno sobre o ativo (ROA).

**Painel A: Regressão em Painel com efeitos fixos: *Accrual* discricionário**

Variável Dependente:	LNACCD1	
	Coeficiente	P-valor
INTERCEPTO	-1.045235	0.222
LNREM	0.030936	0.095
LNBONUS1	0.018716	0.505
BETA	-0.405323	0.312
MKT	-0.167523	0.140
ROA	4.615657	0.022

Observações: 164

Prob > F: 0.018

Nota: elaborada pela autora

Considerando 10% o grau de significância da Tabela 2, observamos que apenas duas variáveis apresentaram associação com o *accrual* discricionário. Uma delas é a remuneração total que apresentou coeficiente 0,030936 e p-valor 0,095. Assim, um aumento em 1% na remuneração faz o gerenciamento de resultados aumentar em 0.03%. A outra variável que também apresentou associação com o *accrual* discricionário é o ROA com coeficiente 4.615657 e p-valor de 0,022. No estudo de Gao e Shrieffer (2002), estas duas variáveis também se apresentaram significantes e positivamente relacionadas com os *accruals*<sup>4</sup>.

Contrariando pesquisas anteriores nas quais foram encontradas evidências de que o pagamento em bônus induz a um maior gerenciamento de resultados (HEALY, 1985; DEGEORGE et al, 1999; GAO, SHRIEVES, 2002; KADAN, YANG, 2005), nesta pesquisa não foram encontradas evidências de impactar.

As demais variáveis não se apresentaram estatisticamente significativas, portanto não foram influentes.

<sup>4</sup> Os resultados não são quantitativamente comparáveis com os encontrados por Gao e Shrieffer (2002), pois divergente deste estudo, os autores utilizaram o valor absoluto para o *accrual* discricionário. Além do que os autores estudaram alguns componentes da remuneração e não a remuneração total.

Do fato de existir o Conselho de Administração e a Diretoria Executiva, as características de ambos podem de alguma forma interferir no gerenciamento de resultados, portanto, é possível que o primeiro modelo esteja com variáveis omitidas, viesando os parâmetros. Assim, com o objetivo de controlar outros impactos, optou-se por incluir variáveis de algumas características da Diretoria Executiva, como também do Conselho de Administração, seguindo exemplos de estudos anteriores (CHTOUROU et al, 2001; PARK; SHIN, 2004L. Portanto, as novas variáveis adicionadas ao modelo, são: 1-) referentes ao Conselho de Administração: número de membros que compõe o Conselho (CONADM); idade, é a média da idade de todos os membros do Conselho (IDCA); mandato, é quantidade de anos no Conselho (MANCA); graduação, é a quantidade de membros com graduação (GRACA); pós, é a quantidade de membros com pós-graduação, MBA e especialização (POSCA); mestrado, é a quantidade de membros com mestrado (MESCA); doutorado, é a quantidade de membros com doutorado (DOUTCA); não informados, quantidade de membros que não foram informados a formação acadêmica (NICA); 2-) referentes a Diretoria Executiva: número de membros que compõe a Diretoria Executiva (DIREXEC); idade, é a média da idade de todos os membros da Diretoria Executiva (IDDE); mandato, é quantidade de anos na Diretoria Executiva (MANDE); graduação, é a quantidade de membros com graduação (GRADE); pós, é a quantidade de membros com pós-graduação, MBA e especialização (POSDE); mestrado, é a quantidade de membros com mestrado (MESDE); doutorado, é a quantidade de membros com doutorado (DOUTCA); não informados, quantidade de membros que não foram informados a formação acadêmica (NIDE).

**Tabela 3: Regressão em Painel com efeitos fixos: *Accrual* discricionário**

Esta tabela apresenta os resultados do painel agrupado de regressão robusta de *accrual* discricionário em log - proxy de gerenciamento de resultados (LNACCD1), controlado pela interação entre as variáveis de remuneração em log (LNREM) e pela variável de bônus também em log (LNBONUS1); pelas variáveis de características da empresa - Beta, market-to-book (MKT) e retorno sobre o ativo (ROA) e pelas variáveis de características do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva, sendo: - referente ao Conselho de Administração: número de membros (CONADM); idade (IDCA); mandato (MANCA); membros com graduação (FACCA); membros com pós e MBA (POSCA); membros com mestrado (MESCA); membros com doutorado (DOUTCA); não informados (NICA); - referente a Diretoria Executiva: número de membros (DIREXEC); idade (IDDE); mandato (MANDE); membros com graduação (FACDE); membros com pós e MBA (POSDE); membros com mestrado (MESDE); membros com doutorado (DOUTCA); não informados (NIDE).

