

SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3 SOB A ÓTICA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA¹

PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY AND ACCOUNTING EARNINGS MANAGEMENT: AN ANALYSIS OF THE COMPANIES LISTED IN B3 FROM THE PERSPECTIVE OF CORPORATE GOVERNANCE

Bruna Tyska²
Fernanda Gomes Victor³

RESUMO

No âmbito da governança corporativa, a remuneração executiva é considerada um mecanismo interno que pode ser utilizado para atenuar conflitos, alinhando interesses de administradores e proprietários ao tornar a remuneração dos executivos sensível ao desempenho da empresa (variação de seu valor de mercado). Contudo, a remuneração pode se tornar um mecanismo perverso, incentivando os administradores a utilizarem a discricionariedade contábil, medida a partir dos *accruals* discricionários apropriados no resultado do período, para influenciar sua remuneração. O objetivo deste estudo é analisar se a sensibilidade da remuneração executiva (PPS) pode estar relacionada ao gerenciamento de resultados contábeis nas empresas listadas na B3, partindo da premissa de que, nas empresas com planos de remuneração mais atrelados ao desempenho (maior PPS), os gestores possuem maiores incentivos para gerenciarem resultados contábeis. A pesquisa se caracteriza como quantitativa, explicativa, e foi realizada através de análise documental, com uso de dados em painel, agrupados por séries temporais empilhadas. A amostra final compreendeu 80 empresas. Os principais resultados indicam que a PPS apresenta resultados negativos, de modo que uma variação no valor de mercado pode influenciar negativamente a remuneração. Os *accruals* discricionários apresentaram resultados negativos, indicando sua utilização para diminuir resultados. Com relação ao objetivo principal deste estudo, não foi possível constatar relação positiva entre os *accruals* discricionários e a PPS. Ativo total, endividamento, setores e PPS defasada são variáveis capazes de influenciar a PPS. Portanto para esta amostra, não foi possível constatar indícios de práticas de gerenciamento de resultados contábeis destinados a influenciar a remuneração executiva.

Palavras-chave: Remuneração Executiva. Sensibilidade da Remuneração Executiva. Gerenciamento de Resultados Contábeis. Governança Corporativa.

ABSTRACT

In the scope of the corporate governance, the executive compensation is regarded as an internal mechanism that can be used to mitigate conflicts, aligning managers and owners'

¹ Trabalho de Conclusão de Curso apresentado, no primeiro semestre de 2019, ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis

² Graduanda do curso de Ciências Contábeis da UFRGS. (bruuna.tyska@gmail.com).

³ Orientadora. Professora Adjunta do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS. Doutora em Administração. Mestre em Ciências Contábeis. (fernanda.victor@ufrgs.br).

interests by making the executives remuneration sensitive to the company's performance (variation of its market). However, the compensation can become a wicked mechanism when encouraging managers to use the accounting discretionary, measured by the discretionary accruals suitable in the period results, to impact on the remuneration. This study aims to analyse if the sensitivity of the executive remuneration (Pay-Performance Sensitivity - PPS) can be related to the managing of accounting results in the companies that are listed on B3, on the assumption that in companies with remuneration planning linked to the performance (PPS) its managers have more incentives to manage the accounting results. The research is characterized as quantitative, explanatory and was held through the documental analysis using data panel, grouped according to temporal series. The final sample has 80 companies. The main results show that PPS has negative results, which means that a variation in the market value can influence remuneration negatively. The discretionary accruals presented negative results indicating its use to diminish results. In Relation to the main goal of this study, it is not possible to established a positive relation between the discretionary accruals and PPS. Total assets, indebtedness, sections and lagged PPS are variables that can influence the PPS. Therefore, for the sample, it cannot be determined that evidences of accounting results managing practices are intended to affect the executive remuneration.

Keywords: Executive Remuneration. Pay-Performance Sensitivity. Accounting Results Managing. Corporative Governance.

1 INTRODUÇÃO

Swerts e Araújo (2002) afirmam que a contabilidade é tão antiga quanto as primeiras civilizações humanas, tendo se desenvolvido com a necessidade de controle e informações dos bens. Cotrin, Santos e Zotte Junior (2012) sustentam a ideia de que a contabilidade é uma ferramenta utilizada pelas organizações para a tomada de decisões, tendo evoluído até se tornar uma ferramenta de controle e de apoio, sendo fonte de informações.

Segundo o CPC 00 (R1) (2011), as demonstrações contábeis são elaboradas para usuários externos, objetivando fornecer informações para a tomada de decisões. Machado, Bianchi e Silveira (2009) relatam que a globalização impulsionou o crescimento do mercado de capitais, gerando a separação da propriedade e aumento na concorrência nos mercados. As autoras ressaltam que a separação de propriedade, gerou o conflito de agência, criando a assimetria da informação. A Teoria da Agência para Grinblatt e Titman (2005) e Iudícibus (2015) representa a divergência de interesses entre proprietários e acionistas, e a empresa é entendida como um conjunto de contratos entre estes participantes.

Segundo Ross *et al.* (2013), os administradores tomam decisões pelos acionistas, buscando maximizar o valor das ações da organização e, por isso, os objetivos entre eles devem estar alinhados. Entretanto, a maneira que uma empresa é administrada pode afetar a informação contábil que chega aos usuários, pois, para Rosseti e Andrade (2016) os administradores também buscam satisfazer seus objetivos pessoais, tais como prestígio e seus ganhos, utilizando práticas como autobenefícios por meio do gerenciamento de resultados (GR).

Domingos *et al.* (2017) e Martinez (2013) conceituam o gerenciamento de resultados como uma prática crítica, responsável pela modificação proposital e sem restrição dos resultados contábeis para atingir um determinado objetivo, que afeta os dados de desempenho da entidade. Apesar dessa alteração, Dias *et al.* (2016) sugerem que contabilidade criativa é um termo novo, efetuado dentro das normas contábeis e que, mesmo com a modificação de valores contábeis, não significa fraude, apesar de influenciar nas decisões. Para minimizar

este problema, surgem incentivos para que o executivo trabalhe maximizando os resultados dos acionistas, uma vez que estes têm o poder de conduzir a atuação da entidade.

Ross *et al.* (2013) e Carvalho e Devede Junior (2012) comentam que os executivos recebem incentivos para aumentar o valor e o desempenho da empresa e relacionam que a estrutura de incentivos de uma empresa pode impactar na remuneração. Ainda, associam a sensibilidade da remuneração dos administradores com o desempenho da empresa, sendo que a elasticidade é maior em alguns setores econômicos, geralmente os não regulados. Victor (2013) relaciona a remuneração como ferramenta da governança corporativa, utilizada para atingir os objetivos estabelecidos quanto ao desempenho da organização, mas esclarece que o seu uso pode induzir à busca de benefícios privados, ocasionando a manipulação de resultados contábeis a partir do gerenciamento de resultados.

Silveira (2002) cita que as empresas têm adotado mecanismos intentando nivelar os interesses dos acionistas com os dos administradores. Esses mecanismos, para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015), formam a Governança Corporativa, sendo o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e pelo qual os interesses dos administradores se tornam semelhantes aos dos acionistas. Conforme Bergstresser e Philippon (2006), a remuneração é uma forma de aproximar os interesses entre o principal e o agente, além de minimizar a possibilidade de um administrador tomar decisões favoráveis para alguns investidores. Entretanto, Bergstresser e Philippon destacam a probabilidade de utilização de discricionariedade nos relatórios, assim, as companhias com maiores índices de gerenciamento de resultados estão relacionadas a uma maior sensibilidade da compensação dos seus diretores. Para Amzaleg *et al.* (2014), essa maior sensibilidade da performance da remuneração ocasiona melhores resultados corporativos, uma vez que os administradores efetuam maiores esforços para aperfeiçoar o rendimento da organização.

Considerando que a sensibilidade do pagamento dos executivos pode impactar a manipulação de resultados contábeis, surge a seguinte questão de pesquisa: **como a sensibilidade da remuneração executiva pode estar relacionada ao gerenciamento de resultados contábeis nas empresas listadas na B3 sob a ótica da governança corporativa?** Para responder a esta questão, o objetivo deste estudo é analisar se a sensibilidade da remuneração executiva pode estar relacionada ao gerenciamento de resultados contábeis nas empresas listadas na B3 sob a ótica da governança corporativa. Para tanto, realiza-se a revisão dos modelos de determinação de resultados contábeis, a investigação do papel da remuneração na governança corporativa e a verificação de como os gerenciamentos de resultados contábeis podem influenciar a remuneração executiva.

