

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Gustavo Ramos Pavão

**RELAÇÃO ENTRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E
REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS POR MEIO DA DIVULGAÇÃO
DE INDICADORES DE DESEMPENHO**

Santa Maria, RS
2022

Gustavo Ramos Pavão

**RELAÇÃO ENTRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E REMUNERAÇÃO
DOS EXECUTIVOS POR MEIO DA DIVULGAÇÃO DE INDICADORES DE
DESEMPENHO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para a obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis**, área de concentração Controladoria, Governança e Sustentabilidade, Linha de Pesquisa Controladoria.

Orientador: Prof. Dr. Adriano Mendonça Souza

Santa Maria, RS
2022

This study was financed in part by the Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Finance Code 001

Pavão, Gustavo Ramos
RELAÇÃO ENTRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E
REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS POR MEIO DA DIVULGAÇÃO DE
INDICADORES DE DESEMPENHO / Gustavo Ramos Pavão.- 2022.
117 p.; 30 cm

Orientador: Adriano Mendonça Souza
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa
Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de
Pós-Graduação em Ciências Contábeis, RS, 2022

1. Remuneração de Executivos 2. Gerenciamento de
Resultados 3. Indicadores de Desempenho 4. Divulgação 5.
Teoria da Agência I. Mendonça Souza, Adriano II. Título.

Sistema de geração automática de ficha catalográfica da UFSM. Dados fornecidos pelo autor(a). Sob supervisão da Direção da Divisão de Processos Técnicos da Biblioteca Central. Bibliotecária responsável Paula Schoenfeldt Patta CRB 10/1728.

Declaro, GUSTAVO RAMOS PAVÃO, para os devidos fins e sob as penas da lei, que a pesquisa constante neste trabalho de conclusão de curso (Dissertação) foi por mim elaborada e que as informações necessárias objeto de consulta em literatura e outras fontes estão devidamente referenciadas. Declaro, ainda, que este trabalho ou parte dele não foi apresentado anteriormente para obtenção de qualquer outro grau acadêmico, estando ciente de que a inveracidade da presente declaração poderá resultar na anulação da titulação pela Universidade, entre outras consequências legais.

Gustavo Ramos Pavão

**RELAÇÃO ENTRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E REMUNERAÇÃO
DOS EXECUTIVOS POR MEIO DA DIVULGAÇÃO DE INDICADORES DE
DESEMPENHO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para a obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis**, área de concentração Controladoria, Governança e Sustentabilidade, Linha de Pesquisa Controladoria.

Aprovada em 22 de setembro de 2022

Adriano Mendonça Souza, Dr. (UFSM)
(Presidente/Orientador)

Luiz Henrique Figueira Marquezan, Dr. (UFSM)
(Membro Interno)

Roberto Carlos Klann, Dr. (FURB)
(Membro Externo)

Santa Maria, RS
2022

Dedico à Deus, autor da minha vida e à minha família,
meu bem mais precioso.

AGRADECIMENTOS

Completo esta caminhada e realizo esse sonho com o auxílio de muitas pessoas, que de alguma forma contribuíram para que eu pudesse chegar até aqui. Na sequência deixarei registrada, de forma breve, minha gratidão por todo auxílio, contribuição, compreensão e apoio recebidos.

Agradeço primeiramente a Deus, pois até aqui tem me ajudado. Em todos os momentos de dúvidas, mudanças, desafios e conquistas Ele foi presente, me sustentando e me dando direção. Agradeço à minha família, pai, mãe e irmão, dos quais me acompanharam do início ao fim, sendo suporte e companhia nas horas boas e ruins. Vocês são, sem dúvidas, uma das minhas maiores inspirações.

Agradeço imensamente ao meu orientador Prof. Dr. Adriano Mendonça Souza por nunca medir esforços em me orientar e por todos ensinamentos recebidos durante o mestrado. Com certeza levarei todo esse aprendizado para o resto da minha carreira profissional e acadêmica. Agradeço também ao Prof. Dr. Luiz Henrique Figueira Marquezan e ao Prof. Dr. Roberto Carlos Klann, membros da minha banca, dos quais trouxeram contribuições importantíssimas para o desenvolvimento da minha dissertação e que foram fundamentais para a conclusão dessa etapa.

Registro o meu agradecimento ao PPGCC da UFSM e a todos os seus professores, em especial ao coordenador Prof. Dr. Vinicius Costa da Silva Zonatto, por todos profissionalismo e dedicação na coordenação do curso. Agradeço a todos os colegas da turma 1, da qual foi um exemplo de companheirismo e parceria, onde em todos os momentos nos auxiliamos e nos motivamos, para que ninguém ficasse para trás.

Em especial agradeço às colegas bolsista Débora Londero Kieling, Fernanda Souto Machado e Yvelise Piccinin pelo companheirismo em uma etapa de muitas experiências e aprendizados que serão sempre lembrados. Não poderia deixar de registrar também um agradecimento especial à minha colega Ediane Serraglio por toda parceria, incentivo e motivação do início ao fim.

Por fim, agradeço a todos que fizeram parte, direta ou indiretamente, dessa caminhada. A todos o meu sincero muito obrigado.

Os meus sonhos, o vento não pode levar
A esperança, encontrei no teu olhar
Os meus sonhos, a areia não vai enterrar
Porque a vida recebi ao te encontrar
(O Tempo – Oficina G3)

RESUMO

RELAÇÃO ENTRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS POR MEIO DA DIVULGAÇÃO DE INDICADORES DE DESEMPENHO

AUTOR: Gustavo Ramos Pavão
ORIENTADOR: Adriano Mendonça Souza

Mesmo com a utilização de um sistema de remuneração para alinhar a tomada de decisão operacional e os objetivos organizacionais, os diretores executivos podem praticar gerenciamento de resultados por decisões operacionais para alcançar maiores remunerações e, com isso, aumentar a divulgação de indicadores de desempenho para justificar a remuneração recebida. Com base na Teoria da Agência, a presente pesquisa analisa a relação da remuneração variável e do gerenciamento de resultados por decisões operacionais (manipulação de despesas discricionárias, manipulação de vendas e produção) com o nível de divulgação de indicadores de desempenho da política de remuneração de 115 empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) no período de 2012 a 2019. A pesquisa é classificada como quantitativa, descritiva e documental. Foi realizada análise descritiva, Teste de Causalidade de Granger e regressão de dados em painel. Evidenciou-se por meio das análises que, nas empresas da amostra analisada, a remuneração variável possui pouca representatividade na política de remuneração da Diretoria Estatutária. O gerenciamento de resultados por decisões operacionais foi praticado com a finalidade de reportar maiores lucros. Verifica-se que a remuneração variável não está relacionada com o gerenciamento de resultado por decisões operacionais. O nível de divulgação de indicadores de desempenho da remuneração aumenta quando ocorre manipulação nos níveis de produção e quando a remuneração variável total e de longo prazo aumentam. Os resultados revelam ainda que a divulgação dos indicadores de desempenho da remuneração diminui quando aumentam os valores de remuneração variável de curto prazo, porém a manipulação das despesas discricionárias e das vendas não impactam o nível de divulgação dos indicadores. Conclui-se que o aumento da remuneração variável não é um elemento suficiente para induzir o gestor a praticar gerenciamento de resultados por decisões operacionais e que a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração é uma ferramenta usada pela gestão para ocultar suas práticas de gerenciamento de resultados por produção e apresentar um sistema de remuneração bem estruturado a fim de justificar a parcela de remuneração recebida de forma variável.

Palavras-chave: Remuneração de executivos. Gerenciamento de resultados. Indicadores de desempenho. Divulgação. Teoria da Agência.

ABSTRACT

RELATIONSHIP BETWEEN EARNINGS MANAGEMENT AND EXECUTIVE COMPENSATION THROUGH THE DISCLOSURE OF PERFORMANCE INDICATORS

AUTHOR: Gustavo Ramos Pavão
ADVISOR: Adriano Mendonça Souza

Even with the use of compensation system to align operational decision-making and organizational objectives, executive directors can practice earnings management by operational decisions to achieve higher compensation and, with that, increase the disclosure of performance indicators to justify the remuneration received. Based on Agency Theory, this research analyzes the relationship between variable remuneration and earnings management through operational decisions (handling discretionary expenses, handling sales and production) with the level of disclosure of performance indicators of the remuneration policy of 115 companies listed on B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) from 2012 to 2019. The research is classified as quantitative, descriptive and documentary. Descriptive analysis, Granger Causality Test and panel data regression were performed. It was evidenced, through the analyzes that, in the companies of the analyzed sample, the variable remuneration has little representation in the remuneration policy of the Statutory Board. Earnings management through operational decisions was practiced in order to report higher profits. It appears that variable remuneration is not related to earning management through operational decisions. The level of disclosure of compensation performance indicators increases when production levels are manipulated and when total and long-term variable compensation increases. The results also reveal that the disclosure of remuneration performance indicators decreases when the values of short-term variable remuneration increase, but the manipulation of discretionary expenses and sales do not impact the level of disclosure of the indicators. It is concluded that the increase in variable remuneration is not a sufficient element to induce the manager to practice earnings management through operation decisions and that the disclosure of performance indicators of remuneration contracts is a tool used by management hide their management practices of results per production and present a well-structured remuneration system in order to justify the portion of remuneration received in a variable way

Keywords: Executive compensation. Earnings Management. Performance indicators. Disclosure. Agency Theory.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - Conceito de Remuneração.....	32
FIGURA 2 - Modelo Teórico de Análise.....	44

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Critérios para definição da amostra.....	53
TABELA 2 - Constructos de pesquisa.....	56
TABELA 3 - Quantidade de empresas por setor da Amostra A e Amostra B.....	70
TABELA 4 - Estatística descritiva da Remuneração Variável.....	71
TABELA 5 - Estatística descritiva da Divulgação de Indicadores de Desempenho.....	72
TABELA 6 - Estatística descritiva do Gerenciamento de Resultados (Amostra A).....	73
TABELA 7 - Estatística descritiva do Gerenciamento de Resultados (Amostra B).....	75
TABELA 8 - Estatística descritiva das variáveis de controle.....	76
TABELA 9 - Teste de Causalidade de Granger (Amostra A).....	77
TABELA 10 - Teste de Causalidade de Granger (Amostra B).....	80
TABELA 11 - Relação entre remuneração variável e gerenciamento de resultados.....	83
TABELA 12 - Relação da remuneração variável e gerenciamento de resultados com a divulgação de indicadores.....	87
TABELA 13 - Síntese dos resultados.....	95

LISTA DE EQUAÇÕES

EQUAÇÃO 1 - GRDO com despesas de venda, gerais e administrativas.....	57
EQUAÇÃO 2 - Exponencial GRDO com despesas de venda, gerais e administrativas.....	58
EQUAÇÃO 3 - GRDO de produção.....	58
EQUAÇÃO 4 - GRDO por fluxo de caixa.....	59
EQUAÇÃO 5 - Gerenciamento de Resultados por <i>accruals</i>	63
EQUAÇÃO 6 - Modelo de estimação dos <i>accruals totais</i>	63
EQUAÇÃO 7 - Modelo de regressão de dados 1.....	68
EQUAÇÃO 8 - Modelo de regressão de dados 2.....	68

LISTA DE ABREVIACÕES

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CA	Conselho de administração
CEO	<i>Chief Executive Officer</i> (Diretor Executivo)
CMV	Comissão de Valores Mobiliários
DCEO	Dualidade do CEO
DIV	Nível de divulgação de indicadores de desempenho
EDV	Endividamento
EUA	Estados Unidos da América
GOV	Governança corporativa
GRA	Gerenciamento de Resultados por <i>Accruals</i>
GRDO	Gerenciamento de resultados por decisões operacionais
GRDSP	Gerenciamento de resultados por meio de despesas discricionárias
GRFC	Gerenciamento de resultados por meio do fluxo de caixa
GRPD	Gerenciamento de resultados por meio da produção
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ICA	Independência do conselho de administração
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IPO	<i>Initial public offering</i> (oferta pública inicial)
NGOV	Nível de governança corporativa
ON	Ordinária
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
ROA	Retorno sobre o Ativo
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
RVCP	Remuneração variável de curto prazo
RVLP	Remuneração variável de longo prazo
RVT	Remuneração variável total
S	Setor
TAM	Tamanho
UFSM	Universidade Federal de Santa Maria

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA.....	15
1.2	LACUNA E PROBLEMA DE PESQUISA.....	18
1.3	OBJETIVOS DE PESQUISA.....	22
1.3.1	Objetivo Geral.....	22
1.3.2	Objetivos Específicos.....	22
1.4	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO.....	22
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO.....	27
2	REVISÃO DE LITERATURA.....	28
2.1	TEORIA DA AGÊNCIA.....	28
2.2	REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS.....	31
2.3	DIVULGAÇÃO DE INDICADORES DE DESEMPENHO.....	35
2.4	GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR DECISÕES OPERACIONAIS..	41
2.5	MODELO TEÓRICO DE ANÁLISE DE FUNDAMENTAÇÃO DAS HIPÓTESES	44
3	METODOLOGIA.....	51
3.1	DELINEAMENTO METODOLÓGICO.....	51
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	52
3.3	CONSTRUCTOS DA PESQUISA.....	54
3.4	PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS.....	64
3.5	PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DE DADOS.....	67
3.6	LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	69
4	RESULTADOS E DISCUSÃO.....	70
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS DADOS.....	70
4.2	ANÁLISE DO TESTE DE CAUSALIDADE DE GRANGER.....	77
4.3	ANÁLISE DA REGRESSÃO LINEAR.....	81
4.3.1	Relação da remuneração variável e gerenciamento de resultados.....	82
4.3.2	Relação da remuneração variável e do gerenciamento de resultados com a divulgação de indicadores de desempenho.....	86
4.4	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	94
5	CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES.....	98

5.1	CONCLUSÃO.....	98
5.2	RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....	99
	REFERÊNCIAS.....	101

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo é discorrido acerca da contextualização da temática, lacuna e problema de pesquisa, objetivos gerais e específicos do estudo, bem como as justificativas, contribuições e estrutura do trabalho.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

A partir da perspectiva da Teoria da Agência, em uma organização em que o proprietário do capital (denominado principal) contrata um indivíduo (denominado agente) para delegar funções e responsabilidades, surge uma relação de agência, a qual é formalizada por meio de diversos contratos, como de relação de trabalho, sistemas de informações, remuneração dos executivos, dentre outros (JENSEN; MECKLING, 1976; BAIMAN, 1990).

Na relação de agência, parte-se da premissa de que os indivíduos são estimulados pelos seus próprios interesses, de maneira que, quando os objetivos individuais dos gestores não são compatíveis com os objetivos organizacionais, surge o conflito de interesses, em que os esforços empregados pelos gestores em suas atividades visam seus benefícios pessoais, ao invés do bem estar coletivo (BAIMAN, 1990; LOURENÇO; SEGATTO-MENDES, 2001; SAUERBRONN, 2017).

A remuneração de executivos recebe um destaque pois, além do caráter contratual, os incentivos oferecidos aos executivos em forma de remuneração são uma importante ferramenta de gestão, que promove o alinhamento de interesses entre o principal e o agente (GRIFFIN; MOORHEAD, 2006; ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008). No contexto da contabilidade gerencial, verifica-se a importância da remuneração de executivos para orientar as ações dos gestores em direção aos objetivos e metas organizacionais e, dessa forma, garantir que a empresa alcance melhores níveis de desempenho (AGUIAR; FREZATTI, 2007; MERCHANT; VAN DER STEDE, 2007; ANTONOVZ; PANUCCI-FILHO; ESPEJO, 2010; AGUIAR et al., 2012;).

Na tentativa de influenciar os gestores a agir em prol dos interesses organizacionais (aumento da riqueza dos detentores do capital) (OGDEN, 1993), as empresas adotam uma política de remuneração que vincula o bem estar individual do agente à riqueza dos acionistas, a fim de que a gestão da empresa tome decisões operacionais direcionadas ao aumento do desempenho organizacional e, conseqüentemente, aumento da riqueza dos acionistas (JENSEN; MURPHY, 1990; GRIFFIN; MOORHEAD, 2006).

A importância da remuneração dos executivos é ressaltada a partir do estudo de Watts e Zimmerman (1986), os quais, por meio da abordagem da Teoria Positiva da Contabilidade, inferem que os gestores tomam decisões visando seus interesses pessoais. Nesse contexto, os autores desenvolveram as hipóteses do plano de incentivo, grau de endividamento e tamanho ou custos políticos (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

A hipótese do plano de incentivo desenvolvida por Watts e Zimmerman (1986) pressupõe que os gerentes que recebem alguma recompensa variável (como bonificação) estão mais predispostos a tomar decisões que antecipe os lucros futuros, a fim de melhorar seus incentivos contratuais, como a remuneração (WATTS; ZIMMERMAN, 1986) corroborando com a Teoria da Agência.

Aguiar e Pimentel (2017) explicam que as empresas que pagam maiores níveis de remuneração variável (seja de curto ou de longo prazo) tendem a apresentar maiores níveis de desempenho, e a remuneração dos executivos também tende a ser ajustada conforme o desempenho.