**Painel A: Regressão em Painel com efeitos fixos: *Accrual* discricionário**

Variável Dependente:	LNACCD1	
	Coefficiente	P-valor
INTERCEPTO	-1.808354	0.862
LNREM	0.040375	0.067
LNBONUS1	0.006032	0.862
BETA	-0.771705	0.166
MKT	-0.189354	0.049
ROA	4.814177	0.040
CONADM	0.145125	0.130
IDCA	-0.028122	0.263
MANCA	0.022376	0.930
FACCA	1.058916	0.462
POSCA	1.916430	0.167
MESCA	-0.057775	0.700
DOUTCA	-0.170356	0.833
NICA	0.399241	0.734
DIREXEC	0.113171	0.271
IDDE	0.037586	0.261
MANDE	0.090067	0.775
FACDE	-2.810774	0.170
POSDE	-2.480951	0.168
MESDE	-2.886534	0.144
DOUTDE	-6.050622	0.104
NIDE	-1.808354	0.692

Observações: 139

Prob > F: 0.0126

Nota: elaborada pela autora

Observa-se na Tabela 3, que após a inserção das variáveis de controle das características do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva, não houve alteração nos padrões das variáveis de remuneração, ou seja, os padrões são semelhantes aos da regressão sem estes controles. Portanto, considerando também 10% o grau de significância da Tabela 3, novamente o bônus não apresentou significância no âmbito brasileiro, não evidenciando impactar no gerenciamento de

resultados, divergente de estudos internacionais como, por exemplo, o de Healy (1985) que apresentou evidências de que as políticas dos *accruals* dos executivos estão relacionadas com os contratos de incentivos via bônus. Com relação a remuneração total, permanece a significância com coeficiente 0.040375 e p-valor 0.067. Assim, um aumento em 1% na remuneração faz o gerenciamento de resultados aumentar em 0.04%.

A variável que alterou a significância foi o market-to-book (MKT) que se tornou negativamente significativo, com coeficiente -0.189354 e p-valor 0.049, o que corrobora com a pesquisa de Kadan e Yang (2005)<sup>5</sup>.

As demais variáveis parecem não exercer influência sobre os *accruals* discricionários, pois não são estatisticamente significativas. Os resultados, portanto, sugerem que o efeito da composição do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva das empresas da amostra não apresenta evidências de impactar no gerenciamento de resultados.

---

<sup>5</sup> Os resultados não são quantitativamente comparáveis com os encontrados por Kadan e Yang (2005), pois divergente deste estudo, os autores utilizaram o *accrual* discricionário escalado pelo tamanho do ativo, sendo analisado o gerenciamento somente sobre os CEO's. Além disto, os bônus foram escalados pela remuneração total.

## 5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa teve como objetivo principal identificar a relação existente entre a remuneração de executivos e o gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras que negociaram ADRs no intuito de fornecer subsídios sobre se o volume de remuneração paga aos executivos gera incentivos para que eles gerenciem os resultados.

A análise se procedeu em duas etapas. Na primeira etapa foi rodada a regressão de Jones Modificado (DECHOW et al, 1995) para a obtenção do *accrual* discricionário (*proxy* do gerenciamento de resultados). A segunda etapa consistiu em rodar regressão em painel com efeitos fixos, estimada pelo método dos mínimos quadrados ordinários para capturar a relação entre o volume de remuneração de executivos e o gerenciamento de resultados. De posse dos resultados, conclui-se que o volume de remuneração dos executivos apresenta evidências de impactar no gerenciamento de resultados, mas aparentemente a remuneração via bônus não apresenta evidências de impactar.

Como na remuneração total estão inclusas a remuneração da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração, foram adicionadas variáveis de controle com as características de ambos os setores devido à provável problema de viés ao modelo, sendo rodada mais uma regressão. Entretanto, ao se analisar conjuntamente todas as variáveis, não foram constatadas alterações estatísticas permanecendo a mesma análise efetuada anteriormente, ou seja, de que o volume de remuneração total gera incentivos para a prática de gerenciamento de resultados.

Apesar das limitações referentes às informações prestadas pelas empresas selecionadas no Formulário 20-F, sugere-se para futuras pesquisas identificar o

impacto de cada um dos componentes da remuneração variável dos executivos, particularmente em opções, ações, bônus e planos de incentivos de longo prazo, no gerenciamento de resultados.

Uma das limitações do estudo se deve a problemas de seleção adversa e ao fato de as amostras serem muito homogêneas. Outra limitação a ser considerada é com relação ao pequeno número de empresas brasileiras que reportam o Formulário 20-F, portanto, sugere-se ampliar o campo deste estudo para as empresas dos países da América do Sul que reportam o mesmo formulário.

## REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, J. E. F.; LOPES, A. B.; TONIATO, J.; COSTA, F. M. **Earnings management and industry classification in Brazil: an exploratory investigation**. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2005, São Paulo. Anais eletrônicos... Disponível em: <<http://www.congress USP.fipecafi.org/artigos52005/582.pdf>>. Acesso em: 20 ago.2009.
- BARTOV, E.; MOHANRAM, P. Private information, earnings manipulations, and executive stock option exercises. **The Accounting Review**, 79, 4, p. 889-920. 2004
- BERGSTRESSER, D., PHILIPPON, T. CEO Incentives and Earnings Management. **Journal of Financial Economics**, 80, 511-529, 2006.
- BLOOM, M.; MILKOVICH, G. Relationship among risk, incentive pay, and organizational performance. **Academy of Management** . v. 41, n. 3, p. 283-297, Jun. 1998.
- BRIGHAM, E.F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2001.
- CHENG, Q.; T. WARFIELD. Equity Incentives and Earnings Management. **The Accounting Review**, v. 80, p. 441-476, Apr. 2005.
- CHTOUROU, S. M.; BÉDARD, J.; COURTEAU, L. Corporate governance and earnings management. **Working Paper**, Apr. 2001. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=275053](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=275053). Acesso em: 05 jun. 2010.
- CONYON, Martin J. Executive compensation and incentives. **Academy of Management Perspectives**, p. 25-40, Feb. 2006.
- CRAWFORD, V. P.; GUASCH, J. L. The theory of contracts and agency. **American Journal Agricultural Economics**, p. 373-379, May 1983.
- DECHOW, P. M.; SKINNER, D. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. **Accounting Horizons**. n. 14, v. 2, 2000.
- \_\_\_\_\_; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**. Sarasota, 70 (2), p. 193-225, 1995.
- \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, n. 13, p.1-36, 1996.
- DEGEORGE, F., PATEL, J., ZECKHAUSER, R., Earnings management to exceed thresholds. **The Journal of Business**, n. 71, v.1, p. 1–33, 1999.
- FUJI, A. H. **Gerenciamento de resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras**. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador – BA. **Anais Eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. 1 CD-ROM.

GAO, P.; SHRIEVES, R. Earnings management and executive compensations: a case overdose of option and underdose of salary? **Working Paper**, 2002.

GITMAN, L. J. Princípios de administração financeira. 2 ed. São Paulo: Harbra, 2001.

HEALY, P. M. The effect of bonus schemes of accounting decisions (Symposium on Management Compensation and the Managerial Labor Market). **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, 7, p. 85-107, Apr. 1985.

\_\_\_\_\_; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**. Sarasota, 13 p. 365-383, 1999.

HOLMSTRON, B. Moral hazard and observability. **The Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 74 – 79, 1979.

HULL, J. **Introdução aos mercados futuros e de opções**. São Paulo: Cultura Editores Associados e BMEF, 5 ed., 1998.

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2008.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior agency, costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

\_\_\_\_\_; MURPHY, K. J.. Ceo incentives: it's not how much you pay, but how.

**Harvard Business Review**, n. 3, may 1990.

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=146148](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146148). Acesso em: 05 jun. 2010.

KADAN, O.; YANG, J. Executive stock options and earnings management: a theoretical and empirical analysis. **Working Paper**, 2005.

KE, B. Why do CEOs of publicly traded firms prefer reporting small earning increases and long strings of consecutive earnings increases. **Working paper**, Pennsylvania State University, 2001.

MARTINEZ, A. L.. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuaria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MACNALLY, M. L., SRIVASTAVA, A.; WEAVER, C. D. Executive stock options, missed earnings target, and earnings management. **The Accounting Review**, v. 83, n. 1, p. 185-216, 2008.

MEHRAN, H. , Tracy, J. The effect of employee stock options on the evolution of compensation in the 1990s. **Economic Policy Review**, v. 7, n. 3, Dec. 2001.

MOHANRAM, P. How to Manage Earnings Management, **Accounting World**, Oct., 2003.

MURPHY, K. J. Executive compensation. In. ASHENFELTER, O.; CARD, D. (eds.). **Handbook of labor economics**, v. 3, Amsterdam: North Holland, April, 1999.

PARFET, W. U. Accounting Subjectivity and Earnings Management: a Preparer Perspective. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 4, p. 481-488, Dec. 2000.

PARK, Y. W., SHIN, H. H. Board composition and earnings management in Canada. **Journal of Corporate Finance**, p. 431-457, 2004.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

SCHIPPER, K.. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**. Sarasota, v. 3, p. 91-102, Dec. 1989.

TUKAMOTO, Y. S. **Contribuição ao estudo do gerenciamento de resultados**: uma comparação das companhias abertas brasileiras emissoras de ADR e não emissoras de ADRs. 2004. 132 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2000.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L.; **Positive Accounting Theory**. New Jersey: Prentice-Hall of Englewood Cliff, 1986.