Pesquisas sobre remuneração executiva são consideradas recentes, tendo iniciado em 1970 no Reino Unido e nos Estados Unidos, mas, segundo Araujo e Ribeiro (2017), foi a partir da década de 80 que ocorreram em maior quantidade, tendo como base as pesquisas desenvolvidas por Murphy, Jensen e Conyon, principais autores sobre o assunto. No Brasil, Araujo e Ribeiro ressaltam que estudos envolvendo remuneração executiva e retorno da empresa como ferramenta da governança são recentes, existindo poucos materiais na literatura, que aparecem a partir de 2009 com a obrigatoriedade da divulgação de informações de remuneração executiva. Devido à remuneração dos executivos ser influenciada pelo desempenho econômico da empresa, esse pode conter manipulação de dados contábeis. Ainda, espera-se que a governança corporativa reduza o gerenciamento de resultados. Guthrie, Kwon e Sokolowsky (2017) sugerem que a sensibilidade da remuneração executiva (*Pay-Performance Sensitivity - PPS*) pode ser um reflexo de um conflito de agência e que os incentivos dos executivos são um mecanismo de governança.

Devido a essas lacunas, torna-se necessário relacionar os dois assuntos, verificando as influências entre a PPS e gerenciamento de resultados, isso porque as pesquisas nessa área ainda são inconclusivas se os mecanismos de governança têm impactos sobre o

gerenciamento de resultados e sobre a remuneração executiva. Além disso, a manipulação de dados tem impacto na qualidade da informação contábil gerada, afetando o mercado de capitais. Portanto, é importante estudar a relação entre gerenciamento de resultados contábeis e a sensibilidade da remuneração executiva como mecanismos de governança, desencadeando a necessidade de realizar novos estudos, tornando este estudo relevante para contribuir com novas informações do tema.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, são abordados os aspectos referentes a PPS, gerenciamento de resultados contábeis e governança corporativa, além de relacionar outros estudos desenvolvidos nessa temática.

2.1 O PAPEL DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O papel da contabilidade é gerar e transmitir informações para o processo decisório dos seus usuários. A informação influencia a decisão, tendo valor se a sua utilização diminuir a incerteza da decisão (PADOVEZE, 2015; IUDICIBUS, 2015). Ela possibilita a interpretação dos atos e fatos contábeis, pela emissão de relatórios baseados em informações úteis, com base nas necessidades dos usuários. Destaca-se que a composição desses relatórios não é obrigatoriamente realizada de forma escrita, sendo possível transmitir dados por meio de itens não textuais que auxiliem na compreensão dos usuários (SCHMIDT; SANTOS; MARTINS, 2014).

A qualidade da informação para Reis (2015), Schmidt, Santos e Martins (2014) e Padoveze (2015) é definida pelo receptor, sendo relacionadas as características da informação contábil que aumentem a qualidade de decisão. Lopes e Martins (2014) argumentam que essa é necessária para suprir a assimetria da informação entre os usuários, pois alguns necessitam obter dados para suas análises nas informações liberadas pela empresa em seus relatórios, como as demonstrações contábeis.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC, 2011), por meio da Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, ou, CPC 00 (R1) estabelece que as informações emitidas pelas entidades sejam usadas como parâmetro para medir a eficiência da administração, devendo assim ser de qualidade. Esta estrutura define que se a informação "[...] é para ser útil, ela precisa ser relevante e representar com fidedignidade o que se propõe a representar. A utilidade é melhorada se ela for comparável, verificável, tempestiva e compreensível" (CPC 00, 2011, p. 14). Essas características devem ser refletidas nas técnicas contábeis e na gestão administrativa, assim como em uma informação contábil de maior qualidade.

Lopes e Martins (2014) relatam que os executivos podem agir em favor de seus benefícios, prejudicando os acionistas devido a fatores como o sistema de remuneração adotado pela empresa, às restrições dos credores quanto ao financiamento da entidade e à estrutura de mercado quanto à concorrência. Um ou mais desses fatores pode afetar a gestão dos administradores, ao tentarem maximizar ou minimizar itens para alcançar melhores resultados no período em que são responsáveis pela empresa, mesmo que para isso, uma vez que precisam alterar a qualidade da informação. Da mesma forma, Paulo (2007) e Martinez (2001) descrevem que essas alterações propositais ou critérios alternativos, surgem do poder de discricionariedade, baseado em políticas contábeis permitidas pela regulamentação existente nesta área, sem significar fraude. Assim, os administradores podem manejar

intencionalmente os resultados contábeis, gerenciando-os, para atender a propósitos que não são para expressar a realidade, entre eles, obter vantagens, mesmo que signifique perda para os acionistas.

Healy e Wahlen (1999) citam que o gerenciamento de resultados acontece quando os administradores utilizam de julgamento para influenciar resultados, motivados por regulamentações governamentais ou contratuais ou para atender expectativas do mercado. Quanto às motivações para o gerenciamento de resultados contábeis, Martinez (2001) complementa que podem estar relacionadas com a teoria de agência ao modificar a percepção do risco pelo analista, como diminuir lucros para não sofrer aumento de impostos, ou que executivos que recebem parcelas variáveis podem manejar os resultados para satisfazer seus interesses financeiros.

Silva *et al.* (2019) citam que estudar o gerenciamento de resultados é importante devido ao seu impacto no lucro líquido. Martinez (2001) estabelece *accruals* como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa, sendo assim, os ajustes que não têm relação com movimentação das disponibilidades da empresa. Gunny (2010) divide os acréscimos como discricionários e não discricionários. Paulo (2007) descreve os *accruals* discricionários como acumulações artificiais usadas na manipulação de resultados contábeis, efetuados pelo julgamento da administração de políticas contábeis. *Accruals* não discricionários são relacionados à atividade da entidade e o regime de competência, resultando em valores que foram registrados na competência correta, mas que não efetuaram movimentações no fluxo de caixa.

O Quadro 1 descreve os principais modelos desenvolvidos com o objetivo de medir o gerenciamento de resultados na literatura.

Quadro 1 - Principais Modelos de Gerenciamento de Resultados e suas Metodologias

Modelo / Ano	Método de determinação do Gerenciamento de Resultados através de
Jones / 1991	<i>Accruals</i> não discricionários, através da relação entre variação de receitas líquidas pelo ativo total, variação do ativo imobilizado e diferido divididos pelo ativo.
Jones Modificado / 1995	<i>Accruals</i> discricionários, com uso da regressão entre receita, ativo, clientes e imobilizado.
KS / 1995	<i>Accruals</i> discricionários, através da relação entre custos e despesas, capital de giro, financiamentos de curto prazo, contas a receber e ativos.
Pae / 2005	Adaptações no Modelo de Jones, relacionando-o ao fluxo de caixa operacional e das reversões de <i>accruals</i> .

Fonte: elaborado a partir de Paulo (2007).

Os mecanismos de governança corporativa têm como função, consoante Rosseti e Andrade (2016), maximizar os interesses das partes interessadas e minimizar problemas, como assimetria da informação e gerenciamento de resultados, que gerem conflitos que afetem este fim. Segundo o IBGC (2015), os princípios básicos da governança corporativa estão relacionados ao fornecimento das informações necessárias para a tomada de decisões, tratar todas as partes interessadas, como iguais perante a administração, prestação de conta dos administradores quanto aos seus atos e zelar pelo equilíbrio econômico e financeiro da empresa, buscando melhorar as externalidades relacionadas à organização.

Apesar da propagação desses conceitos, estes não impedem a ocorrência de ações contrárias às boas práticas ou fraudes. Assim, haja vista que existem algumas categorias de governança corporativa no Brasil, nota-se a importância de analisar qual o impacto do gerenciamento de resultados na gestão corporativa e em seus mecanismos, como a remuneração. Desta forma, Lobo, Manchiraju e Sridharan (2018) associam o aumento no gerenciamento de resultados em ano posterior à queda de desempenho das empresas, e, conseqüentemente, da remuneração dos gerentes como forma de restabelecer o nível anterior de incentivos que esses recebem, salientando que os mecanismos de compensação devem ser

utilizados com cuidado para evitar consequências inesperadas em caso de ausência de estrutura de monitoramento. Consequentemente, a estrutura da remuneração executiva pode influenciar melhores desempenhos organizacionais ou ocasionar impactos por meio da manipulação da gestão de resultados contábeis.

2.2 REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E SEU PAPEL NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Victor (2013), Alves e Krauter (2014) definem a remuneração executiva como salário fixo e variável, assim como o pacote de benefícios. Por remuneração variável, entende-se o pagamento de bônus por atingir metas e pacotes de compras de ações. Assim, remuneração pode ser definida como a forma como os executivos são remunerados por coordenar sociedades para os investidores. Para Ross (1973), a remuneração dos executivos é decidida por políticas de mercados ou negociações, baseadas na utilidade entre principal e agente. Assim, a remuneração está relacionada à forma como as empresas atraem e retêm profissionais qualificados e talentosos.