Observa-se que há uma relação bidirecional entre a remuneração dos executivos e o desempenho. Adota-se uma política de remuneração para que sejam tomadas decisões que maximizem o desempenho da empresa, ao mesmo tempo em que o próprio desempenho pode ser utilizado para ajustar a política de remuneração (AGUIAR; PIMENTEL, 2017). Conforme postula a Teoria da Agência, os incentivos em forma de remuneração que são pagos aos executivos estão parcialmente alinhados aos interesses dos investidores por meio de motivações baseadas em desempenho (JENSEN; MECKLING, 1976; BAKER; JENSEN; MURPHY, 1988).

Partindo do pressuposto de que quanto maior o desempenho, maior será a remuneração variável, e que os executivos tendem a agir visando aos seus interesses pessoais, a empresa fica exposta a um possível comportamento disfuncional por parte da gestão, a qual pode adotar práticas de gerenciamento de resultados com vistas a aumentar sua remuneração (MARTINEZ, 2001; SANTOS, 2020).

Por exemplo, os planos de bônus (remuneração variável de curto prazo) e a compensação baseada em ações (remuneração variável de longo prazo), que se baseiam em dados contábeis (como uma medida de desempenho), tornam-se grandes estímulos para que os gestores gerenciem os resultados, a fim de aumentar o desempenho base para sua remuneração e, conseqüentemente, aumentar os valores recebidos em forma de remuneração variável (JENSEN; MURPHY, 1990; MARTINEZ, 2013; SILVA, 2010; STEIL, 2014).

O gerenciamento de resultados pode ser praticado por meio de *accruals* ou por meio de decisões operacionais (MARTINEZ, 2013). O lucro é composto por dois elementos, o fluxo de caixa e as acumulações (*accruals*), e ao compreender que os *accruals* podem ser alterados sem impactar necessariamente o fluxo de caixa, o gestor pode aumentar ou diminuir intencionalmente tais *accruals* a fim de influenciar o lucro, tal prática consiste no gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA) (MARTINEZ, 2009).

A prática de gerenciar os resultados por meio de decisões operacionais impacta não apenas o lucro, mas também o fluxo de caixa e pode ser exemplificada como tomadas de decisões que envolvam antecipação ou aceleração de receitas, adiamento de despesas com vendas, gerais e administrativas e aumento do nível de produção para reduzir o custo de produção (MARTINEZ, 2001; ROYCHOWDHURY, 2006).

A relação entre o gerenciamento de resultados e a remuneração dos executivos tem sido estudada pela literatura contábil, tanto internacional (SCHIPPER, 1989; HEALY; WAHLEN, 1999; LIU; DU; BIAN, 2019; WANG; WANG; LIU, 2021), quanto nacional (SANTANA, 2008; SILVA, 2010; VASSOLER, 2010; MACHADO, 2012), as quais evidenciam que os níveis de gerenciamento de resultados podem ser maiores quando há pagamento de remuneração variável. De maneira geral, entende-se que a remuneração dos executivos (contratos de remuneração e bônus baseados em lucros e ações) impacta a tomada de decisão gerencial, levando os gestores a aumentar os níveis de gerenciamento de resultados quando desejam aumentar sua remuneração (HEALY, 1985; BERGSTRESSER; PHILIPPON, 2006).

Zhou et al. (2018) evidenciaram que a remuneração dos executivos tende a aumentar quando há gerenciamento de resultados por decisões operacionais, enquanto o gerenciamento de resultados por *accruals* não impacta no aumento do nível de remuneração dos executivos. Os apontamentos de Zhou et al. (2018) evidenciam que, quando a motivação para a manipulação de resultados é a busca por aumentar os valores de remuneração, o gerenciamento do desempenho base da remuneração tende a ser praticado por meio de atividades reais, resultando em maiores índices de gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRDO) nas empresas (MARTINEZ, 2001; ZHOU et al., 2018).

A prática de gerenciamento de resultados (GR) por *accruals* (manipulação de dados contábeis) tem recebido uma atenção maior do que o gerenciamento de resultados por decisões operacionais, onde pode-se verificar alguns fatores que mitigam as práticas de GR por *accruals* como a governança corporativa, auditoria por *Big Four* e a tempestividade das demonstrações contábeis (MARTINEZ, 2011; PICCOLI; SOUZA; SILVA, 2014; SENA; DIAS-FILHO; MOREIRA, 2020; SALGADO; SOUZA, 2021).

Verifica-se que o gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRDO) ainda é pouco explorado no Brasil, mesmo que em algumas empresas seja mais utilizado (MARTINEZ, 2013; STEIL, 2014; DAL MAGRO; LAVARDA; KLANN, 2019; MARQUES; FERREIRA, 2020). A gestão da empresa tende a preferir o gerenciamento dos resultados por meio de decisões operacionais por ser mais difícil de ser detectado, bem como o gerenciamento de resultados por *accruals* ainda pode ser revertido no final de um período, não apresentando mais tempo hábil para o GRDO, situação em que o agente perderia a oportunidade de aumentar sua remuneração (ROYCHOWDHURY, 2006; DOS REIS, 2014).

1.2 LACUNA E PROBLEMA DA PESQUISA

A presente pesquisa focaliza a análise no gerenciamento de resultados por decisões operacionais, considerando que tal prática consiste em ações gerenciais que se distanciam das práticas operacionais normais, impactando tanto no fluxo de caixa quanto no resultado, com o objetivo de atingir determinadas metas (MARTINEZ, 2001; REIS, 2014).

No momento em que o agente adota um comportamento voltado ao atingimento de seus próprios interesses, suas decisões operacionais podem ser tomadas com a finalidade de aumentar o desempenho base da sua remuneração, podendo implicar em maiores níveis de remuneração variável (MARTINEZ, 2001; SANTOS, 2020).

Esses apontamentos indicam que o pagamento de remuneração variável pode incentivar os gestores a adotar práticas de gerenciamento de resultados, de maneira que a relação entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais pode trazer clareza ao motivo em que o sistema de remuneração, por vezes, não é eficaz ao alinhar interesses entre agente e principal (SOUSA; CARDOSO; VIEIRA, 2017).

A preocupação com a eficácia do sistema de remuneração no contexto da Teoria da Agência direciona a atenção para as práticas de governança corporativa e partem do pressuposto de que, para existir um alinhamento de interesses, é necessário que exista: a vinculação entre o desempenho e a remuneração; e transparência nas informações sobre a remuneração dos executivos (LAKSMANA, 2008; SCHIEHLL; TERRA; VICTOR, 2013).

A vinculação entre o desempenho e a remuneração sustenta-se no fato de que o pagamento da remuneração variável deve estar atrelado à contribuição da gestão para os resultados da organização (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008; OYADOMARI et al., 2009). Faz-se necessário a utilização de diferentes medidas de desempenho como base para a

remuneração, a fim de direcionar os esforços da gestão na busca do melhor desempenho, promovendo o alinhamento de interesses (HOLMSTROM, 1979; SILVA et al., 2019).

Apesar da remuneração de executivos normalmente estar atrelada à indicadores de desempenho financeiros, podem ser utilizados também indicadores de cunho não financeiro, individuais e organizacionais (ITTNER; LARCKER; RAJAN, 1997; SILVA et al., 2019). Para Aguiar et al. (2012), a escolha dos indicadores de desempenho base para a remuneração são fundamentais para garantir o alinhamento de interesses, uma vez que, o desempenho base da remuneração é o alvo dos gestores que gerenciam resultado a fim de aumentar sua remuneração (JENSEN; MURPHY, 1990; SILVA, 2010; MARTINEZ, 2013;), assim indicadores mal definidos podem contribuir para o gerenciamento de resultados (AGUIAR et al., 2012).

Outro fator relevante para a discussão sobre o sistema de remuneração na Teoria da Agência consiste na divulgação de informações sobre os contratos de compensação (BEBCHUK; FRIED, 2004). A transparência nas informações sobre a remuneração pode ser alcançada pela divulgação voluntária de informações detalhadas sobre os contratos de remuneração dos executivos, dentre tais informações, destaca-se os indicadores de desempenho utilizados na determinação dos valores de remuneração variável (FARID; CONTE; LAZARUS, 2011; DAINELLI; BINI; GIUNTA, 2013).

Os indicadores de desempenho são relevantes, pois possuem um papel fundamental na eficácia do sistema de remuneração enquanto ferramenta de alinhamento de interesses (HOLMSTROM, 1979; AGUIAR et al., 2012; SILVA et al., 2019), e quando divulgados em maiores níveis contribuem para reduzir a assimetria informacional, no entanto, nem sempre ocorre a divulgação de todos os indicadores de desempenho utilizados internamente na gestão da empresa (FARID; CONTE; LAZARUS, 2011; DAINELLI; BINI; GIUNTA, 2013).

Janiszewski et al. (2017) apontam que empresas brasileiras aumentam o nível de divulgação de informações incrementais quando apresentam menores índices de rentabilidade, ou ainda, quando diminuem o volume de vendas e a receita líquida. Corroborando Alves e Graça (2013), os autores inferem que o nível de divulgação voluntária aumenta em função da queda no desempenho da empresa, sendo evidenciados mais de indicadores de desempenho em âmbito organizacional (JANESZEWSKI et al., 2017).

Nessa linha, Silva et al. (2016) evidenciaram que empresas aéreas brasileiras aumentaram o nível de divulgação voluntária de indicadores não financeiros quando apresentavam perdas de lucratividade. No entanto, há estudos que apresentam resultados conflitantes, onde a divulgação voluntária de indicadores de desempenho está positivamente

relacionada com diferentes aspectos do desempenho das empresas (WANG; SEWON; CLAIBORNE, 2008; DANIELLI; BINI; GIUNTA, 2013; KLANN; BEUREN, 2015).

A partir destes resultados conflitantes, verifica-se que outros fatores devem ser considerados para explicar a divulgação voluntária de indicadores de desempenho pelas empresas (DE SOUZA et al., 2019). A divulgação voluntária de indicadores é analisada sob a perspectiva de sua complexidade, onde se verifica que a divulgação tende a aumentar e se tornar mais complexa à medida que a gestão da empresa busca ocultar informações derivadas de atitudes consideradas negativas (SOUZA et al., 2019).

Silva Júnior (2020) aponta que os gestores podem utilizar a divulgação voluntária de informações contábeis incrementais com a finalidade de melhorar a qualidade informacional dos relatórios financeiros ou para contribuir para um comportamento oportunista. Nesta segunda finalidade, o autor explica que os gestores podem optar por melhorar a divulgação de indicadores de desempenho de forma voluntária, para desviar o foco dos usuários das informações de suas práticas de gerenciamento de resultados (SILVA JÚNIOR, 2020).

De maneira geral, estudos sobre a divulgação voluntária apresentam resultados controversos e atentam para a divulgação de indicadores de desempenho utilizados na empresa. Ao considerar a relação de agência entre o principal e o agente, verifica-se que a motivação para divulgação de indicadores de desempenho específicos dos contratos de remuneração apesar de relevante, é um tema pouco explorado na literatura contábil (SOUZA et al., 2019).

Souza et al. (2022) compararam as informações divulgadas sobre os contratos de remuneração nos EUA e no Brasil. Os autores evidenciaram que no Brasil as empresas divulgam informações em menor quantidade e qualidade se comparadas com as empresas dos EUA, principalmente em relação aos indicadores de desempenho usados nos contratos de remuneração, em que são apresentadas informações básicas que dificultam a tomada de decisão (SOUZA et al., 2022).

Laksmana, Tietz e Yang (2011) identificaram que o nível de divulgação de informações relativas aos contratos de remuneração estava relacionado com os valores de remuneração pagos aos executivos, de maneira que, quanto maiores eram os valores da remuneração, maior era a divulgação de informações sobre os contratos de compensação, a fim de evitar críticas sobre a política de remuneração.

Hemmings, Hodgkinson e Williams (2020) e Hooghiemstra, Kuang e Qin (2017) apontam que nas empresas em que os gestores recebem maiores valores de remuneração o nível de divulgação de indicadores de desempenho é maior. Goldstein e Yang (2019) explicam que um dos principais determinantes para a divulgação de informações sobre a remuneração é o

monitoramento externo, onde os gestores se preocupam em explicar por meio da divulgação de informações sobre os contratos de compensação.

Tais apontamentos levantam questionamentos sobre a intenção dos gestores ao divulgar informações sobre a política de remuneração, sendo possível que, quando os gestores possuem a oportunidade de tomar decisões gerenciais que visam seus próprios interesses, como por exemplo, gerenciar resultados a fim de aumentar o desempenho e alcançar maiores valores de remuneração (MARTINEZ, 2001; SANTOS, 2020), decidam por aumentar a divulgação dos indicadores de desempenho da remuneração, buscando ocultar suas decisões gerenciais oportunistas.

Tais gestores podem optar por aumentar a divulgação dos indicadores de desempenho base da remuneração, uma vez que tal prática pode evitar críticas em relação a política de remuneração (LAKSMANA; TIETZ; YANG, 2011) podendo manter um ambiente oportuno para o gestor agir em prol de seus interesses pessoais, tornando assim o sistema de remuneração falho ao alinhar interesses entre o principal e o agente.

Desse modo, a divulgação voluntária de informações sobre os contratos de remuneração pode ser utilizada pelos gestores como forma de ofuscar informações provenientes de atitudes negativas (SOUZA et al., 2019), como o gerenciamento de resultados (SILVA JÚNIOR, 2020). A divulgação de informações sobre os contratos de remuneração de executivos tende a ser maior quando as empresas pagam altos valores de remuneração, a fim de evitar críticas sobre a estrutura do sistema de remuneração (LAKSMANA; TIETZ; YANG, 2011).

Considerando tal contexto, torna-se coerente questionar se há relação entre a remuneração variável, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e o nível de divulgação de indicadores de desempenho nos contratos de remuneração, uma vez que tais relações não estão claras na literatura contábil.

Esses apontamentos indicam uma lacuna na literatura que estuda o sistema de remuneração, e demonstra que as discussões sobre a motivação da gestão em divulgar ou não os indicadores de desempenho utilizados nos contratos de remuneração quando os gestores gerenciam resultados por meio de decisões operacionais a fim de aumentar sua remuneração variável ainda é incipiente, desse modo, questiona-se: *Qual a relação entre a remuneração variável, gerenciamento de resultados por decisões operacionais e o nível de divulgação de indicadores de desempenho base para a remuneração?*

1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA

A fim de responder o problema de pesquisa apresentado, definiram-se o objetivo geral e os objetivos específicos que nortearam a operacionalização da presente pesquisa. A seguir serão apresentados os objetivos geral e específicos.

1.3.1 Objetivo geral

Analisar a relação entre a remuneração variável, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e o nível de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração das empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

1.3.2 Objetivos específicos

Para alcançar o objetivo proposto, definiram-se os seguintes objetivos específicos para esta pesquisa:

- i Evidenciar o grau de relação entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais;
- ii Determinar o grau de relação entre o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e o nível de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração;
- iii Identificar o grau de relação entre a remuneração variável e o nível de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração.

1.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

A presente pesquisa busca analisar se o pagamento de remuneração variável possui relação com o gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRDO), praticado por meio de manipulação de despesas com vendas, gerais e administrativas, aumento nos níveis de produção e redução dos custos, ou ainda por meio da redução de preços ou flexibilização de crédito e com os níveis de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração. Analisa-se também se o gerenciamento de resultados por decisões operacionais está relacionado com o nível de divulgação dos indicadores de desempenho da remuneração.

Ao compreender que a divulgação de indicadores de desempenho pode ser motivada pela intenção de ofuscação de informações derivadas de atitudes negativas (SOUZA et al., 2019), como o gerenciamento de resultados (SILVA JÚNIOR, 2020) e também pode ser utilizada para explicar os valores de remuneração pago aos executivos (LAKSMANA; TIETZ; YANG, 2011), torna-se fundamental analisar o nível de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração quando os gestores gerenciam resultados com o objetivo de aumentar sua remuneração variável.

Sob a perspectiva da Teoria da Agência, o gerenciamento de resultados quando praticado pelos gestores com a finalidade de manipular o desempenho e alcançar maiores valores de remuneração (MARTINEZ, 2001; SANTOS, 2020) pode indicar que mesmo com a instituição de um sistema de remuneração para alinhar interesses entre o principal e o agente, os gestores encontram formas de agir visando seus próprios interesses.

Nessa mesma perspectiva, o aumento na divulgação de indicadores de desempenho pode ser motivado pela prática de gerenciamento de resultados quando os gestores buscam ofuscar os impactos que tais práticas podem trazer para o desempenho da organização (SILVA JÚNIOR, 2020; SOUZA et al., 2019), ou ainda pela necessidade de justificar seus altos valores de remuneração (LAKSMANA; TIETZ; YANG, 2011), muitas vezes elevados por conta das práticas de gerenciamento de resultados (MARTINEZ, 2013; SANTOS, 2020).

No entanto, a literatura contábil carece de estudos sobre a motivação para a divulgação de indicadores de desempenho usados especificamente nos contratos de remuneração quando os gestores praticam o gerenciamento de resultados para aumentar os valores de sua remuneração.

Desse modo, investigar as relações existentes entre a remuneração variável, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração se justifica pela relevância de entender a maneira como o agente pode utilizar da divulgação de indicadores de desempenho da remuneração para desfocar a atenção do principal do seu comportamento disfuncional, alcançando, assim, o seu interesse de aumentar os valores de sua remuneração e indicando que mesmo com o estabelecimento de um sistema de remuneração, o conflito de interesse permanece.

No que tange às pesquisas anteriores, são identificadas algumas lacunas da qual a presente pesquisa explora. Santana (2008) e Vassoler (2010) identificaram que o pagamento de remuneração variável possui relação com os níveis de gerenciamento de resultados por *accruals*. Machado (2012) corrobora Santana (2008) e Vassoler (2010) e acrescenta que o pagamento de remuneração também está relacionado ao gerenciamento de resultados por

decisões operacionais. Hoff e Vicente (2017) analisaram a relação entre o gerenciamento de resultados por *accruals* e a remuneração variável dos executivos, identificando que o gerenciamento é praticado quando há um pagamento de remuneração variável, refletindo em um aumento dos valores de remuneração.

Em relação ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais, Dal Magro, Dani e Klann (2019) identificaram que maiores valores de remuneração fazem com que o CEO apresente menos interesse em gerenciar os resultados por decisões operacionais, uma vez que tais executivos se preocupam com sua carreira, logo temem a exposição de tais práticas.

Destaca-se que as pesquisas têm focado no gerenciamento de resultados por *accruals*, sendo ainda incipiente as pesquisas sobre o gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRDO), principalmente no contexto brasileiro (IBRAHIM, 2007; HASSABELNABY; MOHAMMAD; SAID, 2010; IBRAHIM; LLOYD, 2011; MARTINEZ, 2013), desse modo, este estudo se justifica por explorar especificamente o gerenciamento de resultados por decisões operacionais nas empresas brasileiras.

Em relação aos indicadores de desempenho, de forma geral as pesquisas anteriores se preocuparam em verificar o uso de diferentes medidas de desempenho e a sua relação com o gerenciamento de resultados, identificando que o uso complementar de medidas financeiras e não financeiras, de cunho individual e organizacional ajudam a mitigar as práticas de gerenciamento de resultados (IBRAHIM, 2007; HASSABELNABY; MOHAMMAD; SAID, 2010; IBRAHIM; LLOYD, 2011; BELL, 2021; PERDOMO CASTELLANOS, 2021).

Neste estudo, analisam-se os indicadores de desempenho sob a perspectiva de sua divulgação. Alguns estudos analisam a divulgação de indicadores relacionados à responsabilidade social corporativa e gerenciamento de resultados (MURCIA; WUERGES, 2011; SILVA, 2016; CONSONI; COLAUTO; LIMA, 2017; SILVA JUNIOR, 2020), ou ainda que analisam a divulgação de informações gerais sobre as políticas de remuneração e os valores de remuneração paga aos executivos, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização ou Teoria da Legitimidade (LAKSMANA, 2008; LAKSMANA; TIETZ; YANG, 2011).

A presente pesquisa se justifica também no fato de que explora um modelo de análise que aborda lacunas existentes na literatura contábil, analisando as relações entre a remuneração variável, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração, sob a perspectiva da Teoria da Agência, as quais ainda não são claras, apesar de relevantes para entender sobre a eficácia do sistema de remuneração como ferramenta de alinhamento de interesses.

Acredita-se que ao aprofundar a análise das relações propostas, os resultados desta pesquisa poderão contribuir para o avanço nos conhecimentos sobre a efetividade do sistema de remuneração como ferramenta de alinhamento de interesses. Espera-se que a pesquisa contribua na compreensão da motivação dos executivos ao determinar as informações a serem divulgadas acerca da composição dos mecanismos de remuneração, no entendimento de como o pagamento de remuneração variável pode impactar a tomada de decisão gerencial e para compreender como as informações geradas pela contabilidade representam de forma adequada a realidade econômica e financeira da organização (HEALY; WAHLEN, 1999; REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015).

As informações financeiras geradas e divulgadas pela contabilidade são consideradas a principal forma de comunicação entre a empresa e seus *stakeholders*, de maneira que, quando a gestão se empenha em gerenciar resultados, as informações contábeis são prejudicadas (HEALY; WAHLEN, 1999; GONCHAROV, 2005; REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015) e quando ocorre a divulgação de elementos não financeiros com a finalidade de ocultar ações negativas, o prejuízo para as informações contábeis é agravado (COURTIS, 2004; LAKSMANA; TIETZ; YANG, 2011).

Quando o gerenciamento de resultados é feito por meio de decisões operacionais, os danos podem ser mais acentuados, tanto para a empresa quanto para os usuários da informação contábil, uma vez que tal método de gerenciamento de resultados não impacta apenas o lucro, mas afeta também o caixa da empresa (HEALY; WAHLEN, 1999; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; ROYCHOWDHURY, 2006; GOULART, 2007; COHEN; ZAROWIN, 2010; REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015;).

Espera-se que os resultados do estudo apresentem tanto contribuições para a literatura quanto contribuições práticas e sociais. No âmbito da literatura, a presente pesquisa pretende apresentar evidências dos níveis de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração quando os gestores gerenciam resultados por meio de decisões operacionais, e quando recebem remuneração variável, avançando o conhecimento sobre aspectos relacionados ao sistema de remuneração utilizado, como um mecanismo de gestão para promover o alinhamento de interesses entre o principal e o agente.

Como consequência, espera-se que os resultados contribuam para esclarecer o papel da divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração, gerados pelos mecanismos de avaliação de desempenho utilizados internamente pela organização e evitando que as escolhas realizadas pelo agente, motivadas por um comportamento oportunista, interfiram na tomada de decisão do principal acerca do sistema de remuneração.

A literatura sobre gerenciamento de resultados no Brasil, apesar de apresentar um crescimento nos últimos anos, ainda é incipiente no que tange ao gerenciamento por decisões operacionais (MARTINEZ, 2013; DAL MAGRO; LAVARDA; KLANN, 2019;). A presente pesquisa apresenta evidências que contribuem para o avanço da literatura sobre gerenciamento de resultados, especificamente realizados por decisões gerenciais no contexto brasileiro.

Em relação às contribuições práticas, acredita-se que o entendimento acerca da relação entre a remuneração variável, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e o nível de divulgação de indicadores de desempenho contribuem para que as empresas avaliem a efetividade do seu sistema de remuneração com mais assertividade.

A presente pesquisa apresenta contribuições para que os stakeholders interpretem as informações relativas ao mecanismo de remuneração divulgada pelos executivos com maior criticidade, auxiliando na revisão e estruturação de um sistema de remuneração e evitando a adoção de práticas gerenciais que apresentem altos custos de agência para a organização e que não cumprem o papel organizacional devido.

No que tange às contribuições sociais, espera-se que as evidências da presente pesquisa possam colaborar para que os usuários das informações sobre remuneração relatadas pelas empresas tenham ciência da relevância de avaliar o sistema de remuneração como um todo, não apenas considerando a relação remuneração-desempenho, mas também as informações divulgadas pela empresa. Os resultados encontrados apresentam *insights* relevantes para acionistas e até órgãos reguladores acerca da divulgação de informações da política de remuneração.

Da mesma forma, deseja-se que este estudo contribua também para a produção de novos conhecimentos em relação a indicadores de desempenho e remuneração de executivos, assim como servirá de embasamento empírico na construção de novos projetos junto à linha de pesquisa de Controladoria.

Espera-se que os resultados desta pesquisa contribuam para o desenvolvimento do Programa de Pós Graduação de Ciências Contábeis da UFSM, apresentando evidências relevantes acerca da tomada de decisão gerencial, tanto em relação às decisões operacionais quanto em relação às decisões de divulgação, (inclusive no contexto em que os gestores apresentam um comportamento oportunista em busca de maiores níveis de remuneração) contribuindo assim para a eficácia do sistema de remuneração ao promover o alinhamento de interesses entre os diretores executivos e os acionistas das empresas de capital aberto do Brasil.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

A presente pesquisa está dividida em 5 capítulos. O primeiro capítulo consiste na introdução, onde a temática é contextualizada apresentando as lacunas de pesquisas, problema de pesquisa e objetivos geral e específicos. Nesse capítulo é discorrido também sobre as justificativas para a realização do estudo e as contribuições da pesquisa, tanto no âmbito da literatura quanto no âmbito prático e social.

O segundo capítulo se refere a fundamentação teórica, onde é abordado sobre a Teoria da Agência, os principais aspectos da remuneração dos executivos e como a mesma está posicionada na presente pesquisa. Ainda no capítulo dois são apontados os indicadores de desempenho utilizados em contratos de remuneração, bem como apresenta-se as inferências da literatura sobre a divulgação dos indicadores de desempenho. Por fim, no segundo capítulo é discorrido acerca do gerenciamento de resultados por decisões operacionais, das pesquisas sobre o GRDO, remuneração e divulgação de indicadores de desempenho, e ainda é apresentada a fundamentação das hipóteses de pesquisa.

O terceiro capítulo trata do método e procedimentos de pesquisa, abordando o delineamento da pesquisa, a população e amostra, os constructos e variáveis de pesquisa, os procedimentos de coleta e de análise dos dados, e por fim, as limitações de pesquisa. No capítulo quatro são apresentados os resultados da pesquisa, inicialmente com a estatística descritiva das variáveis, seguida do Teste de Causalidade de Granger e da análise dos modelos de regressão de dados, a fim de testar as hipóteses de pesquisa.

Ainda no capítulo quatro são apresentadas as discussões dos resultados encontrados, em que os resultados das análises efetuadas são colocados em discussão com os resultados de estudos anteriores, auxiliando na compreensão da temática e alcance do objetivo proposto. Por fim, no capítulo cinco são apresentadas as principais conclusões da pesquisa e recomendações para estudos futuros.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo são abordados os principais conceitos e evidências da literatura referente a Teoria da Agência, remuneração dos executivos, divulgação de indicadores de desempenho e gerenciamento de resultados por decisões operacionais, bem como o modelo teórico de análise e a fundamentação das hipóteses de pesquisa.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

No contexto organizacional a relação de agência pode ser entendida quando um indivíduo, ou um grupo de indivíduos que são detentores de um capital realizam um contrato com outros indivíduos delegando a eles determinadas responsabilidades (BAIMAN, 1990). Essa relação parte da separação entre a propriedade e o controle de um capital, ou seja, um acionista que é proprietário de um capital contrata um gestor, que passa a ter o controle do capital, surgindo então a relação de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

A separação entre a propriedade e o controle do capital que dá origem à relação de agência nasce a partir do desenvolvimento de uma empresa, de maneira que, em empresas de pequeno porte onde o proprietário do capital é o mesmo indivíduo que administra e toma as decisões, as ações organizacionais serão voltadas ao que o proprietário considera adequado para o desenvolvimento da sua empresa (NASCIMENTO; REGINATO, 2008). Entretanto, na medida em que a empresa se desenvolve, sua operação passa a se tornar mais complexa, tornando-se necessário que o proprietário contrate um administrador para gerenciar a organização, dando início a relação de agência (ROCHA et al., 2012).

Conforme postula a Teoria da Agência, o proprietário do capital é denominado principal e o administrador do capital é denominado agente, e nesse contexto, as decisões organizacionais que antes eram feitas pelo principal passam a estar sob controle do agente, de maneira que, enquanto o agente se responsabiliza por realizar atividades para o principal, este remunera o agente pelas atividades realizadas (JENSEN; MECLING, 1976).

Nessas condições, o principal e o agente estabelecem, por meio de contratos de trabalho, os termos relacionados a remuneração, função, direito de propriedade e sistemas de informações, sendo que uma empresa pode ser considerada um conjunto de contratos (JENSEM; MECLING, 1976; BAIMAN, 1990). A relação contratual entre o principal e o agente, tratada pela Teoria da Agência apresenta-se com o intuito de resolver problemas contratuais, decorrentes de conflitos de interesses, dificuldade por parte do principal em

monitorar o agente, e de atitudes divergentes entre o principal e o agente no que tange ao compartilhamento de riscos (EISENHARDT, 1989)

Os problemas contratuais abordados pela Teoria da Agência fundamentam-se na premissa destacada por Jensen e Meckling (1976) de que os indivíduos tendem a agir em prol de seus interesses pessoais, de maneira que diante de uma oportunidade de negócios o agente tende a adotar um comportamento oportunista tomando decisões que priorizam seus próprios interesses em detrimento dos interesses do principal. Nesse sentido, um problema de agência surge quando os interesses dos indivíduos não são compatíveis com um comportamento que seria benéfico para o bem estar coletivo (LOURENÇO; SAUERBONN, 2017).

Além do conflito de interesses entre o principal e o agente, outro fator que motiva um problema de agência consiste no compartilhamento de riscos, em que o principal e o agente têm preferências divergentes em relação aos riscos, levando ambos a apresentarem ações diferentes por preferirem riscos diferentes (EISENHARDT, 1989). Considera-se ainda que o proprietário não possui acesso as mesmas informações que o agente, visto que o agente possui um maior número de informações úteis para a tomada de decisão, podendo assim fornecer informações incompletas ao proprietário e se beneficiar de tal assimetria informacional para tomar decisões operacionais voltadas às suas percepções e ao alcance de seus interesses pessoais (SANTOS; CALÍOPE; COELHO, 2015; LOURENÇO; SAUERBONN, 2017).

Ao considerar que a unidade de análise da Teoria da Agência está no contrato, de maneira geral, a teoria está focada em definir o contrato mais eficiente para gerir a relação entre o principal e o agente de maneira a estimular o agente a tomar decisões em prol dos interesses do principal (EISENHARDT, 1989; SUBRAMANIAM, 2018). O estabelecimento de tais mecanismos contratuais incorrem em custos de agência por parte do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). A partir dessas premissas, a Teoria da Agência pode ser estudada a partir de duas abordagens principais: a positivista e a principal-agente (JENSEN, 1993; MACHADO, 2020).

Pesquisas com a abordagem positivista têm se preocupado em estudar o conflito de interesses entre o principal e o agente, decorrentes da separação da propriedade e controle do capital, buscando descrever mecanismos que reduzam o comportamento do agente na busca de seus próprios interesses (EISENHARDT, 1989). Nessa linha, as pesquisas positivistas se concentram, exclusivamente, na relação entre acionistas e gestores (CEO) de grandes empresas de capital aberto (HESSEN, 1983; EISENHARDT, 1989).

A partir da abordagem positivista da Teoria da Agência, entende-se que contratos baseados em resultados são eficazes no combate ao oportunismo gerencial, uma vez que tais

contratos embasam a recompensa tanto do principal quanto do agente em um determinado resultado, direcionando as ações de ambos para a mesma direção e assim reduzindo o conflito de interesses (JENSEM; MECKLING, 1976). Outro pressuposto da abordagem positivista é que sistemas de informações capazes de informar o principal sobre o comportamento do agente reduz o comportamento oportunista, uma vez que o agente tende a agir de acordo com os interesses do principal ao saber que suas ações estão sendo informadas ao principal (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983).

Em relação à abordagem principal-agente, pesquisas realizadas nessa linha procuram analisar o contrato ideal, considerando contratos baseados no comportamento *versus* contratos baseados em resultados (EISENHARDT, 1989). Uma diferença relevante das pesquisas com a abordagem principal-agente, comparadas com as pesquisas positivistas, é que estudos que realizam a análise sob a perspectiva da abordagem principal-agente vão além da relação entre acionista e gestor, podendo analisar a relação de agência entre acionista minoritário e majoritário, credor e proprietário, fornecedores e compradores (HARRIS; RAVIV, 1978; YOUNG et al., 2008).

Os estudos na linha de principal-agente são mais abstratos e matemáticos se comparados àqueles de abordagem positivista, limitando a atuação de pesquisadores organizacionais (EISENHARDT, 1989). Basicamente, a abordagem principal-agente parte dos pressupostos de que há um conflito de interesses entre o principal e o agente, o resultado é facilmente mensurado e o principal é menos avesso ao risco do que o agente (EISENHARDT, 1989).

Estudos nessa linha passam a analisar o contrato mais eficiente em vários níveis, considerando basicamente o caso em que o principal possui informações completas sobre o agente, onde o contrato baseado em comportamento seria mais adequado, ou um segundo caso onde o principal não possui informações completas sobre as ações do agente (EISENHARDT, 1989).

Na contabilidade gerencial, ao considerar que a preocupação em determinar um contrato eficiente busca solucionar os problemas de agência sob a perspectiva do proprietário do capital, busca-se encontrar um contrato de incentivo que influencie o agente a agir conforme os interesses do proprietário (OGDEN, 1993). Lambert (2006) destaca que o sistema de avaliação de desempenho é o ponto básico para a relação contratual entre o principal e o agente.

O referido autor aponta que por meio da determinação dos indicadores de desempenho que fundamentam a remuneração paga ao agente, com o objetivo de estimular o agente a tomar decisões operacionais, financeiras e de investimentos mais otimizadas é possível alcançar o alinhamento de interesses. Dessa forma, a concessão de incentivos em forma de remuneração,

baseada em indicadores de desempenho contribuem para minimizar o oportunismo gerencial, promovendo assim um alinhamento de interesses (LAMBERT, 2006).