O IBGC (2015, p. 54) estabelece que "a remuneração apropriada favorece o alinhamento de objetivos e evita conflitos de interesses". A diversificação nas formas de remuneração deve ser fixada baseada, segundo o IBGC (2015), em procedimentos de aprovação transparentes, como a vinculação aos resultados, às metas da companhia e aos riscos do cargo ocupado, sendo fixada de acordo com objetivos possíveis e que não comprometam a saúde financeira da empresa.

Ainda, com base nos princípios da governança corporativa, fixados pelo IBGC (2015), os pagamentos efetuados para os CEOs devem ser divulgados individualmente e suas parcelas classificadas como fixa, variável e benefícios, sendo que devem ser divulgadas as políticas de remuneração e metas de longo prazo, se existir. Quanto à divulgação, a B3 (2017), estabelece, no art. 19 da Nova Versão do Regulamento do Novo Mercado, que o valor da remuneração anual, fixa ou variável, deve ser divulgada no relatório de referência. Também há regulamentação na Instrução Normativa (IN) nº 480, emitida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2009). A IN nº 480, classifica as empresas nas categorias "A" e "B", cuja diferenciação está relacionada ao tipo de títulos. Assim, as empresas categorizadas no item "B" não podem emitir títulos e ações conversíveis em ações. Ainda, quanto ao formulário de referência, o anexo 24 dessa IN, cita quais itens são facultativos de preenchimento pela categoria B, sendo um desses itens, a remuneração dos administradores (CVM, 2009).

Quando se trata da não divulgação dos valores da remuneração e sua composição por parte de algumas instituições, Victor (2013, p. 47) cita que "a não divulgação de informações pode estar sendo incentivada por conflitos de interesse, e não por questões relacionadas à segurança dos executivos", pois, a divulgação torna mais difícil esconder o nível de sensibilidade à remuneração executiva. Deste modo, a remuneração executiva pode ser considerada como uma das ferramentas de governança corporativa, por reduzir as divergências de interesses relacionados à Teoria da Agência. Rosseti e Andrade (2016, p. 181) relatam que a governança pode reduzir os "[...] conflitos e custos de agência, pela transparência e controle das remunerações e benefícios autoatribuídos pela alta administração. Em contrapartida, aumento dos custos transacionais dos conselhos, da direção e dos auditores, resultantes dos altos riscos assumidos pela gestão". Assim, a remuneração dos executivos deve ser atribuída pelo conselho de administração, bem como a prática de remunerar administradores ou funcionários a partir de ações.

Além disso, os arts. nº 36, nº 38 e nº 40 da IN nº 480, citam que desde que cumpridos os requisitos desta IN, as empresas que estejam em processo de recuperação judicial estão dispensadas de entregar o formulário de referência até a entrega do relatório circunstanciado

em juízo, e as empresas em falência ou em liquidação também estão dispensadas de entregar as informações periódicas, com exceção do formulário cadastral, incluindo assim, o formulário de referência. Assim sendo, apesar da obrigatoriedade em revelar as informações da remuneração executiva, nota-se que existem exceções para as empresas da categoria B e aquelas em situações especiais.

Quanto à ligação entre remuneração e desempenho, Murphy (1985) defende que o desempenho da organização é positivamente interligado à remuneração dos seus executivos. O fato de esta estar vinculada ao desempenho, não significa que as compensações estão relacionadas apenas a eventos passados, pois o desempenho da empresa pode estar associado com a remuneração dos seus administradores. Assume-se, desta maneira, que existe sensibilidade da remuneração ao desempenho, chamada na literatura de '*Pay-For Performance Sensitivity*' (PPS). Jensen e Murphy (1990) citam a PPS como a mudança de um dólar para cada mil dólares na riqueza do acionista. Assim, se o valor da PPS for mais alto, indicará um alinhamento de interesse entre as partes na tomada de decisões.

Para diminuir a assimetria de interesses gerada na teoria da agência, Chou e Lee (2018) sublinham que é preciso utilizar incentivos para que a riqueza dos administradores esteja vinculada com a performance da gestão de resultados esperada pelos acionistas. Sun (2009) constatou o equilíbrio entre a sensibilidade de desempenho salarial com o gerenciamento de resultados contábeis, e, devido à assimetria da informação, os acionistas não conseguem medir se os relatórios estão manipulados ou não. Sun (2009) sugere que a PPS diminui em resposta a políticas de governança corporativa. Destarte, é importante medir a sensibilidade da remuneração executiva, uma vez que esta pode estar relacionada à possibilidade de manipulação de resultados contábeis. A remuneração executiva é um mecanismo de governança corporativa, sendo evidente a necessidade de estudar como a PPS pode influenciar os resultados contábeis e se ambos afetam as estruturas de governança.

2.3 ESTUDOS RELACIONADOS

Cornett, McNutt e Tehranian (2009) analisaram se os mecanismos de governança corporativa influenciam o gerenciamento de resultados em grandes *holdings* bancárias. A manipulação de resultados para os autores é determinada no interior da organização, assim como as práticas de governança corporativa, entretanto, algumas ações desta tentam controlar as práticas arbitrárias da gestão de resultados. Em vista disso, medidas de desempenho são negativamente relacionadas ao gerenciamento de resultados, enquanto a PPS é positivamente relacionada ao gerenciamento de resultados. Conclui-se que pagamentos baseados em desempenho dos executivos induzem à manipulação de resultados. Victor (2013) buscou identificar os impactos da divulgação obrigatória dos valores de remuneração referentes à PPS. Como resultados, encontrou PPS positiva, significando que a remuneração é sensível ao desempenho. O endividamento se relaciona negativamente com o valor de mercado. Victor conclui que a necessidade de maior transparência para seus usuários pode afetar positivamente a PPS.

Sun (2014) diagnosticou que existe uma associação positiva entre a manipulação de resultados contábeis e os incentivos de pagamentos dos executivos, sendo necessário incentivos extras devido à possibilidade de manipulação. Demonstrou que a PPS diminui em resposta a políticas de governança, já que este mecanismo induz a esforços adicionais a fim de evitar o aumento nos custos de gerenciamento de resultados, dado que são necessários incentivos menores para obter bons resultados de desempenho e a manipulação tende a diminuir.

Beuren, Silva e Mazzioni (2014) buscaram analisar se a remuneração dos executivos está correlacionada com o tamanho e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.

Os autores concluem que há relação positiva entre remuneração e desempenho, mas que o alinhamento da remuneração é relacionado aos indicadores de mercado, não existindo relação com os indicadores financeiros. Entretanto, a remuneração foi medida como negativamente relacionada ao tamanho da empresa.

Chen *et al.* (2015) investigaram o gerenciamento de resultados sobre a ótica da influência na liquidez das ações. Constataram que empresas com maior liquidez apresentam preferências por não adotar o gerenciamento de resultados baseados em *accruals*, mas que o efeito da manipulação dos dados contábeis é maximizado em empresas com alta sensibilidade no pagamento por desempenho. Concluem que a maior liquidez das ações reduz o gerenciamento de resultados como mecanismo de governança.

Panussi Filho e Carmona (2016) estudaram a relação entre os sistemas de recompensas dos executivos e o gerenciamento de resultados contábeis, com base no sistema de governança corporativa. Eles identificaram que as práticas de gerenciamento de resultados estão relacionadas positivamente aos sistemas de remuneração executiva e que a governança corporativa explica esta relação. Averiguaram que os executivos gerenciam os *Accruals* em favor das suas recompensas e que as empresas com níveis diferenciados de governança corporativa são as mais propensas a gerenciarem resultados.

Domingo *et al.* (2017) buscaram identificar a prática de gerenciamento de resultados contábeis no período próximo à realização da oferta pública de ação, por meio da comparação entre os modelos de Jones Modificado e Pae. Os autores reconheceram a prática de gerenciamento de resultados pelas acumulações discricionárias. Observaram que as acumulações discricionárias negativas acontecem quando as empresas buscam diminuir seus resultados, mantendo um padrão de resultado estável. Já as acumulações discricionárias positivas são relacionadas ao aumento de resultados, para que a empresa seja melhor avaliada pelos analistas.

Guthrie, Kwon e Sokolowsky (2017) estudaram a sensibilidade dos pagamentos por desempenho antes e após a implantação das penalidades da lei SOX, constatando que as sobreavaliações dos resultados foram uma consequência, tanto nos custos como nos benefícios, não intencional do pagamento de incentivos. Os autores ainda destacam que a governança corporativa pode mitigar, mas não eliminar completamente esses conflitos, sendo este um problema ético do mercado de capitais. Desse jeito, o principal pode induzir, a partir do pagamento por desempenho, o agente a manipular os resultados em detrimento de outro principal.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção, são abordados os procedimentos metodológicos, como a definição da amostra e os procedimentos utilizados na coleta de dados, assim como os modelos estatísticos utilizados neste estudo.