Desse modo, sob a perspectiva da Teoria da Agência, entende-se que a organização estabelece um contrato de remuneração aos executivos, baseado em desempenho, com o objetivo de direcionar as ações do agente à uma tomada de decisão operacional que crie valor para os acionistas, limitando assim o oportunismo do agente e promovendo o alinhamento de interesses (LAMBERT, 2006). Entretanto, o desempenho atrelado à remuneração pode ser mensurado sob diferentes indicadores de avaliação de desempenho, de maneira que ter conhecimento de tais indicadores pode contribuir para compreender os valores de remuneração pagos aos executivos e avaliar a eficácia de um contrato de remuneração (BYRD; PARRINO; PRITSCH, 1998; EKANAYAKE, 2004; LAMBERT, 2006).

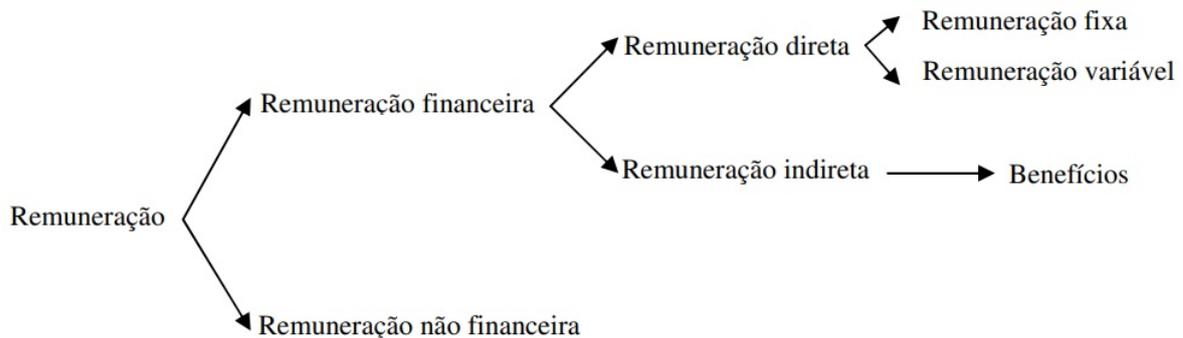
2.2 REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

Ao considerar a existência de conflito de interesses entre o principal e o agente, a Teoria da Agência também apresenta ferramentas que podem servir para reduzir tais conflitos e, assim, promover um alinhamento de interesses entre as partes envolvidas (SILVA, 2010). As organizações definem incentivos gerenciais, como a remuneração dos executivos, com o intuito de mitigar o problema de agência relacionado ao conflito de interesses (EISENHARDT, 1989; MURPHY, 1999).

A proposição que discute a remuneração dos executivos na Teoria da Agência aponta que tais incentivos devem estar alinhados aos objetivos dos acionistas para que o agente maximize os resultados do principal (SILVA, 2010). Desse modo, a partir do estabelecimento da remuneração como forma de incentivo é possível vincular o comportamento do executivo aos objetivos dos acionistas, uma vez que, o executivo ao buscar seus próprios interesses, estará simultaneamente agindo em prol dos interesses do proprietário (EISENHARDT, 1989).

Compreende-se que a remuneração paga ao executivo tende a torná-lo mais sensível às perdas de lucro e de valor para o acionista, o que induz o executivo a se comportar em direção aos interesses do proprietário (BYRD; PARRINO; PRITSCH, 1998). As decisões tomadas pelo agente não dependem apenas das habilidades do gestor ou executivo, mas também dos incentivos que possuem para agir em prol dos objetivos do principal (BYRD; PARRINO; PRITSCH, 1998). A Figura 1 apresenta o conceito de remuneração, posicionando essa temática na presente pesquisa.

Figura 1 – Conceito de remuneração



Fonte: Krauter (2009).

Segundo Krauter (2009), a remuneração pode ser dividida entre financeira e não financeira. Em relação a remuneração não financeira, entende-se como recompensas relacionadas à carreira e ao desenvolvimento pessoal, materializadas por meio da carreira, de treinamentos e educação, utilizados com o objetivo de desenvolver habilidades e competências humanas e empresariais consideradas fundamentais para a organização (KRAUTER, 2009). Já a remuneração financeira consiste na contraprestação financeira e/ou econômica entregue a um indivíduo como recompensa pelas suas atividades prestadas em favor da empresa (KRAUTER, 2009; KRAUTER; DA SOUSA, 2013).

Em relação a remuneração financeira, pode ser dividida em remuneração direta e indireta. Enquanto remuneração indireta entende-se que são benefícios relacionados ao trabalho efetuado pelos indivíduos, como por exemplo, plano de saúde, assistência odontológica, veículos e outros (KRAUTER, 2009), a remuneração direta compreende um montante financeiro pago a um indivíduo em contrapartida a um trabalho efetuado, podendo ser classificada como remuneração fixa e remuneração variável (KRAUTER; DA SOUSA, 2013).

A remuneração fixa possui o caráter de ser a parcela do montante em dinheiro pago, periodicamente, a um indivíduo da qual está previamente acordada entre as partes e normalmente vinculada às atividades e cargo ocupado pelo indivíduo na empresa (KRAUTER; DA SOUSA, 2013). A remuneração variável consiste na parcela do montante em dinheiro pago a um indivíduo com base no atingimento de determinadas metas estabelecidas e acordadas entre as partes (KRAUTER, 2009). Enquanto a remuneração fixa pode ser exemplificada por salário ou pro labore recebidos por um indivíduo, a remuneração variável tem como exemplo bônus, comissões, participações em resultados e/ou lucros e participações acionárias (KRAUTER, 2009).

Seguindo a linha de grande parte da literatura sobre remuneração de executivos e a partir da conceituação de Krauter (2009), a presente pesquisa estuda a remuneração financeira direta, variável, que é paga aos executivos. Um plano de remuneração de executivos deve ser composto por no mínimo quatro elementos: salário, bônus anual baseado em alguma medida de desempenho, opções de ações e incentivos de longo prazo (baseados em informações de desempenho de períodos anteriores) (MACHADO; BEUREN, 2014; LEITE; HEIN, 2019). Destaca-se ainda que cada empresa pode utilizar a combinação de elementos de remuneração que considerar mais adequada, assim a estrutura da remuneração de executivos pode variar de acordo com a empresa (MACHADO; BEUREN, 2014).

Murphy (1999) destaca que o salário base consiste no componente fixo da remuneração dos executivos, dos quais, normalmente, preferem garantir um aumento no seu salário base ao invés de aumentar as metas para receber maiores valores de remuneração variável, devido a sua aversão ao risco. Apesar da preferência por parte dos executivos pela remuneração fixa, empresas com fins lucrativos utilizam de remuneração variável em seus planos de remuneração (MURPHY, 1999), isso porque, um plano de remuneração composto apenas por remuneração fixa agrava o conflito de interesses, no entanto, ainda assim é necessária para manter a motivação dos executivos no exercício de sua função (ERMEL; MONTE, 2018).

Nesse sentido, com o objetivo de alinhar interesses, as empresas estruturam seus planos de remuneração combinando a remuneração fixa com a remuneração variável, que quando somadas, constituem a remuneração total (LAMBERT; LARCKER, 1987; NASCIMENTO et al., 2013). A remuneração variável pode ser composta por incentivos de curto prazo e de longo prazo, sendo fundamental tanto para os acionistas quanto para os executivos que a remuneração variável possua metas de desempenho claras e bem definidas (SILVA; CHIEN, 2013).

Um plano de bônus anual que remunera com base em medidas de desempenho anuais, o *gainsharing*, que é pago em função de redução de custos ou melhora na produtividade e lucros distribuídos em um determinado período, são incentivos que compõem a remuneração variável de curto prazo (MURPHY, 1999; OLIVA; ALBURQUERQUE, 2007; LEITE; HEIN, 2019). A remuneração variável de longo prazo é composta por incentivos como as opções de ações, que permitem que os empregados adquiram ações por preços subsidiado e benefícios de remuneração por ações que vincula um pagamento futuro ao valor de mercado das ações de uma empresa (MURPHY, 1999; OLIVA; ALBURQUERQUE, 2007; LEITE; HEIN, 2019).

A remuneração dos executivos tem sido estudada sob a perspectiva da Teoria da Agência desde a década de 1970 (LEITE; HEIN, 2019) e apesar de ter evoluído interdisciplinarmente, a sua contribuição enquanto ferramenta utilizada para influenciar o

comportamento dos indivíduos e alinhar interesses entre o principal e o agente ainda é uma questão em aberto no contexto brasileiro (CHIEN, 2013; AGUIAR; PIMENTEL, 2017; EDMANS et al., 2017; SILVA; SOUZA et al., 2017).

Grande parte dos estudos que investigam os contratos de remuneração no conflito de interesses entre principal e o agente analisam a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das organizações (LEITE; HEIN, 2019). Alguns estudos verificam que maiores níveis de remuneração pagos aos executivos estão relacionados com um desempenho superior, constatando que os contratos de remuneração são eficientes para alinhar interesses (CHEIN, 2013; KRAUTER, 2013; AGUIAR; PIMENTEL, 2017; LEITE; HEIN, 2019; SILVA;).

Outros estudos evidenciam que a remuneração paga aos executivos não se relaciona com o desempenho das organizações, inferindo que o alinhamento de interesses por meio dos contratos de remuneração ainda é um assunto a ser investigado (BRADLEY et al., 2013; BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014; FERNANDES; MAZZIONI, 2015; MARLON KONRAHT et al., 2018).

As pesquisas sobre os contratos de remuneração utilizados para alinhamento de interesses avançam ao analisar a relação da remuneração dos executivos e o gerenciamento de resultados. Os estudos nesse sentido baseiam-se na ideia de que, a remuneração de executivos produz o alinhamento de interesses ao influenciar a tomada de decisão dos executivos na direção dos interesses e objetivos do proprietário (EISENHARDT, 1989).

O poder de tomada de decisão atribuído aos executivos leva ao problema de manipulação de resultados (OLIVA; ALBURQUERQUE, 2007), de maneira que, ao evidenciar que maiores níveis de remuneração dos executivos decorrem de maiores níveis de gerenciamento de resultados, constata-se que, mesmo com a adoção de contratos de remuneração por parte do principal, o agente permanece priorizando seus interesses pessoais ao gerenciar resultados, persistindo o conflito de interesses entre as partes (PFEIFFER; VELTHUIS, 2009; SILVA, 2010).

Dechow, Huson e Sloan (1994) apontam que o uso difundido do lucro como medida de desempenho base da remuneração dos executivos permite que os executivos tomem decisões operacionais com a intenção de aumentar a sua remuneração, sem considerar os impactos organizacionais e os interesses dos acionistas.

Diversos estudos têm sido desenvolvidos no intuito de analisar a relação entre a remuneração dos executivos e o gerenciamento de resultado, tanto em âmbito internacional (SCHIPPER, 1989; HEALY; WAHLEN, 1999; PARK, 2017; CHOU; LEE, 2018; LIU; DU; BIAN, 2019; WANG; WANG; LIU, 2021) quanto em âmbito nacional (SANTANA, 2008;

SILVA, 2010; VASSOLER, 2010; MACHADO, 2012; SOUSA; RIBEIRO, 2020), tais estudos apresentam resultados conflitantes, ressaltando que o alinhamento de interesses por meio dos contratos de remuneração ainda é um assunto a ser investigado.

Os resultados divergentes acerca da remuneração dos executivos no contexto da Teoria da Agência chamam a atenção para os indicadores de desempenho usados nos contratos de remuneração e a decisão da empresa em divulgar tais indicadores ou não (OBERHOLZER; BARNARD, 2015; SOUZA et al., 2017).

Farmer et al. (2011) destacam que os contratos de remuneração não podem estar desvinculados do desempenho dos executivos, pois tornar os indicadores de desempenho utilizados como base para a remuneração dos executivos é fundamental na estruturação de um sistema de remuneração (LEITE; HEIN, 2019). Atrelado a isso, Aguiar et al. (2012) reforçam que o sistema de avaliação de desempenho é um fator fundamental ao analisar os incentivos gerenciais e a tomada de decisão gerencial na busca por alinhamento de interesses entre o principal e o agente.

A divulgação de informações claras e completas sobre o sistema de remuneração dos executivos é fundamental para que os acionistas possam tirar suas próprias conclusões acerca da efetividade do sistema de remuneração na função de alinhamento de interesses e sobre a relação entre remuneração-desempenho, principalmente quando são pagos altos valores de remuneração variável (LAKSMANA; TIETZ; YANG, 2011; SOUZA et al., 2020).

Nessas condições, entende-se que a divulgação dos indicadores de desempenho utilizados como base para remunerar os executivos é um fator fundamental para que os contratos de remuneração promovam o alinhamento de interesses entre os acionistas e os executivos, uma vez que irão munir os acionistas de informações relevantes para avaliar a efetividade do sistema de remuneração.

2.3 DIVULGAÇÃO DE INDICADORES DE DESEMPENHO

A utilização do sistema de avaliação de desempenho juntamente com a remuneração de executivos pode se configurar como uma importante ferramenta de gestão para combater o conflito de interesses entre principal e agente (SILVA et al., 2019), isso porque, ao vincular a remuneração de um executivo ao desempenho da empresa (por meio da definição de indicadores de desempenho base para a remuneração) espera-se que o executivo depreenda maior esforço em suas atividades, uma vez que maior desempenho levará a maior remuneração (HOLMSTROM, 1979).

Na perspectiva da contabilidade gerencial, a avaliação de desempenho é um processo no qual se acompanha, monitora e facilita as ações dos indivíduos (ou grupo de indivíduos) na busca pelos objetivos organizacionais (MALMI; BROWN, 2008; FERREIRA; OTLEY, 2009). Em outras palavras, avaliar o desempenho pode ser considerado o processo de comparação de um resultado realizado com um padrão de resultado esperado (SILVA et al., 2019).

O sistema de avaliação de desempenho possui o objetivo de orientar o comportamento dos indivíduos a tomar decisões alinhadas aos objetivos organizacionais, contribuindo para o controle gerencial e para a implementação e alcance da estratégia adotada (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008; GROEN; WOUTERS; WILDERON, 2017).

Ao induzir o comportamento da gestão na direção dos objetivos organizacionais, a avaliação de desempenho promove o alinhamento de interesses entre o principal e o agente, de maneira que, sob essa perspectiva, um sistema de avaliação de desempenho apresenta como elementos básicos a remuneração (da qual já foi abordada na seção anterior) e as medidas de desempenho (MERCHANT; VAN DER STEDE, 2007; FERREIRA; OTLYE, 2009; AGUIAR et al., 2012).

Uma medida de desempenho consiste em uma métrica utilizada para quantificação da eficiência e/ou eficácia de uma ação, assim por meio de uma medida de desempenho ocorre a medição (quantificação) da eficiência ou eficácia de uma ação (que leva ao desempenho) (NEELY; GREGORY; PLATTS, 1995).

As organizações podem utilizar de diferentes conjuntos de medidas no processo de avaliação de desempenho, gerando indicadores de desempenho dos quais podem apresentar diferentes dimensões, como financeira e não financeira (ITTNER; LARCKER, 2009; AGUIAR et al., 2012) e diferentes níveis, como individual ou organizacional (ITTNER; LARCKER, 2009; FRANCO-SANTOS; LUCIANETTI; BOURNE, 2012).

Em relação às dimensões da avaliação de desempenho, os indicadores de avaliação financeira podem ser considerados aqueles dos quais refletem o desempenho contábil como, por exemplo, o Retorno sobre o Ativo (ROA), receita líquida, lucro líquido e outros, enquanto os indicadores não financeiros estão relacionados ao desempenho da tarefa ou de mercado, como por exemplo, nível de produção, satisfação do cliente, crescimento de mercado e outros (MOERS, 2006; ITTNER; LARCKER, 2009).

Destaca-se que os indicadores de desempenho com base em informações financeiras estão focados em quantificar o resultado das tomadas de decisões na organização, enquanto os indicadores de desempenho não financeiros estão mais atrelados a expor tendências de desempenho futuro (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008; RASHID, 2018).

No que tange aos níveis de avaliação de desempenho, os indicadores de desempenho focadas no nível individual possuem como característica basicamente o foco voltado a uma única pessoa da qual seu desempenho realizado é comparado a um desempenho esperado (SILVA et al., 2019). Os indicadores de desempenho individual, além de possuírem a função de orientar as ações e tomadas de decisões do indivíduo em direção aos objetivos estratégicos da organização, também tem como objetivo o processo de *feedback*, demonstrando o comportamento e atitudes esperados pela empresa (MERCHANT; VAN DER STEDE, 2007; ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008).

Os indicadores de desempenho a nível organizacional podem ser considerados o conjunto de medidas que avalia o desempenho conjunto de um determinado grupo de indivíduos (como equipes, setores, departamentos, etc.), ou ainda, medidas de desempenho corporativo, do qual compreende o desempenho da empresa em geral (MERCHANT; VAN DER STEDE, 2007). Tais indicadores de desempenho são relevantes por evidenciar que o desempenho de um grupo ou da organização depende não apenas do esforço individual, mas também do comportamento cooperativo (SILVA et al., 2019).

Em pesquisas relacionadas ao conflito de interesses entre o principal e o agente, os indicadores de desempenho têm sido utilizados, em grande parte dos estudos, como uma variável de pesquisa, ao se analisar a relação da remuneração de executivos e o desempenho das organizações (AGUIAR; PIMENTEL, 2017; BEUREN; PAMPLONA; LEITE, 2020; KATO; KUBO, 2006; MARLON KONRAHT et al., 2018; LEITE; HEIN, 2019; LIANG; MORONEY; RANKIN, 2020; SILVA; CHEIN, 2013), mais especificamente, tais estudos utilizam indicadores de desempenho como retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), *price-to-book*, lucro por ação, Q de Tobin, retorno das ações, crescimento do ativo fixo, entre outras, para mensurar a variável de desempenho (que normalmente consiste na variável dependente dos estudos).

Pesquisas com essa abordagem apresentam resultados conflitantes, dos quais se justificam pela falta de análise mais específica sobre quais são os indicadores de desempenho utilizados para determinar a remuneração dos executivos (SILVA et al., 2019; AGUIAR et al., 2012). Outra linha de pesquisa tem se preocupado em investigar quais os indicadores de desempenho mais adequados para compor os planos de remuneração que contribuam para a redução do conflito de interesses (BOUWENS; VAN LENT, 2006; MOERS, 2005; MOERS, 2006; SILVA et al., 2019).

Dentro dessa perspectiva, a Teoria da Agência postula que o conjunto de indicadores de desempenho para contratos de remuneração devem ser compostos por quaisquer medidas que

“forneçam conteúdo de informação incremental sobre as dimensões das ações dos agentes que o principal deseja motivar” (SCHIEHLL; BELLAVANCE, 2009, p. 91). Nessas condições, as medidas de desempenho adequadas para os contratos de remuneração devem ser precisas, informativas, oportunas e ainda considerar o impacto das ações do agente no desempenho futuro, sem transmitir riscos ao agente (HOLMSTROM, 1979; GIBBS et al., 2004). Destaca-se ainda que é fundamental que as medidas de desempenho utilizadas nos contratos de remuneração sejam verificáveis e não sejam facilmente manipuláveis (RAPPAPORT, 1983).

Evidencia-se que os indicadores financeiros de desempenho são considerados o principal critério para remunerar os executivos (SILVA et al., 2019), como os lucros, que são indicadores de desempenho predominantes na definição da remuneração dos executivos (SLOAN, 1993). Muitos estudos indicam que um contrato de remuneração, baseado apenas em indicadores financeiros de desempenho, é ineficaz, por pelo menos dois motivos.

O primeiro motivo é apontado por Schiehl e Bellavance (2009) os quais indicam que, apesar de ser uma medida razoável, a avaliação de desempenho financeira não demonstra adequadamente a contribuição do agente para questões como planejamento estratégico, desenvolvimento de novos produtos, oportunidades de negócios e iniciativas de negócios. Esses apontamentos corroboram com estudos de Bushman e Smith (2001) e Paul (1992), os quais evidenciam que indicadores de desempenho financeiros são orientados para o curto prazo, dando pouca ênfase a fatores que contribuem para o valor das empresas, tornando-se pouco informativos para fins de contratos de remuneração.

O segundo motivo apontado pela literatura que torna ineficaz os contratos de remuneração baseados em indicadores financeiros de desempenho é que tais indicadores são facilmente manipuláveis, levando os executivos a gerenciar os resultados da empresa para que sua remuneração aumente, mesmo que essa ação não contribua para o alcance dos objetivos dos acionistas (HEALY, 1985; MARTINEZ, 2001).

Esse comportamento ocorre no sentido de que, quando a remuneração do executivo está atrelada ao lucro ou receita contábil, os executivos podem escolher uma política contábil alinhada aos seus interesses pessoais, manipulando os dados contábeis para aumentar a medida de desempenho base da sua remuneração, e assim receber maiores valores de remuneração (PFEIFFER; VELTHUIS, 2009).

A partir da identificação dos problemas relacionados aos indicadores financeiros de desempenho nos contratos de remuneração, alguns estudos preocuparam-se em analisar o uso de indicadores não financeiros como base para a remuneração dos executivos, dentro do contexto da Teoria da Agência.

Schiehll e Bellavance (2009), Gan, Seok e Simerly (2016) e Hyun et al. (2017) evidenciaram que os indicadores não financeiros de desempenho são elementos importantes para os contratos de remuneração de CEO's, possibilitando conteúdo mais informativo acerca da ação do executivo, podendo complementar os indicadores financeiros. Entretanto, a escolha pela utilização e abrangência de tais indicadores varia de acordo com cada empresa (GAN; SEOK; SIMERLY, 2016; SCHIEHLL; BELLAVANCE, 2009).

O uso de indicadores de desempenho financeiros em conjunto com não financeiros contribuem para a eficácia do sistema de remuneração dos executivos, uma vez que auxiliam no alinhamento de interesses entre o principal e o agente (CHO; IBRAHIM; YAN, 2019).

A inserção de indicadores não financeiros nos contratos de remuneração é benéfica, pois traz segurança aos acionistas, corrige a orientação de curto prazo, contribui para a avaliação de desempenho de longo prazo e pode sanar os problemas de falta de informações sobre a ação dos gestores (GAN; SIMERLY, 2019; GAN; SEOK; SIMERLY, 2016; GAN; PARK; SUH, 2020; HYUN et al., 2017; SCHIEHLL; BELLAVANCE, 2009).

Bell (2021) e Silva et al. (2019) apontam que um sistema de remuneração bem estruturado deve conter não apenas indicadores de desempenho de cunho financeiro e não financeiro, mas deve ser mesclado entre avaliação de nível individual e organizacional. Bell (2021) explica que combinar esses dois níveis de avaliação de desempenho faz com que os gestores não enfatizem apenas um aspecto do desempenho, dificultando o comportamento oportunista.

Alguns estudos apontam que diferentes conjuntos de indicadores de desempenho nos contratos de remuneração contribuem para mitigar o gerenciamento de resultado, tanto por *accruals* quanto por decisões operacionais, uma vez que diversificam as metas de desempenho base da remuneração, reduzindo a motivação dos gestores em gerenciar resultados (HASSABELNABY; MOHAMMAD; SAID, 2010; IBRAHIM, 2007; IBRAHIM; LLOYD, 2011)

No entanto, algumas pesquisas apontam que os gestores podem permanecer motivados a praticar o gerenciamento de resultados por decisões operacionais mesmo com a adoção de um sistema de avaliação de desempenho estruturado com indicadores de desempenho diversificados (PERDOMO CASTELLANOS, 2021; TAHIR; IBRAHIM; NURULLAH, 2019).

Percebe-se a relevância da utilização de diferentes indicadores de desempenho nos contratos de remuneração, a fim de torná-los eficazes ao alinhar interesses entre o agente e o principal. Verifica-se, no entanto, que os estudos anteriores apresentam resultados conflitantes.

Tais divergências na literatura podem ser atribuídas pelo fato de que, apesar de muitos autores apresentarem uma argumentação sobre o uso de indicadores de desempenho, as pesquisas foram desenvolvidas usando dados sobre a divulgação dos indicadores, podendo trazer confusão na interpretação e comparação dos resultados.

Ittner e Larcker (2009) apontam para a importância de analisar a divulgação de informações de desempenho decorrentes de mecanismos internos da gestão da empresa. Os autores corroboram Ambler (2008) ao apontarem que há um desalinhamento entre os indicadores de desempenho usados pelos gestores e os indicadores fornecidos pelos mesmos com a finalidade de divulgação.

A divulgação de indicadores de desempenho aos acionistas exerce um papel fundamental no controle de gestão da empresa, principalmente no contexto da Teoria da Agência, uma vez que fornecem informações incrementais sobre a ação gerencial, para que os acionistas monitorem e tomem decisões acerca do sistema de remuneração (ITTNER; LARCKER, 2009).

Bloomfield (2002) reforça que os acionistas devem possuir informações relevantes sobre os fatores que determinam a remuneração dos executivos, a fim de que possam tirar suas conclusões sobre a estrutura do sistema de remuneração. No entanto, os gerentes tendem a dificultar o acesso de informações ao acionista, seja por meio de ocultação de informações ou divulgação de informações tendenciosas (BLOOMFIELD, 2002).

Mans-Kemp e Viviers (2018), ao analisarem a divulgação de informações relativas à avaliação de desempenho da remuneração de executivos de empresas da África do Sul, evidenciaram que, apesar do crescente uso de diferentes indicadores para avaliar o desempenho dos gestores, a divulgação de tais informações ainda era superficial.

Laksmana, Tietz e Yang (2011) apontam que empresas que possuem maiores valores de remuneração tendem a apresentar informações mais tendenciosas, dificultando o monitoramento e avaliação por parte dos acionistas, evidenciando que os executivos podem explorar a condição informacional vantajosa e gerenciar as percepções dos usuários das informações sobre as práticas de remuneração.

Alinhado a isso, Hadley (2017) destaca que algumas empresas apresentam características de divulgação oportunista, ou seja, ao invés de fornecer informações incrementais a respeito da avaliação de desempenho dos executivos com a finalidade de melhorar na informação divulgada, os gestores são incentivados a apresentar informações adicionais para receber aprovação de suas estruturas de remuneração, mesmo quando não são adequadas (HADLEY, 2017).

No contexto brasileiro, pouco se sabe acerca da divulgação de indicadores de desempenho específicos dos contratos de remuneração de executivos, bem como sobre as motivações dos gestores ao definir quais indicadores serão divulgados. A obrigatoriedade de divulgação das informações referente à remuneração dos executivos no Brasil passou a valer a partir de 7 de dezembro de 2009, quando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) regulamentaram, por meio da Instrução Normativa nº 480, a obrigatoriedade de divulgação de elementos da política de remuneração (BEUREN; SILVA, 2015).

Marquezan, Diehl e Alberton (2013), ao analisarem os indicadores de desempenho não financeiros divulgados em relatório por meio digital de empresas brasileiras, destacam que os relatórios de gestão de recursos humanos apresentam uma grande representatividade dos indicadores não financeiros. Na mesma linha, Benin, Diehl e Marquezan (2019), ao analisarem a divulgação de indicadores não financeiros de clubes de futebol brasileiros, verificaram que indicadores relativos a recursos humanos eram divulgados em maior quantidade e diversidade.

Silva et al. (2020) destacam que em comparação com os Estados Unidos da América, a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração no Brasil ainda precisa ser aprimorada, uma vez que, enquanto nos EUA a divulgação de informações relativas à remuneração dos executivos é obrigatória desde 1938, no Brasil, tal exigência passou a existir a partir de 2009, tornando-se relevante investigar tal temática no contexto brasileiro.

Nessas condições, percebe-se que para alinhar interesses entre o principal e o agente, o estabelecimento de um sistema de remuneração fundamentado em indicadores de desempenho diversificados (financeiros, não financeiros, individuais e organizacionais) é uma tarefa essencial. No entanto, para analisar a eficácia do sistema de remuneração em alinhar interesses, é fundamental entender as decisões de divulgação de tais indicadores de desempenho, principalmente em contextos onde há ações motivadas pelo oportunismo gerencial, como o gerenciamento de resultados.

2.4 GERENCIAMENTO DE RESULTADO POR DECISÕES OPERACIONAIS

O gerenciamento de resultados de forma geral pode ser entendido como ações das quais alteram o desempenho econômico/financeiro relatado por uma empresa, por membros da organização que possuam algum interesse de enganar outras partes envolvidas na organização ou de manipular resultados contratuais (LEUZ et al., 2003). O gerenciamento de resultados é decorrente da subjetividade e parcialidade de administradores nas tomadas de decisões

contábeis e operacionais com o intuito de modificar demonstrações financeiras para alterar a percepção de usuários, ou alcançar níveis de desempenho definidos em acordos contratuais (HEALY; WAHLEN, 1999; SCHIPPER, 1989).

As práticas de gerenciamento de resultados podem ser efetuadas de duas formas. A primeira diz respeito a manipulação de dados contábeis, que ocorre através da gestão das acumulações (também denominada *accruals*) buscando mensurar o lucro no seu sentido econômico (MARTINEZ, 2009). Em outras palavras, entende-se que o lucro é composto pelo fluxo de caixa mais as acumulações (*accruals*), e ao entender que os *accruals*, impactam o lucro, mas não impactam necessariamente a movimentação financeira (fluxo de caixa), o gestor pode aumentar ou diminuir intencionalmente tais *accruals* a fim de influenciar o lucro (MARTINEZ, 2009).

A segunda forma de gerenciamento de resultados é praticada por decisões operacionais (GRDO). Também chamado de gerenciamento de resultados por atividades reais, o GRDO consiste na modificação das práticas operacionais consideradas normais na empresa, resultando em um conjunto de ações gerenciais que se afastam das atividades habituais de negócio (ALMEIDA-SANTOS et al., 2011; ROYCHOWDHURY, 2006). Assim, o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais é praticado conforme a percepção da gestão referente ao desdobramento das atividades de negócio durante um período operacional (CUPERTINO, 2013).

Como exemplo do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais, pode-se citar as práticas de aumento na receita decorrente da aceleração do processo de venda (quando são concedidos descontos temporários ou suavização dos critérios de concessão de crédito aos clientes) gerando vendas insustentáveis, práticas de redução de custos por meio do aumento da produção (quando o número de mercadorias produzidas é aumentado, os custos fixos são rateados em uma quantidade maior de produtos, reduzindo os custos totais), ou ainda práticas de gerenciamento por meio de decisões de redução de despesas de venda, gerais e administrativas, como P&D, treinamento de pessoal, manutenção de instalações, dentre outros (PAULO, 2007).

Algumas diferenças entre o gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA) e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRDO) podem ser evidenciadas, como por exemplo, o GRA é praticado no fim de um exercício social e no momento de publicação das demonstrações financeiras (MARTINEZ, 2013), enquanto o GRDO pode ser praticado ao longo do exercício social (CUPERTINO, 2013). A principal diferença entre as duas categorias de gerenciamento de resultados está no impacto no fluxo de caixa, enquanto o GRA não

apresenta, necessariamente, impactos para o fluxo de caixa das empresas (MARTINEZ, 2013), o GRDO pode afetá-los, motivo pelo qual o GRDO pode impactar negativamente o valor da empresa (ROYCHOWDHURY, 2006).

A literatura sobre gerenciamento de resultados aponta para três conjuntos de fatores que incentivam as empresas a gerenciar resultados, dos quais consistem em incentivos de mercado, regulatórios e contratuais (ALMEIDA; ALMEIDA, 2009; MARTINEZ, 2013; WALKER, 2013). Os incentivos de mercado compreendem na motivação que o gestor possui para gerenciar o resultado visando influenciar a percepção do mercado de capitais acerca dos resultados da empresa, normalmente com o intuito de aumentar/reduzir os resultados contábeis ou suavizar os lucros a fim de reduzir a volatilidade das ações (MARTINEZ, 2013).

Uma parte significativa da literatura tem analisado o gerenciamento de resultados sob a perspectiva de mercado, investigando, por exemplo, fatores como a captura de recursos, a relação do lucro e o valor da empresa, a abertura de capital (IPO) e o gerenciamento e sustentação de expectativas de mercado (MARTINEZ, 2001; MARTINEZ; FARIA, 2007; MARTINEZ, 2009).

Os incentivos regulatórios consistem em fatores que podem motivar as empresas a gerenciar resultados, dos quais podem ser exemplificados como fatores políticos, regras, normatizações e aspectos tributários (CARDOSO, 2005; FUJI, 2004). Dentre os incentivos regulatórios, destacam-se os incentivos decorrentes de aspectos tributários, onde as empresas são motivadas a gerenciar os resultados contábeis para reportarem menores lucros e reduzir a carga tributária, ocasionando diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável (FORMIGONI et al., 2012).

O terceiro conjunto de fatores que incentivam as empresas a gerenciar resultados consiste nos incentivos contratuais. Tal motivação compreende na existência de contratos dos quais estão relacionados ao alcance de determinados níveis de desempenho, levando a gestão a adotar práticas de gerenciamento de resultados para alcançar metas de desempenho estipuladas nos contratos (HOLTHAUSEN; LARCKER; SLOAN, 1995; LEUZ et al., 2003).

Dentre os diversos incentivos contratuais, destaca-se os contratos de remuneração de executivos, dos quais atraem a preocupação dos gestores, tornando-se um importante incentivo para que os mesmos gerenciem os resultados (MARTINEZ, 2013). Alguns estudos (CHOU; LEE, 2018; HEALY; WAHLEN, 1999; LIU; DU; BIAN, 2019; MACHADO, 2012; PARK, 2017; SANTANA, 2008; SCHIPPER, 1989; VASSOLER, 2010; WANG; WANG; LIU, 2021) analisaram as práticas de gerenciamento de resultados no contexto da Teoria da Agência,

trazendo evidências de que o pagamento da remuneração baseada no desempenho pode levar os gestores a manipular os resultados.