3.1 AMOSTRA E PROCEDIMENTO DE COLETA DE DADOS

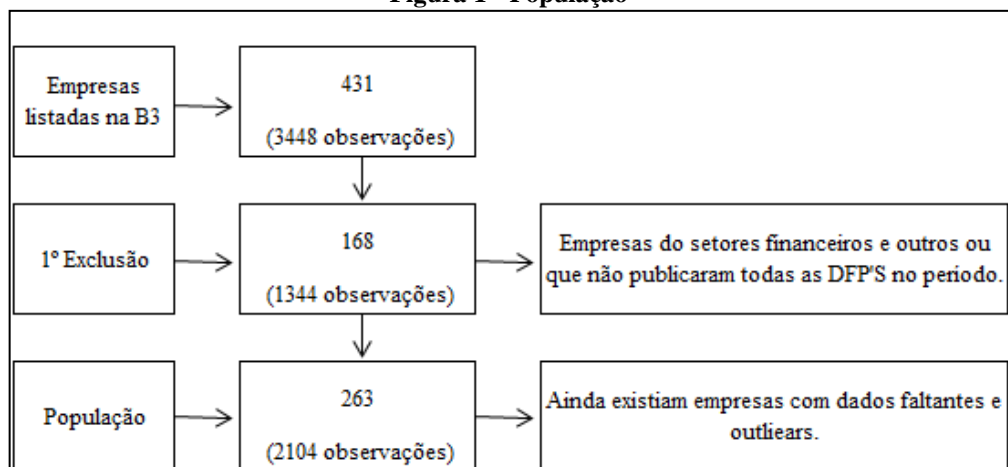
Esta pesquisa se classifica como quantitativa, explicativa e de análise documental. A pesquisa quantitativa busca objetividade, com a coleta de dados padronizada e neutra, tendo como objetivo encontrar resultados precisos ao utilizar modelos matemáticos para encontrar maior credibilidade das inferências por meio da análise do comportamento do fato em geral (SILVEIRA; CÓRDOVA, 2009; RAUPP; BEUREN, 2014). A pesquisa explicativa tem como finalidade esclarecer os fatores responsáveis pelos fatos estudados, demonstrando o motivo da ocorrência do fenômeno (SILVEIRA; CÓRDOVA, 2009; RAUPP; BEUREN, 2014). A

análise documental visa a utilização de documentos existentes para organizar informações brutas e demonstrar as informações de forma diferente (BEUREN, 2013; MARKONI; LAKATOS, 2015).

A população deste estudo são as sociedades que publicaram suas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) e Notas Explicativas no site da B3, referente aos exercícios de 2010 até 2017, exceto as empresas dos setores financeiro e outros. Estas foram excluídas devido às suas particularidades e regulamentações específicas. Quanto à amostra, pode-se definir como as empresas que publicaram suas DFP e Notas Explicativas no site da B3, referente aos exercícios de 2010 até 2017, exceto as empresas dos setores financeiro e outros e, que, disponibilizaram as informações de remuneração média dos diretores estatutários, referente aos anos de 2010 até 2017 no formulário de referência. Assim, o fator determinante da amostra é a divulgação dos dados utilizados como variáveis de análise para medir a relação entre gerenciamento de resultados contábeis e sensibilidade da remuneração executiva. Pode-se justificar a escolha das empresas listadas na B3, de capital aberto, devido a dificuldade de obter dados das empresas de capital fechado.

A coleta de dados aconteceu durante o período de abril e maio de 2019. Para definir a população, foram identificadas as 431 empresas listadas na B3, relacionando-as por setor de atuação: bens industriais, consumo cíclico, consumo não cíclico, financeiro, materiais básicos, outros, petróleo, gás e biocombustíveis, saúde, tecnologia da informação, telecomunicações e utilidade pública. Após, foram identificadas as empresas que publicaram suas demonstrações financeiras no período selecionado, totalizando uma população de 263 empresas (61,02% das empresas listadas). Foram excluídas da população, as empresas dos setores financeiros e outros e aquelas com DFP's faltantes no período. Na Figura 1, é possível verificar a composição da população do estudo.

Figura 1 - População



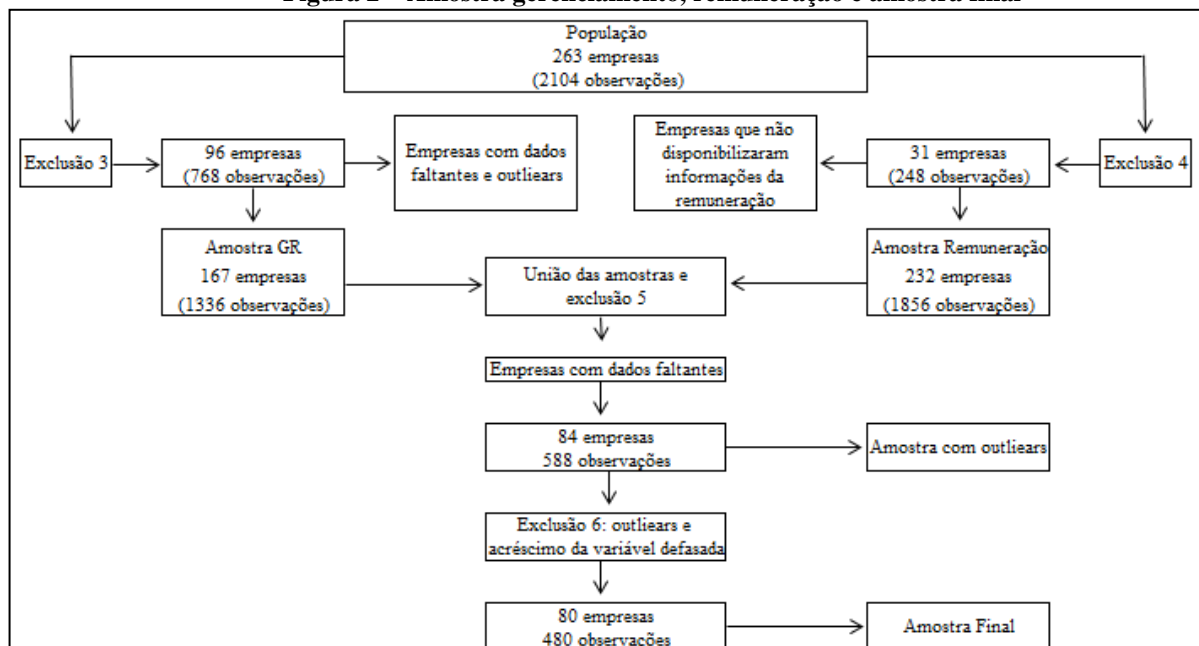
Fonte: elaborada pela autora (2019).

A definição da amostra se deu em duas etapas. Em um primeiro momento, foram coletadas as informações das empresas utilizando a plataforma Economatica, buscando coletar as informações necessárias para o estudo, para delimitar os *accruals* e sua relação com o gerenciamento de resultados contábeis. Para a análise deste foram excluídas as empresas com dados faltantes e valores discrepantes (*outliers*), totalizando uma amostra de gerenciamento de resultados de 167 empresas e 1.336 observações. Em um segundo momento, foram coletados os dados da remuneração, a partir do formulário de referência anual, disponibilizado na B3 no item 13.11 - Remuneração máxima, mínima e média, sendo utilizada a remuneração média da diretoria. Das 262 empresas que pertencem à população, 31 não disponibilizaram nenhuma informação da remuneração e 63 não divulgaram a informação de algum ano dentro

do período de 2010 até 2017. Foram excluídas as empresas que não disponibilizaram nenhuma informação da remuneração executiva, totalizando 232 empresas na amostra da remuneração e 1.856 observações.