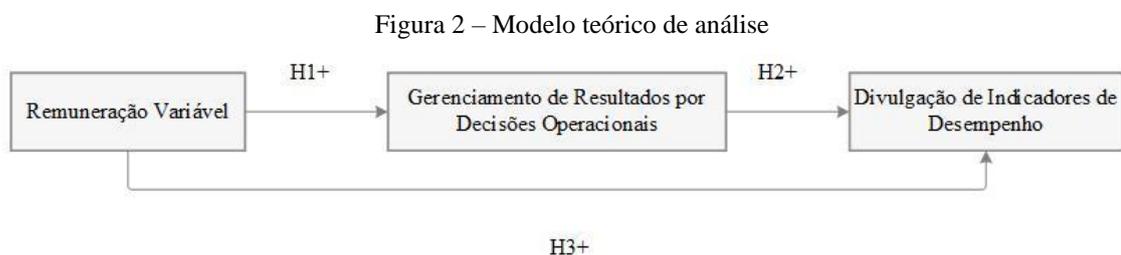
Esses apontamentos evidenciam a relevância de entender a motivação dos executivos ao gerenciar resultados por meio de decisões operacionais quando recebem uma parcela maiores de remuneração variável, bem como, compreender se as práticas de gerenciamento de resultados são ocultadas por meio da divulgação de indicadores de desempenho da remuneração.

2.5 MODELO TEÓRICO DE ANÁLISE E FUNDAMENTAÇÃO DAS HIPÓTESES

O objetivo geral da presente pesquisa consiste em analisar a relação entre a remuneração variável, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e a divulgação de indicadores de desempenho. Desse modo, a partir dos apontamentos realizados até o momento e para que se consiga alcançar o objetivo proposto, este estudo apresenta três constructos principais, o primeiro compreende o gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRDO), o qual é dividido em GRDO por produção (GRPD), GRDO com despesas de venda, gerais e administrativas (GRDSP) e GRDO por fluxo de caixa (GRFC).

O segundo constructo consiste no nível de divulgação de indicadores de desempenho (DIV). O terceiro constructo corresponde a remuneração variável, o qual é dividido em remuneração variável total (RVT), remuneração variável de curto prazo (RVCP) e remuneração variável de longo prazo (RVLP).

A partir do estabelecimento dos constructos da pesquisa, a Figura 2 apresenta o modelo teórico de análise.



Fonte: Autor.

Conforme estabelece a Teoria da Agência, a remuneração de executivos consiste em uma ferramenta utilizada pelas empresas para promover o alinhamento de interesses entre o principal e o agente (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse sentido, para que ocorra o alinhamento de interesses, os contratos de remuneração devem estar vinculados ao desempenho

da organização, por meio de diferentes indicadores. Assim, ao buscar maximizar a remuneração, o executivo buscará concomitantemente aumentar o desempenho da organização, tomando decisões alinhadas aos interesses do proprietário (EISENHARDT, 1989; KRAUTER, 2013).

Entretanto, mesmo ao estabelecer uma remuneração baseada em desempenho, o conflito de interesses pode persistir, uma vez que o executivo pode tomar decisões com o intuito de manipular os resultados, visando o aumento da sua remuneração sem considerar os impactos de suas decisões para o proprietário (EISENHARDT, 1989; HEALY, 1985; MARTINEZ, 2001; OLIVA; ALBURQUERQUE, 2007; PFEIFFER; VELTHUIS, 2009; SILVA, 2010).

Evidencia-se que os contratos de remuneração, ao invés de contribuírem para o alinhamento de interesses, podem se tornar um incentivo para o gerenciamento de resultados (LEUZ et al., 2003). Nesse contexto, o aumento nos valores de remuneração variável pode refletir em um aumento nos níveis de gerenciamento de resultados por decisões operacionais (PARK, 2017; SILVA, 2010; WANG; LIU; 2021).

Chou e Lee (2018), Healy e Wahlen (1999), Liu, Du e Bian (2019), Park (2017), Schipper (1989) e Wang, Wang e Liu (2021) investigaram se a remuneração de executivos consiste em uma motivação para o gerenciamento de resultados, evidenciando que maiores remunerações, principalmente remuneração variável, estão relacionadas a níveis mais altos de gerenciamento de resultados, tanto por *accruals* quanto por decisões operacionais, indicando que os gestores tendem a gerenciar resultados a fim de aumentar seus valores de remuneração (MACHADO, 2012; SANTANA, 2008; VASSOLER, 2010).

Dal Magro, Dani e Klann, (2019) investigaram se a remuneração variável do CEO influenciava a relação entre o seu tempo de mandato e as práticas de gerenciamento de resultados. Os autores inferiram que na relação entre o tempo de mandato do CEO e o gerenciamento de resultados por *accruals*, a remuneração variável não produziu efeitos. Já na relação entre o tempo de mandato do CEO e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais, os efeitos da remuneração variável foram redutores das intenções do CEO em gerenciar resultados.

Sousa e Ribeiro (2020) verificaram a influência da remuneração de executivos no gerenciamento de resultados em instituições bancárias de capital aberto no Brasil. Nos achados dessa pesquisa, os autores apontam que as empresas estão mais propensas a reduzir o gerenciamento de resultados por *accruals* quando os níveis de remuneração variável são mais altos (SOUSA; RIBEIRO, 2020).

Visto que alguns estudos evidenciam que os contratos de remuneração têm encontrado maneiras de reduzir o gerenciamento de resultados por *accruals*, verifica-se que os executivos podem ainda optar por tomar decisões operacionais voltadas ao aumento do desempenho para alcançar maiores remunerações (HASSABELNABY; MOHAMMAD; SAID, 2010; IBRAHIM, 2007; IBRAHIM; LLOYD, 2011; PERDOMO CASTELLANOS, 2021; TAHIR; IBRAHIM; NURULLAH, 2019; ZHENG, 2020). Desse modo, maiores valores de remuneração variável podem implicar em altos níveis de gerenciamento de resultados por decisões operacionais (ZHENG, 2020).

Nessas condições, entende-se como adequado focar a análise na Diretoria Estatutária, pois os executivos que a compõem possuem informações privativas e poder de decisão, tanto em relação às ações operacionais da empresa quanto em relação à decisão das informações a serem divulgadas, sendo o órgão ideal na estrutura das organizações para a análise proposta nesta pesquisa (DANG et al., 2020; FERREIRA, 2012; PINTEA et al., 2020; WAHIDAHWATI; ARDINI, 2021).

Dentro desse contexto, os diretores executivos podem utilizar o seu poder de decisão para influenciar a tomada de decisão organizacional, direcionando-a para ações que resultem em maior desempenho, como adiamento de despesas com P&D, treinamento, manutenções, aumento nos níveis de produção da empresa para reduzir os custos, ou ainda facilitar as vendas da empresa por meio da flexibilização de crédito ou concessão de descontos insustentáveis, podendo implicar em melhores índices de desempenho e, conseqüentemente, maiores valores de remuneração.

Desse modo, entende-se que os diretores executivos podem optar por tomar decisões operacionais anormais que melhorem o desempenho base de sua remuneração para alcançar maiores valores de remuneração. No entanto, há situações em que os executivos podem levar em consideração outros fatores além da remuneração em si. Dal Magro, Dani e Klann (2019) apontam que CEO's de longo mandato podem estar menos motivados a gerenciar resultados a fim de preservar a sua reputação. Pelo fato de que apenas a remuneração variável é efetivamente baseada no desempenho, é possível que os gestores não optem por gerenciar resultados quando a maior parte de sua remuneração é fixa.

Assim, quanto maior for a parcela de remuneração variável, tanto de curto prazo quanto de longo prazo, maior tende a ser os níveis de gerenciamento de resultados com despesas de vendas, gerais e administrativas, por produção e por fluxo de caixa. A partir disso, estabeleceu-se a primeira hipótese de pesquisa:

- H1a:** A remuneração variável total, de curto prazo e de longo prazo possui uma relação positiva com o gerenciamento de resultados com despesas de vendas, gerais e administrativas;
- H1b:** A remuneração variável total, de curto prazo e de longo prazo possui uma relação positiva com o gerenciamento de resultados por fluxo de caixa;
- H1c:** A remuneração variável total, de curto prazo e de longo prazo possui uma relação positiva com o gerenciamento de resultados por produção.

Os resultados divergentes das pesquisas sobre remuneração de executivos e gerenciamento de resultados podem ser decorrentes da falta de atenção por parte dos pesquisadores em analisar os indicadores de avaliação de desempenho dos contratos de remuneração (AGUIAR et al., 2012; OBERHOLZER; BARNARD, 2015; SILVA et al., 2019; SOUZA et al., 2017).

A relevância do sistema de avaliação de desempenho dos contratos de remuneração dentro do contexto da Teoria da Agência, parte da premissa de que a remuneração de executivos não pode estar desvinculada do desempenho, do qual pode ser mensurado a partir de diferentes indicadores de avaliação (FARMER; ALEXANDROU; ARCHBOLD, 2011; SILVA et al., 2019).

Quando os contratos de remuneração se apresentam como incentivos para o gerenciamento de resultados, por conta de os gestores estarem em busca de maximizar seus interesses (OLIVA; ALBURQUERQUE, 2007; PFEIFFER; VELTHUIS, 2009), atrelar a remuneração a diferentes medidas de desempenho pode impactar os níveis de gerenciamento de resultado das organizações.

A utilização de diferentes medidas de desempenho (como financeiras e não financeiras) nos contratos de remuneração é eficiente para reduzir o gerenciamento de resultados por *accruals* (HASSABELNABY; MOHAMMAD; SAID, 2010; IBRAHIM, 2007; IBRAHIM; LLOYD, 2011; PERDOMO CASTELLANOS, 2021; TAHIR; IBRAHIM; NURULLAH, 2019).

No que se refere ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais, as empresas brasileiras estão engajadas em manipular os resultados por meio de decisões operacionais (CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA, 2016; GOMES; BEUREN; DE SOUZA, 2020), evidenciando que os contratos de remuneração devem ser ajustados para que os CEO's tomem decisões que estejam de fato alinhadas aos interesses dos acionistas, ao invés de gerenciar resultados para aumentar sua remuneração (ZHENG, 2020).

Tahir, Ibrahim e Nurullah (2019) evidenciaram que as empresas que utilizam medidas não financeiras de desempenho em conjunto com as medidas financeiras estão menos propensas a gerenciar de resultados por decisões operacionais. Perdomo Castellanos (2021) identificou que nas empresas brasileiras, o uso de medidas financeiras e não financeiras nos contratos de remuneração estava relacionados às empresas com níveis menores de gerenciamento de resultados por *accruals*, mas não com o gerenciamento de resultados por decisões operacionais.

No Brasil, percebe-se que os contratos de remuneração de executivos, ainda que composto por medidas financeiras e não financeiras, não são totalmente eficazes para orientar os gestores a tomar decisões alinhadas aos objetivos dos acionistas, uma vez que, os gestores tendem a gerenciar resultados por meio de decisões operacionais para aumentar seus níveis de remuneração, mesmo quando seus incentivos estejam atrelados às medidas financeiras e não financeiras de avaliação de desempenho (PERDOMO CASTELLANOS, 2021).

Esses apontamentos direcionam a atenção para a divulgação dos indicadores de desempenho utilizados nos contratos de remuneração. Ao constatar que as políticas de remuneração podem não estar promovendo efetivamente o alinhamento de interesses entre o agente e o principal, é fundamental que os acionistas recebam informações acerca dos indicadores que estão determinando a remuneração dos executivos, para que possam monitorar e avaliar os contratos de remuneração (HADLEY, 2017).

Entretanto, os gestores podem efetuar a divulgação de informações sobre a remuneração com uma intenção oportunista, ao invés de informativa, podendo ocorrer principalmente quando os gestores estão engajados em gerenciar resultados, onde podem optar por aumentar o nível de divulgação para desfocar a atenção de seu comportamento oportunista (SILVA JUNIOR, 2020; SOUZA et al., 2020).

A literatura sobre a divulgação dos indicadores de desempenho carece de estudos direcionados especificamente aos contratos de remuneração no contexto brasileiro. Mesmo compreendendo que diversificar os indicadores de desempenho base da remuneração pode contribuir para mitigar o comportamento oportunista da gestão, evidencia-se que a divulgação não ocorre na mesma proporção da utilização dos indicadores (ITTNER; LARCKER, 2009).

Ao considerar que os gestores gerenciam resultados para aumentar sua remuneração, é possível que ao praticar o gerenciamento podem optar por aumentar o nível de divulgação dos indicadores, afim de desfocar a atenção de suas práticas de gerenciamento de resultados.

Ao assumir que os diretores executivos podem utilizar de seu poder de decisão para influenciar a tomada de decisão operacional de maneira oportunista e manipular o desempenho base de sua remuneração, entende-se que tais executivos podem utilizar sua vantagem

informativa e poder de decisão para aumentar também as informações divulgadas sobre os contratos de remuneração, e pelo menos dois fatores podem fundamentar tal ação.

Nessa linha, Silva Junior (2020) explica que a divulgação de informações pode ser utilizada pelos executivos tanto com a intenção de melhorar a qualidade das informações divulgadas pela empresa, quanto com a intenção de desfocar a atenção do usuário de seu comportamento oportunista.

Ao compreender que a remuneração dos executivos pode estar embasada em diferentes indicadores de desempenho, a fim de garantir que a remuneração reflita a real contribuição dos gestores para o desempenho da empresa (AGUIAR et al., 2012; HOLMSTROM, 1979; SILVA et al., 2019), a diversificação dos indicadores base para a remuneração pode dificultar a ação gerencial oportunista, reduzindo o incentivo dos gestores para manipular o desempenho (FARMER; ALEXANDROU; ARCHBOLD, 2011)

Sendo assim, o aumento na divulgação de indicadores de desempenho, evidenciando que a política de remuneração considera diferentes aspectos do desempenho para embasar a remuneração dos executivos, pode demonstrar que o sistema de compensação está bem estruturado (OBERHOLZER; BARNARD, 2015; SOUZA et al., 2017).

Desse modo, espera-se que ao praticar o gerenciamento de resultados, os executivos optem por aumentar a divulgação de indicadores de desempenho usados nos contratos de remuneração, a fim de demonstrar a consistência da política de remuneração (OBERHOLZER; BARNARD, 2015; SOUZA et al., 2017) e ocultar o seu comportamento oportunista (SILVA JUNIOR, 2020).

Assim, o aumento nos níveis de gerenciamento de resultados com despesas de vendas, gerais e administrativas, por produção e por fluxo de caixa pode resultar no aumento dos níveis de divulgação de indicadores de desempenho utilizados nos contratos de remuneração. A partir disso, tem-se a segunda hipótese de pesquisa:

- H2a:** O nível de gerenciamento de resultados com despesas de vendas, gerais e administrativas possui uma relação positiva com o nível de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração;
- H2b:** O nível de gerenciamento de resultados por fluxo de caixa possui uma relação positiva com o nível de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração;
- H2c:** O nível de gerenciamento de resultados por produção possui uma relação positiva com o nível de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração;

Dentro desse contexto, o nível de divulgação dos indicadores de desempenho utilizados na política de remuneração dos executivos pode ser motivado pelos valores de remuneração variável. Sob a perspectiva da Teoria da Agência, a divulgação de informações relacionadas aos contratos de remuneração tende a ser utilizada pelos executivos com a tentativa de explicar os valores pagos em forma de remuneração (HEMMINGS; HODGKINSON; WILLIAMS, 2020; HOOGHMSTRA; KUANG; QIN, 2017).

Laksana, Tietz e Yang (2011) explicam que os executivos tendem a divulgar mais informação relacionadas à política da remuneração quando recebem mais, para demonstrar um sistema de remuneração bem estruturado e assim evitar a desaprovação da sua remuneração por parte dos acionistas.

Ao evidenciar mais informações acerca da avaliação de desempenho base da remuneração, os acionistas possuirão mais informações disponíveis, assim estarão menos propensos a alterar ou criticar as políticas de remuneração da empresa, mantendo assim o ambiente propício para o agente agir em prol de seus interesses (LAKSMANA; TIETZ; YANG, 2011).

Ao considerar que apenas a remuneração variável é baseada no desempenho (BAKER; JENSEN; MURPHY, 1988; JENSEN; MECKLING, 1976), espera-se que maiores valores de remuneração variável, tanto de curto prazo quanto de longo prazo, impliquem em um aumento nos níveis de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração. A partir disso, define-se a terceira hipótese de pesquisa:

H3: A remuneração variável total, de curto prazo e de longo prazo possui uma relação positiva com o nível de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração.

Essas evidências reforçam a relevância da presente pesquisa para ampliar a compreensão sobre as relações existentes entre a remuneração variável, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração, podendo contribuir para o entendimento dos resultados divergentes e lacunas deixadas por estudos anteriores sobre a eficácia do sistema de remuneração.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo serão apresentados os aspectos metodológicos da pesquisa, detalhando a sua classificação, a população e amostra, os procedimentos para coleta e análise de dados, as variáveis consideradas para a remuneração de executivos, divulgação de indicadores de desempenho, os modelos que serão utilizados para apuração do gerenciamento de resultados por decisões operacionais e as limitações da pesquisa.

3.1 DELINEAMENTO METODOLÓGICO

No que tange a classificação metodológica, esta pesquisa se classifica, quanto a abordagem do problema como quantitativa (BEUREN, 2013), isso porque os dados serão tratados com base na quantificação das variáveis do estudo, de maneira que, para investigar a relação da remuneração variável, gerenciamento de resultados por decisões operacionais e divulgação de indicadores de desempenho, serão utilizados métodos estatísticos (causalidade de Granger e regressão linear de dados em painel).