A composição da amostra da remuneração executiva foi afetada pela IN nº 480 da CVM, através da facultatividade no preenchimento dos dados da remuneração pelas empresas participantes da categoria B, e por aquelas que estão em situação especial, como em processo de recuperação judicial, de falência ou liquidação. Assim, a amostra final do estudo busca identificar as sensibilidades das remunerações executivas e sua relação com o gerenciamento de resultados contábeis a partir dos *accruals* discricionários. É composta pelas empresas da primeira parte da coleta de dados, bem como da segunda, e que disponibilizaram todas as informações para o cálculo da PPS. Foram excluídas todas as empresas que na união das duas amostras não apresentavam algum dos dados necessários, finalizando a amostra com *outliers* do estudo para o cálculo da PPS em 84 empresas e 588 observações entre 2010 e 2017. Foram utilizados os dados de variação de remuneração e valor de mercado, totalizado 7 períodos de tempo analisados por empresa. Durante os testes, foram excluídas as empresas que apresentavam valores discrepantes, sendo a amostra final composta por 80 empresas e 560 observações. A variável PPS foi utilizada como variável independente defasada, totalizado 480 observações, tentando explicar fatores históricos da variável dependente (PPS). A Figura 2 demonstra a composição da amostra do estudo.

Figura 2 – Amostra gerenciamento, remuneração e amostra final



Fonte: Elaborada pela autora (2019).

A Figura 2 demonstra a composição da amostra, efetuada a partir da população do estudo. É possível perceber as exclusões de empresas com dados faltantes durante a composição das empresas para o cálculo do GR e da coleta das informações da Remuneração. Também foram excluídas as empresas com dados inexistentes para o cálculo da PPS e os *outliers*. A amostra final é composta por 80 empresas.

3.2 MODELOS ESTATÍSTICOS

Os *accruals* foram medidos a partir do Modelo de Jones Modificado. Segundo Martinez (2008), este é um dos mais usados para determinar os *accruals* discricionários,

sendo que a sua adaptação foi realizada em 1995, por Dechow, Sloan e Sweeney. Estes autores introduzem a possibilidade de o gerenciamento de resultados contábeis acontecer através da gestão de receitas. Segundo Paulo (2007), este modelo busca reduzir o acréscimo de clientes pelas vendas. Entretanto, o autor defende que nem toda a variação desta conta é resultado de práticas de manipulação de resultados contábeis. Como parâmetro deste estudo, foram considerados os *accruals* discricionários sem valores discrepantes (*outliers*). O Modelo de Jones Modificado permite calcular os *accruals* não discricionários e os *accruals* totais, conforme equações 1 e 2, respectivamente. Os *accruals* discricionários são estimados indiretamente pela diferença entre *accruals* totais e *accruals* não discricionários, conforme equação 3.

Cálculo dos *Accruals* não discricionários

$$NDA_{it} = \alpha (1/A_{t-1}) + \beta_1 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) \quad (1)$$

Onde:

NDA_{it} = *Accruals* não-discricionário da empresa i no período t.

A_{t-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, ajustada pelos ativos totais no final do período t-1.

ΔCR_{it} = variação da conta de clientes a receber da empresa i do período t-1 para o período t, ajustada pelos ativos totais no final do período t-1.

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

α , β_1 e β_2 = coeficientes estimados por regressão.

Determinação dos *Accruals* totais

$$TA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta Cash_{it} + \Delta STD_{it} - DEP_{it}) / (AT_{t-1}) \quad (2)$$

Onde:

TA_{it} = *Accruals* totais 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.

Estimativa dos *Accruals* discricionários

$$AD_{it} = TA_{it} - NDA_{it} \quad (3)$$

Onde:

AD_{it} = *Accruals* discricionários da empresa i no período t.

TA_{it} = *Accruals* totais da empresa i no período t.

NDA_{it} = *Accruals* não discricionários da empresa i no período t.

Quanto à PPS, a equação 4 define o modelo de determinação de seu valor, sendo esta a variação da remuneração média da diretoria estatutária, composta por parcelas fixas e variáveis, dividido pela variação do valor de mercado. Para relacionar remuneração e desempenho com o uso de indicadores de endividamento e rentabilidade, foi utilizado o modelo adaptado tendo com o base o modelo utilizado por Machado e Rogers (2016), baseado no desempenho operacional da empresa. Autores como Desenhart, Martins e Hein (2017), também determinaram a remuneração executiva utilizando indicadores contábeis. A variável setor foi incluída para relacionar a sensibilidade da remuneração executiva ao setor da organização, haja vista que setores regulados podem apresentar resultados diferenciados na PPS. A equação 5 demonstra o modelo escolhido, relacionando a sensibilidade da remuneração executiva com o gerenciamento de resultados através dos *accruals* discricionários.

Determinação da PPS:

$$PPS_{it} = \Delta Rem_{it} / \Delta VM_{it} \quad (4)$$

Onde:

PPS_{it} = Sensibilidade da remuneração executiva da empresa i no período t.

ΔRem_{it} = Variação da remuneração média da empresa i no período t.

ΔVM_{it} = Variação do valor de mercado da empresa i no período t.

Relação entre PPS e gerenciamento de resultados

$$PPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 GR_{it} + \beta_2 DivBR/Ativo_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LAT_{it} + \beta_5 SETOR_{it} + PPS_{it-1} \quad (5)$$

Onde:

PPS_{it} = Sensibilidade da remuneração executiva da empresa i no período t.

GR_{it} = Gerenciamento de Resultados da empresa i no período t.

$DivBR/Ativo_{it}$ = Endividamento da empresa i no período t, composto pela dívida bruta total dividida pelo ativo total da empresa i no período t.

ROA_{it} = Retorno sobre ativo da empresa i no período t.

LAT_{it} = Log natural do ativo total da empresa i no período t.

$SETOR_{it}$ = Variável dummy relacionada ao setor da empresa conforme a classificação setorial disponível na B3 da empresa i no período t.

PPS_{it-1} = Sensibilidade da remuneração executiva defasada da empresa i no período t.

A variável dependente é a "PPS_{it}". São variáveis independentes as variáveis "DivBR/Ativo_{it}", "ROA_{it}", "LAT_{it}". A variável "GR_{it}" é a variável de interação, enquanto "SETOR_{it}" é a variável de controle, sendo uma variável *dummy*, que contém valores 0 e 1. O modelo foi estimado com o uso de dados em painel, organizado por meio de séries temporais empilhadas. Para a definição do modelo de dados em painel mais adequado, foram executados os testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção são analisados a amostra, o gerenciamento de resultados, as práticas de remuneração e a relação entre gerenciamento de resultados e a PPS, além de ser apresentada uma síntese dos resultados.

4.1 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

Foram analisados os dados referentes às companhias listadas na B3 no período entre 2010 e 2017, exceto as empresas dos setores financeiros e outros e aquelas que não disponibilizaram todas as informações para a análise. Na Tabela 1 estão relacionados os setores de atuação, quantidade de empresa e representatividade.

Tabela 1 - Setores de atividades da amostra após a exclusão dos *outliers*

Setor	Sigla	Quantidade	Representatividade
Bens Industriais	BI	16	20,00%
Consumo Cíclico	CC	26	32,50%
Consumo Não Cíclico	CNC	9	11,25%
Materiais Básicos	MB	4	5,00%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	PGB	3	3,75%
Saúde	SD	4	5,00%
Tecnologia da Informação	TI	1	1,25%
Utilidade Pública	UP	17	21,25%
Total		80	100,00%

Fonte: elaborada pela autora a partir de dados da pesquisa (2019).

A Tabela 1 cita os setores com maior participação neste estudo: consumo cíclico (32,50%), utilidade pública (21,25%), bens industriais (20,00%) e consumo não cíclico (11,25%). Estas empresas representam 85,00% da amostra, que tem como setor menos representativo o de tecnologia da informação, motivo pelo qual esta variável foi a única não escolhida como *dummy* setorial.

Na Tabela 2 são apresentadas as variáveis independentes do estudo e sua análise estatística.

Tabela 2 - Perfil da Amostra Completa - Análise Descritiva das Variáveis Analisadas

Variáveis	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
ATIVO	17.227.322,40	4.047.598,50	15.670,00	900.135.000,00	85.786.140,55
DIVBRATIVO	33,40	32,44	0,09	213,85	21,23
ROA	1,29	3,38	-137,45	26,83	13,48

Fonte: elaborada pela autora a partir de dados da pesquisa (2019).

De acordo com os dados da Tabela 2, em média, as empresas estão com índice de endividamento representando 33,40% dos seus ativos e mediana de 32,44. Contudo, vale destacar que o endividamento apresentou o maior desvio-padrão, apontando a existência de um amplo conjunto de valores dentro da amostra. A variável apresenta uma assimetria positiva, indicando que os maiores valores são positivos e sua média é maior que a mediana. Quanto ao ROA, possui média de 1,29 e mediana de 3,38. Já o Ativo total possui média de R\$ 17.227.322,40 e mediana de R\$ 4.047.598,50. O seu alto desvio padrão, indica que existe um conjunto diversificado de valores dentro da amostra.

4.2 ANÁLISE QUANTITATIVA DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Foram estimadas as acumulações discricionárias dos *accruals* para cada empresa por meio das equações 1, 2 e 3, a partir do modelo de Jones Modificado. Na Tabela 3 estão

expostas as estatísticas descritivas da variável representativa do nível de gerenciamento de resultados (*accruals* discricionários) por setor.

Tabela 3 - Análise Descritiva da Variável Gerenciamento de Resultados por Setor

Setor	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
Bens Industriais	-0,00826	-0,00534	-0,28738	0,36341	0,08648
Consumo Cíclico	-0,00218	0,00087	-0,68891	0,53738	0,12111
Consumo Não Cíclico	0,00263	0,01361	-0,81169	0,20238	0,12286
Materiais Básicos	-0,02923	-0,00833	-0,25116	0,12684	0,09454
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,00081	0,01296	-0,38733	0,31104	0,11790
Saúde	0,02637	0,01557	-0,10961	0,23248	0,07635
Tecnologia da Informação	-0,03548	-0,02361	-0,15290	0,03543	0,06420
Utilidade Pública	-0,00172	-0,00484	-0,56232	0,56762	0,09486
Total	-0,00299	-0,00015	-0,81169	0,56762	0,10566

Fonte: elaborada pela autora a partir de dados da pesquisa (2019).

Domingo *et al.* (2017) ressaltam que acumulações discricionárias negativas indicam tentativa de diminuir resultados, enquanto que as positivas estão relacionadas com aumentar resultados. Analisando a variável gerenciamento de resultados contábeis, evidenciada na Tabela 3, considerando a média geral da amostra (-0,00299), há indícios de que os *accruals* discricionários tiveram o efeito de diminuir o resultado do período, na média.

Salienta-se que, ao serem considerados os setores individualmente, - os de Consumo não Cíclico, de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, e de Saúde -, apresentaram médias e medianas positivas para os *accruals* discricionários. O menor valor para a variável foi observado no setor consumo não cíclico (-0,81169) e o maior valor no setor utilidade pública (0,56762). Os setores com maiores desvios padrão foram o de comércio cíclico e não cíclico, demonstrando a maior amplitude de valores.

4.3 PRÁTICAS DE REMUNERAÇÃO

Quanto às práticas de remuneração, esta seção tem como objetivo evidenciar as estatísticas descritivas relacionadas à remuneração média anual da diretoria estatutária, expressa em milhares de reais, que foi utilizada como base para a mensuração da PPS. A Tabela 4 evidencia as estatísticas descritivas da remuneração média por setor.

Tabela 4 - Análise Descritiva da Variável Remuneração por Setor (em milhares de reais)

Setor	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Bens Industriais	1.735	1.409	63	6.613	1.266
Consumo Cíclico	1.554	1.232	11	6.369	1.256
Consumo Não Cíclico	2.322	2.037	14	9.454	2.025
Materiais Básicos	2.262	1.452	676	8.689	1.814
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	3.287	2.204	200	9.194	2.407
Saúde	2.503	1.757	323	10.601	2.459
Tecnologia da Informação	1.014	926	816	1.370	199
Utilidade Pública	1.099	883	33	11.435	1.151
Total	1.721	1.241	11	11.435	1.581

Fonte: elaborada pela autora a partir de dados da pesquisa (2019).

Verificando os resultados da Tabela 4, a remuneração média da diretoria estatutária, expressa em milhares de reais, possui como média 1.721 e mediana de 1.241. Há uma grande amplitude entre os valores mínimo e máximo, representado pelo desvio padrão alto. Os setores com maior média são petróleo, gás e biocombustíveis e saúde, e os com menores médias são tecnologia da informação e utilidade pública. O menor valor mínimo foi encontrado no setor de consumo cíclico e o maior valor máximo no setor de saúde. Quanto à amplitude dos valores, o setor com maior desvio padrão é petróleo, gás e biocombustíveis e a menor tecnologia da informação.

Para calcular a PPS é necessário possuir informações quanto o valor de mercado das empresas. A Tabela 5 evidencia as estatísticas descritivas do valor de mercado por setor.

Tabela 5 - Análise Descritiva da Variável Valor de Mercado por Setor (em milhões de reais)

Setor	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Bens Industriais	2.945	1.178	3	38.890	5.836
Consumo Cíclico	2.758	1.823	4	25.259	3.370
Consumo Não Cíclico	10.878	3.306	20	54.557	13.867
Materiais Básicos	4.060	472	73	25.968	7.134
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	77.768	30.012	24	291.564	98.192
Saúde	7.727	5.098	495	30.268	7.352
Tecnologia da Informação	288	247	145	498	130
Utilidade Pública	6.348	4.511	235	23.465	6.218
Total	7.567	2.373	3	291.564	24.285

Fonte: elaborada pela autora a partir de dados da pesquisa (2019).

Examinando as estatísticas descritivas do valor de mercado, nota-se uma grande variação entre o valor mínimo e máximo, que são, respectivamente, 3 milhões de reais e 291.564 milhões de reais. A média da variável é de 7.567 milhões de reais e a mediana 2.373 milhões de reais. O setor com menor valor mínimo é Bens Industriais e com maior valor máximo Petróleo, Gás e Biocombustíveis, este último possui o maior desvio padrão entre os setores analisados. Para calcular a PPS, foi utilizada a equação 5, relacionando a variação da remuneração média de cada empresa com a variação de seu valor de mercado para o mesmo ano. A Tabela 6 demonstra os valores encontrados.

Tabela 6 - Análise Descritiva da PPS por Setor

Setor	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Bens Industriais	-0,56	0,06	-100,92	29,21	10,53
Consumo Cíclico	0,10	0,00	-67,82	57,53	8,64
Consumo Não Cíclico	-1,26	-0,07	-37,38	9,53	6,90
Materiais Básicos	-1,98	-0,03	-30,00	8,35	7,05
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-4,69	0,04	-105,72	25,67	24,05
Saúde	-1,41	0,30	-54,03	13,25	10,78
Tecnologia da Informação	0,50	0,12	-1,16	3,24	1,46
Utilidade Pública	-0,10	-0,10	-79,13	74,72	12,21
Total	-0,58	0,00	-105,72	74,72	10,61

Fonte: elaborada pela autora a partir de dados da pesquisa (2019).

Verificando os resultados da PPS, a média indica que uma mudança no valor de mercado poderia influenciar negativamente a remuneração. O desvio padrão também é

considerado alto, se comparado com a média, indicando que existe uma grande amplitude nos valores da PPS.

Pode-se afirmar que o setor cuja remuneração é mais sensível ao desempenho é tecnologia da informação. O consumo cíclico também apresentou uma PPS positiva. Assim, considerando-se a média, o setor com menor sensibilidade à remuneração por desempenho é Petróleo, Gás e Biocombustíveis, setor que possui o maior valor de mercado e o maior valor mínimo, e no qual uma mudança na remuneração não é positivamente ligada à uma mudança no valor de mercado da empresa. Resultados semelhantes foram localizados por Souza *et al.* (2018), que consideraram que o desempenho pode não ser afetado pelas políticas de remuneração, ou seja, a remuneração não é sensível ao desempenho.

4.4 RELAÇÃO ENTRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E PPS

Para verificar a relação entre a PPS e o gerenciamento de resultados, foi estimada a equação 5 por meio de dados em painel, com séries temporais empilhadas. Favero (2013) ressalta a importância da utilização de dados em painel nas pesquisas em contabilidade, aplicados na busca por acompanhando da mudança dos dados no decorrer do tempo, isso porque oferece maior rigor à pesquisa. Na Tabela 7 são apresentados os resultados encontrados para efeitos fixos (ef) e aleatórios (ea) e no Quadro 2 são evidenciados os testes para escolha do modelo utilizado.

Tabela 7 - Estimação da relação entre PPS e desempenho contábil entre 2010 e 2017.

	EF		EA	
	Coefficiente	Razão - t	Coefficiente	Razão - t
Constante	-47,7635	(-1,131)	-6,69614	(-1,148)
LAT	8,19763	(1,212)	1,7836	(1,902)*
ROA	-0,0169837	(-0,1536)	-0,00255490	(-0,05584)
DIVBRATIVO	-0,209877	(-1,731)*	-0,120747	(-2,521)**
GR	4,29231	(0,72)	3,49779	(-0,5429)
BI			-0,943838	(-0,7525)
CC			-0,781485	(-1,205)
CNC			-1,87085	(-2,410)**
MB			-1,95950	(-1,550)
PGB			-4,27122	(-2,075)**
SD			-4,42270	(-1,702)*
UP			-2,89745	(-2,091)**
PPS(-1)	-0,220118	(-3,62)***	-0,0783384	(-1,667)*
R ²	0,226122		0,070093	
R ² Ajustado	0,088413		0,046198	
Intervalos de tempo	6			
Empresas	80			
Observações	480			
Durbin-Watson	2,037622		2,037622	
Teste Chow	0,272941			
Breusch-Pagan	0,303703			
Hausman	2,96			

Nota: Estimação com erros padrão robustos (HAC)

*** Valores significativos a 1%

** Valores significativos a 5%

* Valores significativos a 10%

Fonte: elaborada pela autora a partir de dados da pesquisa (2019).