Quanto aos objetivos do estudo, esta pesquisa é classificada como descritiva (MARCONI; LAKATOS, 2003). Para cumprir o objetivo proposto será efetuada a descrição dos resultados, decorrentes da relação da remuneração variável com os modelos de mensuração de gerenciamento de resultados e com os níveis de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração. Em relação aos procedimentos, esta pesquisa é caracterizada como documental (MARCONI; LAKATOS, 2003), uma vez que, a coleta de dados ocorrerá por meio dos dados disponíveis nos relatórios de referência publicados, disponíveis no site da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) e na base de dados Economatica.

Esta pesquisa analisará as empresas listadas na B3 no período entre 2012 a 2019. Como os modelos de gerenciamento de resultados exigem até dois anos anteriores ao ano inicial de análise para sua mensuração, este estudo inicia a análise em 2012, assim utiliza dados contábeis para mensuração do gerenciamento de resultados a partir de 2010. Essa escolha se justifica no fato de que a partir de 2010 o Brasil sofreu o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade (IFRS), e segundo Cardoso, Souza e Dantas (2015) é metodologicamente inadequado analisar gerenciamento de resultados com dados anteriores e posteriores à adoção do IFRS. Foi escolhido o ano de 2019 como ano final do período de análise, pois em 2020 as empresas foram afetadas pela pandemia do Covid-19, podendo ter impactos significativos nas informações contábeis, o que pode prejudicar a pesquisa.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Na delimitação da população da pesquisa, é necessário apontar explicitamente o público alvo do estudo, evidenciando os aspectos em comum dos indivíduos que compõem a população (MARKONI; LAKATOS, 2003). A presente pesquisa utilizou como população as empresas de capital aberto na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

Embora a literatura sobre gerenciamento de resultados e indicadores de desempenho da remuneração em empresas do Brasil ser incipiente e conflitante com estudos internacionais (MARTINEZ, 2013; PERDOMO CASTELLANOS, 2021). Marques e Ferreira (2020) apontam que o Brasil, por se tratar de um mercado emergente, que possui menores níveis de monitoramento comparado a outros países (como o EUA), torna-se um contexto ideal para estudos sobre gerenciamento de resultados.

A análise será direcionada à política de remuneração da diretoria estatutária das empresas da amostra. Alguns estudos apontam que a diretoria estatutária é o principal órgão onde são destinados os valores de remuneração (FERREIRA, 2012).

O CEO (*Chief Executive Officer* ou Diretor Executivo) e demais membros da diretoria estatutária possuem poder de tomada de decisão, tanto em níveis estratégicos quanto operacionais e táticos, além de possuírem informações privilegiadas acerca das operações e decisões da empresa em relação aos acionistas, podendo tanto escolher ações gerenciais quanto influenciar sobre informações a serem divulgadas, visando seus interesses pessoais (BARKER; MUELLER, 2002; DANG et al., 2020; PINTEA et al., 2020; WAHIDAHWATI; ARDINI, 2021; ZAHRA; PEARCE, 1989).

A seleção da amostra ocorreu em duas etapas, a primeira a partir da coleta dos dados necessários para as variáveis de GRDO e a segunda a partir da coleta de dados referentes à remuneração dos executivos e dos indicadores de desempenho.

Em relação à primeira etapa de seleção da amostra, os dados referentes ao GRDO foram coletados por meio da base de dados Economática, na qual, foram aplicados os filtros de “país sede”, selecionando apenas empresas do Brasil, “tipo de ativo” selecionando apenas empresas que negociam ações e “período” selecionando um intervalo de tempo entre 2010 a 2019.

Em relação ao período selecionado, o mesmo justifica-se, uma vez que, apesar do período de análise proposto nesta pesquisa consistir nos anos de 2012 a 2019, os dados iniciais coletados da Economática abrangeram desde o ano de 2010 a fim de satisfazer o modelo de regressão utilizado para a definição da variável de gerenciamento de resultados. A coleta inicial de dados resultou em 16.445 observações empresa-ano, os dados extraídos da Economática

foram tabulados em uma planilha eletrônica e em seguida aplicados os demais filtros a fim de extrair a amostra para os modelos de GRDO, conforme a Tabela 1.

Tabela 1 – Critérios para definição da amostra

Critério de filtragem	Nº de observações
Observações Iniciais	16.445 empresa-ano
(-) Empresas do setor de "Finanças e seguros"	2.756 empresa-ano
(-) Empresas com situação “canceladas”	6.123 empresa-ano
(-) Empresas com classe diferente de ordinária (ON)	1.183 empresa-ano
(-) Empresas com dados faltantes em algum ano entre 2010 e 2019	2.793 empresa-ano
(-) Empresas com dados faltantes de alguma variável de GR	2.050 empresa-ano
= Amostra para modelos GRDO	1.540 empresa-ano (154 empresas)
(-) Dados dos períodos de 2010 e 2011	308 empresa-ano
(-) Empresas com dados faltantes sobre remuneração de executivos	312 empresa-ano (39 empresas)
= Amostra final da pesquisa	920 empresa-ano (115 empresas)

Fonte: Dados da pesquisa.

A exclusão das empresas do setor de Finanças e Seguros está justificada em dois aspectos. Em primeiro lugar, as instituições que fazem parte do referido setor apresentam maiores níveis de remuneração em relação às demais empresas, em virtude dos altos riscos assumidos pelos gestores, podendo interferir na análise proposta (ADUDA, 2011; SILVA et al., 2019). Em segundo lugar, empresas classificadas no setor de Finanças e Seguros podem apresentar aspectos peculiares na estrutura contábil, os quais prejudicariam a análise da variável de gerenciamento de resultados (MARTINEZ, 2011).

As empresas com situação “cancelada”, ou seja, que estavam desligadas da B3 em pelo menos algum ano do período de análise, foram excluídas da amostra, uma vez que não apresentavam os dados suficientes para a mensuração das variáveis. A seleção de empresas com a classe ordinária (ON) ocorreu com base em estudos anteriores sobre a temática dessa pesquisa (PERDOMO CASTELLANOS, 2021; LEITE; HEIN, 2019; SILVA et al., 2019).

Foram excluídas da amostra tanto as empresas que não apresentavam dados disponíveis em algum dos anos do período de análise, quanto aquelas que apresentavam os dados apenas parcialmente, referente à variável de gerenciamento de resultados. Após essa filtragem foi definida a amostra para modelos GRDO, composta por 1.540 observações empresa-ano (154 empresas) das quais permitem mensurar as variáveis de GRDO e por *accruals*.

Na segunda etapa de seleção da amostra, foram excluídas 308 observações empresa-ano referentes aos anos de 2010 e 2011, das quais foram coletadas para estimar as variáveis de

gerenciamento de resultado. Na sequência foram coletados os dados referentes a remuneração da Diretoria Estatutária e da divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração. Foram excluídas da amostra 312 observações empresa-ano que não apresentaram dados de alguma destas variáveis ou em algum ano do período de análise (KRAUTER, 2013; SILVA et al., 2019). A amostra final de pesquisa compreende 920 observações empresa -ano, correspondendo a 115 empresas.

A amostra foi dividida em dois grupos. O primeiro grupo consiste na amostra completa, composta pelas 115 empresas (920 observações empresa-ano), denominada na presente pesquisa como Amostra A. O segundo grupo é composto por 52 empresas (416 observações empresa-ano) resultantes da exclusão das empresas de setores de comércio e serviço, com a finalidade de mensurar a variável de gerenciamento de resultados por produção. Este segundo grupo foi denominado como Amostra B. A Tabela 3 (subseção 4.1) apresenta de forma detalhada a composição setorial das amostras.

3.3 CONSTRUCTO DA PESQUISA

Considerando o objetivo de pesquisa, a Tabela 2 aponta os constructos que compõem a análise proposta, destacando as variáveis e fórmula para mensuração, estudos anteriores que validaram tais variáveis, bem como a fonte para a coleta dos dados.

Considerando que a pesquisa busca analisar a relação entre a remuneração variável, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e o nível de divulgação de indicadores de desempenho, as variáveis independentes consistem na remuneração variável (RV) e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRDO) enquanto que a variável dependente consiste no nível de divulgação de indicadores de desempenho (DIV).

Em relação à variável dependente de divulgação de indicadores de desempenho (DIV), a mesma é mensurada a partir da classificação dos indicadores em quatro conjuntos, de acordo com Silva et al. (2019). Os indicadores de desempenho foram classificados em financeiros, não financeiros, individuais e organizacionais.

Com base em tal classificação, a variável DIV foi operacionalizada por meio de variáveis *dummy*, conforme estudo realizado por Silva et al. (2019), Perdomo Castellanos (2021), Ibrahim e Lloyd (2011) e Tahir, Ibrahim e Nurullah (2019). Foi efetuada a leitura do item 13.1 do Formulário de Referência de cada empresa e ano da amostra, captando assim os indicadores de desempenho usados nos contratos de remuneração que são divulgados pela empresa e se enquadram em uma das quatro categorias de indicadores.

Tabela 2 – Constructos de pesquisa

Variável	Constructo	Variáveis de mensuração	Fórmula	Autores	Fonte	
Dependente	Divulgação de indicadores de desempenho (DIV)	Indicadores de desempenho individual	<i>Dummy</i> , igual a 1 para cada indicador divulgado pela empresa dentro de cada categoria. O nível de divulgação será o somatório das <i>dummies</i> .	SILVA et al., 2019	Formulário de Referência, item 13.1 (CVM)	
		Indicadores de desempenho organizacional				
		Indicadores de desempenho financeiro				
		Indicadores de desempenho não financeiro				
Independente	Gerenciamento de Resultados por decisões operacionais (GRDO)	GR. por decisões op. com despesas (GRDSP)	Modelo de Anderson, Banker e Janakiraman	MARTINEZ, 2011	Econômica	
		GR. por decisões op. de produção (GRPD)	Modelo de Roychowdhury	MARTINEZ, 2011		
		GR. por decisões op. por fluxo de caixa (GRFC)		RODRIGUES; PAULO; MELO, 2018		
	Remuneração variável (RV)	Remuneração variável de curto prazo (RECP)	Rem. V. Curto Pz./Rem. Total	LEITE; HEIN, 2019; SILVA et al., 2019		Formulário de Referência, item 13.2 (CVM)
Remuneração variável de longo prazo (RELP)		Rem. V. Longo Pz./Rem. Total				
Remuneração variável total (RVT)		(Rem. V. Curto Pz. + Rem. V. Longo Pz.)/Rem. Total				
Controle	Tamanho (TAM)	Tamanho (TAM)	\log Ativo Total	AGUIAR; PIMENTEL, 2017; SILVA et al., 2019	Econômica	
	Setor (S)	Setor (S)	<i>Dummy</i> , de acordo com o setor na econômica	AGUIAR; PIMENTEL, 2017		
	Endividamento (EDV)	Endividamento (EDV)	(Passivo circ. + Passivo ã circ)/Ativo total	LOPES et al., 2019;		
	Gerenciamento de Resultados por accruals (GRA)	Gerenciamento de Resultados por accruals (GRA)	Modelo Dechow	DECHOW et al., 2012; PERDOMO CASTELLANO, 2021; MARTINS et al, 2016		
	Governança (GOV)	Nível de Governança Corporativa (NGOV)		<i>Dummy</i> , igual a 1 se a empresa for do segmento de Novo Mercado		AGUIAR; PIMENTEL, 2017; PICCOLI; SOUZA; SILVA, 2014
		Independência do Conselho de Administração (ICA)		Nº de membros externos/tamanho do CA		AHMADI et al. 2018; VALCANOVER; SONZA, 2021
	Dualidade do CEO (DCEO)		<i>Dummy</i> , igual a 1 se o presidente do CA e o CEO forem a mesma pessoa	Formulário de referência, item 12.5/6 (CVM)		

Fonte: Dados da pesquisa.

O critério utilizado para classificação dos indicadores de desempenho divulgados foi a evidenciação de forma explícita do indicador no formulário de referência, sendo classificado conforme a descrição do próprio indicador efetuada pela empresa que divulgou.

A partir disso, para cada indicador evidenciado no formulário de referência, foi atribuída o valor 1. Após a identificação dos indicadores, a abrangência da divulgação dos indicadores foi mensurada por meio do somatório das variáveis *dummies* referentes a cada indicador de desempenho relatado, identificando assim o nível de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração.

Com relação à variável independente de Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais (GRDO), a mesma compreende tanto o gerenciamento de resultado efetuado por meio de tomadas de decisão relativas às despesas de vendas, gerais e administrativas, por meio da tomada de decisão referente à produção (MARTINEZ, 2011) e por meio da manipulação de vendas (fluxo de caixa).

Para isso, foram utilizados os modelos de Anderson, Banker e Janakiraman (2003) para mensurar o GRDO com despesas de vendas, gerais e administrativas e o modelo de Roychowdhury (2006) para mensurar o GRDO de produção e de fluxo de caixa, conforme Martinez (2011) e Rodrigues, Paulo e Melo (2018). O modelo desenvolvido por Anderson, Banker e Janakiraman (2003) é estimado a partir da Equação 1.

$$\text{Log}(SG\&A_t/S_{t-1}) = \beta_1 + \beta_2 \text{Log}(S_t/S_{t-1}) + \beta_3 \text{Log}(S_t/S_{t-1}) \times DS_t + \beta_4 \text{Log}(S_{t-1}/S_{t-2}) + \beta_5 \text{Log}(S_{t-1}/S_{t-2}) \times DS_{t-1} + \varepsilon_t$$

(1)

Fonte: Martinez (2011).

Onde:

$SG\&A_t$ = despesas com vendas, gerais e administrativas no ano t ;

S_t = receita líquida de vendas no ano t ;

DS_t = variável dummy que indica o comportamento da receita líquida de vendas, sendo 1 quando $S_t < S_{t-1}$ e 0 caso contrário.

O resultado da Equação 1 indica o nível anormal de transações, apontando as empresas que manipulam seus resultados por meio de decisões reais relativas às despesas gerais, de vendas e administrativas (MARTINS, 2011). Espera-se que na Equação 1, os coeficientes α_2 e α_4 sejam positivos, uma vez que as variações nas despesas gerais e administrativas (SG&A) normalmente acompanham as vendas (S). Espera-se ainda que α_3 seja negativo, indicando a

reversão de SG&A no longo prazo. O resultado da Equação 1 será obtido na forma logarítmica, de maneira que, conforme sugerem Zhang (2007) e Martins (2011), deverá ser transformado utilizando a Equação 2.

$$Ab_SGA = \{ \text{Exp}[\text{Log}(SGA_t/SGA_{t-1})] - \text{Exp}[\text{Log}(SGA_t/SGA_{t-1}) - \text{residof}[\text{Log}(SGA_t/SGA_{t-1})]] \} SGA_{t-1} \quad (2)$$

Fonte: Martins (2011).

Os resultados da Equação 2 serão multiplicados por -1 e divididos pelo valor dos ativos totais da empresa no período anterior (A_{t-1}), de maneira que, quanto maior for o valor encontrado para Ab_SGA , maior a probabilidade de a empresa estar efetuando práticas de gerenciamento de resultados por meio de suas decisões relativas às despesas de vendas, gerais e administrativas. Ou seja, se o valor de Ab_SGA for positivo, as decisões tomadas pelos gestores tendem a diminuir suas despesas gerais e administrativas com o intuito de aumentar os lucros da empresa. Em contrapartida, quando Ab_SGA for negativo, a decisão gerencial tomada pelo gestor tende a ser na direção de aumentar as despesas gerais e administrativas com a intenção de reduzir o lucro da empresa.

Em relação ao modelo de Roychowdhury (2006) utilizado para quantificar o GRDO de produção, o mesmo foi mensurado a partir da Equação 3. Ressalta-se que para mensuração desta variável, as empresas de setores do comércio e serviço foram excluídas, uma vez que não possuem informações relevantes acerca de produção. A amostra destinada à mensuração dessa variável compreende em 52 empresas, e esta foi denominada como Amostra B (a amostra principal da pesquisa é composta por 115 empresas e foi denominada de Amostra A).

$$\text{Prod}_t/A_{t-1} = \beta_1 1/A_{t-1} + \beta_2 S_t/A_{t-1} + \beta_3 \Delta S_t/A_{t-1} + \beta_4 \Delta S_{t-1}/A_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Fonte: Martins (2011).

Onde:

$\text{Prod}_t = \text{COGS}_t + \Delta \text{Estoques}$;

$\text{Prod}_t = \text{Custos de produção no ano } t$;

$\text{COGS}_t = \text{Custo das mercadorias vendidas no ano } t$;

$S_t = \text{Receita líquida de vendas no ano } t$;

$\Delta S_t = S_t - S_{t-1}$;

$A_t = \text{Ativo total no ano } t$.

O modelo da Equação 3 detecta o gerenciamento de resultados por produção, e parte-se do pressuposto de que quanto maior forem os valores de venda, maiores serão os custos de produção, desse modo, espera-se que todos os coeficientes sejam positivos. Isso porque, um aumento anormal nos custos de produção implica na redução do custo unitário do produto, já que os custos fixos serão distribuídos para um número maior de produtos, o que leva a uma redução nos custos dos produtos vendidos, impactando o lucro do período

Assim, os resultados do modelo indicam o nível de custos anormais de produção (Ab_Prod) evidenciando que a empresa manipula seu lucro a partir da tomada de decisão operacional relativa à produção. A análise foi efetuada a partir dos resíduos da regressão decorrente da equação 3, em que um resíduo positivo indica uma maior probabilidade da empresa estar gerenciando resultados com a finalidade de aumentar seus resultados, enquanto que o resíduo negativo indicam a redução dos resultados. (MATINEZ, 2013).