Na Tabela 7 foram estimadas as relações entre a PPS e o desempenho contábil, a partir dos modelos de efeitos fixos e aleatórios. Holland e Xavier (2005) demonstram que o modelo de efeitos fixos capta as heterogeneidades entre as variáveis, que permanecem constantes ao longo do tempo, mas seus efeitos podem ser livremente correlacionados com os demais regressores. Enquanto que, no modelo de efeitos aleatórios, supõe-se que não existe esta relação entre as demais variáveis aleatórias, mas tratando dos efeitos específicos dessas variáveis. Para definir o melhor modelo, foram realizados os testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman, conforme descritos no Quadro 2.

Quadro 2 - Definição da Modelagem Utilizada

Teste	Resultado	Escolha
Chow	Efeitos Fixos	
Breusch-Pagan	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos
Hausman	Efeitos Fixos	

Fonte: elaborada pela autora a partir de dados da pesquisa (2019).

Conforme destacado no Quadro 2, os testes realizados para verificar o modelo mais adequado foram Chow, Breusch-Pagan e Hausman, indicando o modelo por efeitos fixos. O teste de Durbin-Watson com resultados próximos a 2, em ambos os modelos, indica que não há autocorrelação entre os resíduos da regressão. No modelo de efeitos fixos, a PPS defasada possui valores significativos a 1%, enquanto o endividamento é significativo a 10%. Já o modelo de efeitos aleatórios, possui como valores significativos a 5%, o endividamento e os setores de Consumo Não Cíclico, Petróleo, Gás e Biocombustíveis e Utilidade Pública. O modelo também apresenta valores significativos a 10%, para o log do ativo, para a PPS defasada e para o setor de saúde.

Quanto ao poder explicativo dos modelos, relacionado ao r^2 , o modelo mais explicativo é o de efeitos fixos com r^2 de 0,226122, enquanto efeitos aleatórios apresenta 0,070093. Assim, segundo o r^2 ajustado, os modelos explicam, respectivamente, 8,84% e 4,62% da variação da PPS, podendo tais valores serem considerados suficientes, uma vez que os modelos não têm objetivos preditivos.

No que tange ao foco do estudo, a variável GR, representativa do gerenciamento de resultados, não demonstrou significância estatística em nenhum dos modelos. Nota-se que a PPS defasada mostrou significância estatística e se relaciona negativamente com a PPS nos dois modelos, indicando que a PPS no ano "t" tem relação negativa com a PPS do ano "t-1". Ou seja, uma maior sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho no ano passado ocasiona menor sensibilidade no ano atual e vice-versa.

Com relação às demais variáveis independentes do modelo, há relação negativa nos dois modelos entre PPS e tamanho da empresa, demonstrando que, quando o tamanho da empresa aumenta, a PPS tende a diminuir. Contudo, essa variável não se mostrou significativa no modelo de efeitos fixos. A variável endividamento mostrou-se significativa e com coeficiente negativo nos dois modelos para a PPS, indicando que maiores níveis de endividamento se relacionam positivamente com a PPS.

4.5 SÍNTESE DOS RESULTADOS

Ao analisar a variável gerenciamento de resultados, foi possível notar que, em média, os *accruals* discricionários têm a finalidade de diminuir o resultado do período. Os setores com médias positivas, indicando *accruals* discricionários com a finalidade de aumentar resultados no período foram encontrados nos setores de Consumo não Cíclico, de Petróleo, Gás e Biocombustíveis e de Saúde.

Na variável remuneração, há uma grande amplitude de valores no período, e os setores com maiores valores, em média, são Petróleo, Gás e Biocombustíveis e Saúde; os com menores médias são Tecnologia da Informação e Utilidade Pública. A mesma relação foi encontrada com relação ao valor de mercado. A PPS, em média, apresentou um resultado negativo no período, indicando que uma mudança no valor de mercado poderia influenciar negativamente a remuneração. O setor com resultado mais significativo na PPS, com a menor média, foi o Petróleo, Gás e Biocombustíveis com relação negativa entre as variáveis. O setor de Tecnologia da Informação, possui a maior média na PPS e também apresenta relação negativa com a variável gerenciamento de resultados.

Assim, ao relacionar a variável gerenciamento de resultados com a sensibilidade da remuneração executiva, há uma relação negativa entre elas. Isso significa que um aumento no gerenciamento de resultados tende a diminuir a PPS. Contudo, a variável gerenciamento de resultados não é estatisticamente significativa para justificar a mudança na PPS. Esta, quando defasada demonstrou significância nos dois modelos, mostrando que uma variação positiva na PPS do ano "t", tende a impactar positivamente a PPS do ano "t+1". Contudo, é importante salientar que foram localizados indícios de práticas de gerenciamento de resultados em todos os setores, independente do valor, assim como foi identificada sensibilidade da remuneração em todos os setores.

Com relação ao impacto das demais variáveis na PPS, a variável endividamento, ao se mostrar significativa e negativa nos dois modelos resultou que as empresas com maior grau de endividamento tendem a ter maior PPS. O tamanho da empresa está negativamente relacionado com a PPS, possuindo baixa significância para explicar a sua variação.

Analisando as evidências à luz da teoria e dos resultados de estudos anteriores, esta pesquisa não encontrou resultados semelhantes aos de Cornett, McNutt e Tehranian (2009) que relacionam a PPS como positivamente ligada ao gerenciamento de resultados. Quanto ao relacionamento entre PPS e tamanho, os resultados encontrados são semelhantes aos de Beuren, Silva e Mazzioni (2014), que evidenciaram relação negativa entre as variáveis.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi verificar se a sensibilidade da remuneração executiva pode estar relacionada ao gerenciamento de resultados contábeis nas empresas listadas na B3 sob a ótica da governança corporativa. As coletas de dados aconteceram por meio da plataforma econômica e do formulário de referência publicado no site da B3 referente ao período de 2010 até 2017. Constata-se que na literatura brasileira este é um assunto ainda incipiente e com poucas pesquisas, já que para a análise de dados é necessário o uso de ferramentas estatísticas.

Pode-se considerar uma limitação deste estudo o fato de que no modelo de efeitos fixos, poucas variáveis mostraram-se significativas com relação à PPS. Ainda, os estudos desta temática tendem a comparar os efeitos da variação de mercado e desempenho da organização na variação da remuneração, como variável dependente. Este artigo buscou comparar os efeitos do desempenho da empresa na sua PPS, sendo esta a relação entre a variação da remuneração e do valor de mercado, como variável dependente.

Os principais resultados indicam que a PPS, em média, apresenta resultados negativos, isso quer dizer que uma variação no valor de mercado pode influenciar negativamente a remuneração média dos executivos. Os *accruals* discricionários apresentaram resultados, em média, negativos, indicando utilização para diminuir resultados. Contudo, algumas empresas apresentam resultados positivos, indicando indícios de buscar aumentar resultados.

Com relação ao objetivo principal deste estudo, não foi possível constatar relação positiva entre os *accruals* discricionários e a PPS. A variável gerenciamento de resultados não é estatisticamente significativa para justificar as mudanças na PPS. A variável endividamento, ao se mostrar significativa e negativa nos dois modelos demonstrou que as empresas com maior grau de endividamento, tendem a ter maior PPS. O tamanho da empresa apresentou baixa significância e relação negativa com a PPS, apontada em estudos anteriores. Desta forma, ativo total, endividamento, setores de atuação e PPS defasada são variáveis capazes de influenciar a sensibilidade da remuneração executiva.

Conclui-se, portanto, que, para esta amostra, não foi possível constatar indícios de práticas de gerenciamento de resultados contábeis utilizados para influenciar a remuneração executiva. Desse jeito, não há relação dos gestores de organizações com planos de remuneração mais atrelados ao desempenho, logo, maior PPS, de que possuem maior incentivo para gerenciarem resultados contábeis. Com relação aos resultados encontrados em pesquisas anteriores, este estudo não encontrou resultados similares. Vitor (2013) relacionou a PPS positiva como sendo relacionada ao desempenho, em outras palavras, a remuneração seria sensível ao desempenho da companhia. Cornett, McNutt e Tehranian (2009) destacam a PPS como positivamente ligada ao gerenciamento de resultados. Quanto ao relacionamento entre PPS e tamanho, os resultados encontrados são semelhantes aos de Beuren, Silva e Mazzioni (2014), que evidenciaram relação negativa entre as variáveis.

Quanto à variação dos valores entre os setores, pode-se apontar relação com maior ou menor regulamentação nas empresas, assim como o impacto de diferentes estruturas de controle. Outro fator que pode ser responsável pelos resultados é a crise econômica vivida desde 2013 pelo país, que pode ter afetado os resultados das empresas e, conseqüentemente, seu valor de mercado, sendo necessário um ajuste na remuneração dos seus executivos para encaixe na atual situação econômica, diminuindo a sensibilidade da remuneração ao valor de mercado.

Para pesquisas futuras, recomenda-se verificar a relação entre tipos de estruturas de controle e da composição percentual do controle acionário com a sensibilidade da remuneração executiva. Quanto ao atual cenário econômico, considerado de crise, pode-se sugerir a análise dos resultados por períodos, divididos em resultados antes do início da crise econômica brasileira e após o início da crise. Outra sugestão seria verificar se empresas relacionadas a escândalos veiculados na mídia apresentaram mudanças na PPS antes e após os escândalos. Pode-se ainda replicar o estudo utilizando modelos alternativos ao Jones Modificado para mensurar o gerenciamento de resultados.

REFERÊNCIAS

ALVES, M.; KRAUTER, E. Remuneração executiva: existe contribuição para a performance da organização? **GCG: Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad de Georgetown**, v. 8, n. 2, maio/ago. 2014.

AMZALEG, Y. *et al.* Ceo control, corporate performance and pay-performance sensitivity. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 106, p. 166-174, 2014.

ARAÚJO, J.; RIBEIRO, M. Trinta anos de pesquisa em remuneração executiva e retorno para o acionista. **Repec - Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 11, ed. esp., art. 2, p. 21-40, 2017.

B3. Regulamento do Novo Mercado. 2017. Disponível em: encurtador.com.br/epwyG. Acesso em: 12 jun. 2019.

BERGSTRESSER, D.; PHILIPPON, T. Ceo Incentives and earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 80, p. 511-529, 2006.

BEUREN, I. *et al.* **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

BEUREN, I.; SILVA, M.; MAZZIONI, S. Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. **R. Adm. FACES Journal**, Belo Horizonte, v. 13 n. 2 p. 8-25 abr./jun. 2014.

CARVALHO, J.; DEVIDE JUNIOR, A. Remuneração executiva e desempenho empresarial: evidências do “guia exame – 100 melhores empresas para você trabalhar”. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 40., 2012, Porto de Galinhas. **Anais eletrônicos...** Porto de Galinhas: Anpec, 2012. Disponível em: http://www.anpec.org.br/encontro_2012.htm. Acesso em: 11 nov. 2018.

CHEN, Y. *et al.* Stock liquidity and managerial short-termism. **Journal of Banking & Finance**, v. 60, p. 44-59, 2015.

CHOU, P., LEE, C. The assymmetric relation between earnings management behaviors: evidence from executive compensation incentives. **Journal of Economics and Finance**, v. 42, n. 4, p. 765-778, 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Instrução CVM nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Dez. 2009. Disponível em: encurtador.com.br/bcIK6. Acesso em: 1 maio 2019.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. **CPC 00 (R1)**. Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. 15 dez. 2011. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>. Acesso em: 25 nov. 2017.

CORNETT, M.; MCNUTT, J.; TEHRANIAN, H. Corporate governance and earnings management at large U.S. bank holdings companies. **Journal of Corporate Finance**, v. 15, n. 4, p. 412-430, 2009.

COTRIN, A.; SANTOS, A.; ZOTTE JUNIOR, L. A evolução da contabilidade e o mercado de trabalho para o contabilista. **Revista Conteúdo**, Capivari, v. 2, n. 1, jan./jul. 2012.

DECHOW, P.; SLOAN, R.; SWEENEY, A. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, apr. 1995.

DIAS, A. *et al.* Contabilidade Criativa, Ética e Gerenciamento de Resultados: auditoria versus academia. **Revista Administração em Diálogo**, v. 18, n.1, p.133-151, jan./abr. 2016.

DOMINGOS, S. *et al.* Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 14, n. 31, p. 89 - 107, jan./abr. 2017.

FAVERO, L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 10, n. 1, p. 131- 156, jan./mar. 2013.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

GUNNY, K. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n. 3, p. 855-888, ago. 2010.

GUTHRIE, K.; KWON, I.; SOKOLOWSKY, J. What does CEOs' pay-for-performance reveal about shareholders' attitude toward earnings overstatements? **Journal of Business Ethics**, v. 146, n. 2, p. 419-450, dez. 2017.

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

HOLLAND, M.; XAVIER, C. Dinâmica e competitividade setorial das exportações brasileiras: uma análise de painel para o período recente. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 14, n. 1, p. 85-108, jan./jun. 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

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

LOBO, G.; MANCHIRAJU, H.; SRIDHARAN, S. Accounting and economic consequences of CEO paycuts. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 37, n. 1, 2018.

LOPES, A.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2014.

MACHADO, T.; ROGERS, P. Remuneração dos executivos e o desempenho de companhias abertas brasileiras classificadas nos níveis de governança corporativa da BM&Bovespa. **Revista Mineira de Contabilidade**, Belo Horizonte, v.17, n. 1, p. 5-13, jan./abr. 2016.

MACHADO, D.; BIANCHI, M.; SILVEIRA, E. Governança Corporativa: descrição da produção científica sobre o tema. **Sinergia: revista do instituto de ciências econômicas, administrativas e contábeis – ICEAC**, v. 13, p. 27-38, 2009.

MARTINEZ, A. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 10, n. 4, p. 1-31, 2013.

- MARTINEZ, A. Detectando Earnings Management no Brasil: estimando os *Accruals* discricionários. **Revista de Contabilidade e Finanças da Usp**, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17, jan./abr. 2008.
- MARTINEZ, A. "**Gerenciamento**" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 153 f. Tese (Doutorado de Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA, Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, 2001.
- MURPHY, K. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. **Journal of accounting and economics**, North Holland, v. 7, p. 11-42, 1985.
- PADOVEZE, C. **Sistemas de informações contábeis**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2015.
- PANUSSI FILHO, L.; CARMONA, L. Sistema de recompensas de executivos e gerenciamento de resultados: um estudo em empresas com níveis diferenciados de governança corporativa. **Revista de Contabilidade da UFBA**, Salvador, v. 10, n. 3, p. 153–175, set./dez. 2016.
- PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis**: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. 2007. 469 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- RAUPP, F.; BEUREN, I. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. *In*: BEUREN; I. (org). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**: teoria e prática. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- REIS, H. Análise econômica das iniciativas de qualidade. *In*.: CATELLI, A (coord.). **Controladoria**: uma abordagem da gestão econômica - GECON. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015.
- ROSS, S. The economic theory of Agency the principal's problem. **American Economic Association**, v. 63, n. 2, p. 134-139, maio 1973.
- ROSS, S. *et al.* **Fundamentos de Administração Financeira**. 9. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.
- ROSSETI, J; ANDRADE, A. **Governança corporativa**: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016.
- SCHMIDT, P.; SANTOS, J.; MARTINS, M. **Manual de Controladoria**. São Paulo: Atlas, 2014.
- SILVA, A. *et al.* Sticky costs behavior and earnings management. **Brazilian Business Review**, v. 16, n. 2, p. 191-206, mar./abr. 2019.
- SILVEIRA, A. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Departamento de Administração da

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, D.; CÓRDOVA, F. A pesquisa científica. *In*: GERHARDT, T.; SILVEIRA, D. (org.). **Métodos de pesquisa**. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009. Disponível em: <http://www.ufrgs.br/cursopgdr/downloadsSerie/derad005.pdf>. Acesso em: 8 nov. 2018.

SOUZA, J. *et al.* CCG274 - Remuneração de executivos, valor e desempenho de companhias brasileiras. *In*: Congresso da ANPCONT, 12., João Pessoa, 2018, **Anais...** João Pessoa: ANPCONT, 2018.

SUN, B. Executive compensation and earnings management under moral hazard. **The Journal of Economic Dynamics and Control**, v. 41, p. 276-290, abr. 2014.

SUN, B. Executive compensation and earnings management under moral hazard. **The Federal Reserve Board**, n. 985, 2009.

SWERTS, G.; ARAÚJO, J. Arqueologia Contábil. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, p. 32 - 37, fev./abr. 2002.

VICTOR, F. **Estrutura de propriedade e remuneração executiva**: efeitos diretos e indiretos da regulamentação. 2013. 139 f. Tese (Doutorado de Administração) - Escola de Administração, Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013.