Outro modelo de Rouchowdhury (2006) foi utilizado para mensurar o gerenciamento de resultados por fluxo de caixa, conforme a Equação 4.

$$CFO_t/A_{t-1} = \beta_0 + \beta_1(1/A_{t-1}) + \beta_2 (S_t/A_{t-1}) + \beta_3 (\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (4)$$

Fonte: Rodrigues, Paulo e Melo (2018).

Onde:

CFO_t = Fluxo de caixa operacional no período t;

S_t = Receita líquida no ano t;

$\Delta S_t = S_t - S_{t-1}$

A_{t-1} = Ativo total no período t-1

A Equação 4 mensura a manipulação de vendas através dos níveis anormais de fluxo de caixa operacionais. Uma grande redução nos descontos concedidos ou uma flexibilização nos critérios de concessão de crédito podem aumentar as vendas (apesar de insustentáveis) e impactar no lucro (ROYCHOWDHURY, 2006; MARTINS, 2011; RODRIGUES; PAULO; MELO, 2018). Os resíduos da equação indicam o nível anormal dos fluxos de caixa, evidenciando o gerenciamento de resultados, de maneira que o fluxo de caixa operacional anormal baixo representa a manipulação das vendas com o intuito de aumentar o lucro contábil (CUPERTINO, 2013).

A fim de reduzir as possíveis distorções ocasionadas pela heterogeneidade das empresas da amostra nos resultados dos modelos de gerenciamento de resultados por decisões operacionais, estimou-se os modelos das equações 1, 3 e 4 considerando o período (por ano) e setor da amostra da pesquisa.

Em relação à variável independente de Remuneração Variável, considerou-se como remuneração os valores recebidos a título de remuneração variável pela Diretoria Estatutária, uma vez que os membros que compõem este órgão possuem maior conhecimento e poder de decisão na organização (FERREIRA, 2012; KAUR; SINGH, 2019). Além disso, Kim, Kyung e Ng (2022) afirmam que para que ocorra o gerenciamento de resultados com a finalidade de aumento da remuneração, é necessário existir uma coordenação entre os indivíduos que tomam decisões operacionais (KIM; KYUNG; NG, 2022).

Por conta disso, a Diretoria Estatutária torna-se adequada aos objetivos do presente estudo. Destaca-se que o constructo de Remuneração Variável (RV) é composto pelas variáveis de Remuneração Variável de Curto Prazo (RVCP), Remuneração Variável de Longo Prazo (RVLP) e Remuneração Variável Total (RVT).

A Remuneração Variável de Curto Prazo (RVCP) é composta pelos valores percebidos pelos membros da Diretoria Estatutária referente a bônus, participação em resultados, participação em reuniões, comissões e outros valores variáveis. Já a Remuneração Variável de Longo Prazo (RVLP) refere-se aos valores de pós emprego, cessação de cargo e valores baseados em ações. Por fim, a Remuneração Variável Total (RVT) é a soma da remuneração variável de curto prazo com a de longo prazo.

A mensuração das variáveis de Remuneração de Variável para fins da realização da análise proposta ocorreu conforme os estudos de Leite e Hein (2019) e Silva et al. (2019), por meio: da divisão do somatório dos valores referentes à remuneração variável de curto prazo pela remuneração total, para definição da remuneração variável de curto prazo (RVCP); da divisão do somatório dos valores referente a remuneração variável de longo prazo pela remuneração total, para definição da remuneração variável de longo prazo (RVLP) e, por fim, o somatório da remuneração variável de curto prazo com a remuneração variável de longo prazo foi dividido pela remuneração total para definição da remuneração variável total (RVT).

Dessa forma, foi possível verificar a representatividade da remuneração variável na composição geral da remuneração dos diretores estatutários das empresas da amostra, possibilitando a análise da relação da remuneração variável com o gerenciamento de resultados e o nível de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração.

Foram definidas sete variáveis de controle: Tamanho da empresa (TAM), o Setor (S), Endividamento (EDV), Gerenciamento de Resultados por *accruals* (GRA), Nível de Governança Corporativa (NGOV), Independência do Conselho de Administração (ICA) e Dualidade do CEO (DCEO).

As variáveis de controle foram utilizadas de acordo com o modelo de regressão definido para testar cada hipótese desenvolvida, de maneira que, no modelo de regressão para testar a hipótese 1, onde a variável dependente do modelo é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais, foram utilizadas as sete variáveis de controle.

No entanto o gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA) foi excluído dos modelos de regressão para testar as hipóteses 2 e 3, os quais possuem como variável dependente a divulgação de indicadores de desempenho. A sua exclusão ocorreu devido a não ser evidenciado uma relação teórica que justificasse a utilização dessa variável nos modelos cuja variável dependente é a divulgação de indicadores de desempenho.

As variáveis de controle consistem em características da organização que podem explicar diferenças na amostra e impactar os resultados. A utilização das variáveis de controle apontadas justifica-se pelo fato de que Machado (2012) e Silva et al. (2019) verificaram que o tamanho da empresa pode influenciar na relação existente entre o sistema de remuneração e o gerenciamento de resultados, bem como é uma característica organizacional que pode explicar os diferentes níveis de remuneração dos executivos e na propensão da divulgação de indicadores de desempenho.

Da mesma forma, o Setor de atuação da empresa pode explicar diferentes níveis de divulgação de indicadores e gerenciamento de resultados, sendo apontado como uma variável que deve ser observada por estudos que analisam tais temáticas (BENINI et al., 2017; MARTINEZ, 2013).

Em relação à variável de controle de Governança Corporativa, Soschinski et al. (2019) verificaram que em determinadas situações os mecanismos de governança corporativa podem afetar as práticas de gerenciamento de resultados, de maneira que empresas com níveis mais altos de governança corporativa tendem a apresentar níveis menores de gerenciamento de resultados. Além disso, o segmento de Governança Corporativa pode afetar na estrutura dos contratos de remuneração, impactando nos indicadores de desempenho divulgados pelas empresas e por conta disso, inclui-se o nível de Governança Corporativa como variável de controle (MARQUEZAN et al., 2014; BENINI et al., 2017).

Entretanto, a fim de trazer robustez a análise, complementou-se a variável de controle referente à Governança Corporativa, devido a sua relevância na análise proposta nesta pesquisa.

Desse modo, incluiu-se a independência do conselho de administração, uma vez que, conselhos independentes impactam as tomadas de decisões operacionais da organização, reduzindo o problema de agência ao melhorar o monitoramento (JENSEM; MECKLING, 1976; PENG et al., 2021), podendo assim impactar nos níveis de gerenciamento de resultados e na divulgação de indicadores de desempenho da remuneração.

A inclusão da variável de dualidade do CEO se justifica pelo fato de que, o acúmulo de funções do CEO, sob a perspectiva da Teoria da Agência, pode ser prejudicial para a empresa, uma vez que o excesso de poder do CEO pode incentivar a diretoria estatutária a dar prioridade aos seus interesses, levando ao gerenciamento de resultados e a divulgação de indicadores de desempenho tendenciosa (AKTAS et al., 2019; PUNI; ANLESINYA, 2020).

A utilização da variável de endividamento é justificada pelo fato da sua relevância na análise da remuneração, uma vez que as empresas que apresentam níveis mais elevados de endividamento tendem a possuir contratos de remuneração mais estruturados, podendo afetar na divulgação de indicadores de desempenho (LOPES et al., 2019), bem como nos níveis de gerenciamento de resultados (LEONE, 2016).

Em relação a mensuração das variáveis de controle, o Tamanho (TAM) da empresa foi medido a partir do Ativo Total da empresa, conforme Krauter (2013) e Silva et al. (2019). A variável de controle referente ao Setor (S) foi operacionalizada por meio de variável *dummy*, onde cada empresa recebeu uma codificação 1 para o setor em que se enquadra, conforme dados da Econômica (AGUIAR; PIMENTEL, 2017). A variável de Endividamento (EDV) foi mensurada a partir da divisão do somatório do passivo circulante e não circulante pelo ativo total da empresa (LOPES et al., 2019).

A Governança Corporativa foi mensurada a partir de três variáveis, a primeira consiste no Nível de Governança Corporativa (NGOV), a qual foi operacionalizada por meio de variável *dummy*, considerando o segmento em que a empresa está classificada pela própria B3, de maneira que, as empresas classificadas como Novo Mercado receberam a codificação 1, enquanto que as demais empresas receberão a codificação 0 (AGUIAR; PIMENTEL, 2017; PICCOLI; SOUZA; DA SILVA, 2014).

A segunda variável referente à Governança Corporativa compreende a Independência do Conselho de Administração (ICA), que foi mensurada a partir da divisão entre o número de membros externos pelo tamanho (quantidade total) do conselho de administração (AHMADI et al., 2018; VALCANOVER; SONZA, 2021).

No que se refere à terceira variável relativa à Governança Corporativa, tem-se a Dualidade do CEO (DCEO), a qual foi mensurada a partir de uma variável *dummy*, em que as

empresas onde o CEO também é presidente do conselho de administração receberam a codificação 1, enquanto que as empresas em que o CEO não é presidente do conselho de administração receberam a codificação 0 (AHMADI et al., 2018; VALCANOVER; SONZA, 2021).

O Gerenciamento de Resultados por *Accruals* (GRA) foi inserido como variável de controle nos modelos de regressão onde o gerenciamento de resultados por decisões operacionais é a variável dependente, uma vez que Marques e Ferreira (2020) indicam que o gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais possuem relações substitutivas, existindo situações em que um pode ser escolhido em detrimento do outro.

Para mensuração do GRA foi utilizado o modelo de Dechow (2012), conforme Martins et al., (2016), de acordo com as equações 5 e 6.

$$TA_t = \beta_1 + \beta_2(1/A_{t-1}) + \beta_3(\Delta R_t - \Delta CR_t) + \beta_4(PPE_t) + \beta_5(TA_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (5)$$

Fonte: Martins et al. (2016).

$$TA_t = EBXI_t - CFO_t / A_{t-1} \quad (6)$$

Fonte: Martins et al. (2016).

Onde:

TA_t = *Accruals* totais no período t , ponderados por seu ativo total no final do período $t-1$;

A_{t-1} = É o ativo total no período $t-1$;

ΔR_t = É a variação da receita líquida entre os períodos $t-1$ e t , ponderados pelo seu ativo total no final período $t-1$;

ΔCR_t = É a variação das contas a receber de clientes entre os períodos $t-1$ e t , ponderados pelo seu ativo total no final período $t-1$;

PPE_t = É o saldo das contas de ativo imobilizado e ativo diferido no período t , ponderados por seu ativo total no final do período $t-1$;

TA_{t-1} = São os *accruals* totais do período $t-1$, ponderados por seu ativo total no final do período $t-2$;

$EBXI_t$ = Resultado antes de itens extraordinários e operações descontinuadas da empresa no período t ;

CFO_t = Fluxo de caixa operacional evidenciado diretamente na demonstração de fluxo de caixa da empresa no período t .

O modelo de Dechow (2012) foi selecionado devido a sua capacidade de capturar a reversão dos *accruals* no período corrente, avançando em relação ao modelo de Jones Modificado. A variável de gerenciamento de resultados por *accruals* tem como proxy os *accruals* discricionários. O modelo de Dechow representado pela equação 5 apresenta como variável dependente os *accruals* totais, as variáveis independentes explicam os *accruals* não discricionários do modelo, sendo assim, os *accruals* discricionários (proxy para a variável de controle GRA) é obtida pelos resíduos da regressão da equação 5. O modelo de Dechow (2012) foi estimado considerando o período (por ano) e setor da amostra da pesquisa.

Se o valor estimado nos resíduos da regressão for próximo de zero, indicam baixo nível de gerenciamento de resultados por *accruals*, enquanto que, quanto mais distante de zero for o valor estimado nos resíduos da regressão, maior será considerado o gerenciamento de resultados por *accruals* (MARTINS, et al. 2016).

3.4 PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS

A etapa de coleta de dados é um processo relevante na operacionalização da pesquisa, onde o pesquisador efetua a primeira aplicação dos instrumentos e técnicas definidos para obtenção dos dados (MARCONI; LAKATOS, 2003) após a definição dos aspectos iniciais da pesquisa, como o tema, problema de pesquisa, fundamentação teórica, delimitações metodológicas e os métodos para a coleta dos dados, com vistas à obtenção dos dados necessários para o desenvolvimento da pesquisa (MARCONI; LAKATOS, 2003).

No presente estudo, a coleta de dados ocorrerá por meio de pesquisa documental, utilizando dados secundários. A primeira fonte de obtenção de dados consiste na base de dados da Economática, na qual foram coletadas as informações referentes ao Ativo Total, Receita Operacional Líquida, Despesas com Vendas, Despesas Gerais e Administrativas, Custo do Produto Vendido, Estoque, lucro líquido, caixa operacional líquido, contas a receber, imobilizado, passivo circulante, passivo não circulante, Segmento da Empresa e Setor de Atuação.

Tais dados foram utilizados para mensuração da variável de Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais (GRDO), tanto com despesas gerais e administrativas, fluxo de caixa e de produção, bem como para mensuração das variáveis de controle de Tamanho

(TAM), Nível de Governança Corporativa (NGOV), gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA), Endividamento (EDV) e Setor da empresa (S).

A segunda fonte de dados a ser utilizada nesta pesquisa consiste nos formulários de referência das empresas que compõem a amostra de pesquisa. Os formulários de referência são relatórios divulgados pelas empresas de capital aberto que, conforme art. 21 da Instrução Normativa 480/2009 (CVM, 2009), apresentam as políticas e práticas adotadas pela empresa para remunerar o CEO, os membros do conselho de administração, diretoria estatutária e não estatutária, conselho fiscal e demais comitês da empresa.

Dessa forma, os dados que compõem a variável de Remuneração Variável (RV), ou seja, os valores de remuneração pagos aos membros da Diretoria Estatutária a título de remuneração variável de curto e longo prazo foram obtidos a partir dos formulários de referência (item 13.2) divulgados pela empresa e disponíveis no *site* da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) (SILVA et al., 2019).

Os dados da variável de divulgação de indicadores de desempenho (DIV) também foram obtidos por meio dos formulários de referência, nesse caso pelo item 13.1. Nessa etapa, buscou-se verificar quais indicadores de avaliação de desempenho na política de remuneração foram evidenciados explicitamente pelas empresas. Conforme Silva et al. (2019), foi realizada a leitura do item 13.1 do formulário de referência de cada empresa que compõe a amostra da pesquisa para cada ano do período de análise proposto.

Para verificar quais indicadores de desempenho a empresa divulgou, foi lido o item 13.1 do formulário de referência para cada ano e empresa da amostra e quando identificado um indicador de desempenho específico, tal indicador recebeu o código 1 para a empresa que divulgou no ano divulgado. Para essa verificação, tomou-se como base o estudo de Silva et al., (2019), de maneira que foram considerados os indicadores financeiros, não financeiros, individuais e organizacionais.

A tabulação desses dados procedeu a partir de variáveis *dummy*, em que cada indicador divulgado recebeu o código 1 na empresa e ano de sua divulgação, ficando com a codificação 0 nas demais empresas e anos que não efetuaram a sua divulgação. Após a tabulação dos indicadores de desempenho divulgados pelas empresas, foi efetuado o somatório das *dummies* atribuídas e verificado a quantidade de indicadores de desempenho divulgados por cada empresa em cada ano da amostra. O total do somatório consiste no nível de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração, captando assim se a empresa opta por apresentar uma divulgação mais diversificada a fim de demonstrar a solidez da política de remuneração (LAKSMANA; TIETZ; YANG, 2011).

O formulário de referência também será utilizado para a coleta das informações referentes a composição do Conselho de Administração, para mensuração da variável de Independência do Conselho de Administração (ICA) e informações referentes ao cargo ocupado pelo CEO, para mensuração da variável de Dualidade do CEO. Os dados para a variável utilizada para analisar a moderação da divulgação de indicadores de desempenho foram obtidos nos próprios dados da pesquisa.

Em síntese, o processo de coleta de dados ocorreu inicialmente pela identificação da população da pesquisa (empresas de capital aberto que negociam ações na B3), em seguida, os dados relativos ao GRDO e variáveis de controle serão coletados por meio da Economatica, para o período de 2010 a 2019, e tabulados em planilha eletrônica.

Na sequência, foram aplicados os critérios de exclusão da amostra, especificados na Tabela 1 (seção 3.2), efetuando a definição da amostra para mensuração da variável de GRDO. Em seguida foram acessados os Formulários de Referência, no item 13.2, a fim de coletar os dados relativos aos valores de remuneração variável pagas à Diretoria Estatutária, as informações referentes à composição do conselho de administração e cargos do CEO no item 12.5/6, e por fim, foi acessado o item 13.1 do Formulário de Referência para verificar a divulgação dos quatro diferentes indicadores de avaliação de desempenho utilizadas na política de remuneração da empresa.

Os dados das variáveis de remuneração variável (RV), divulgação de indicadores de desempenho (DIV), independência do conselho de administração (ICA) e dualidade do CEO (DCEO) foram incluídos na planilha eletrônica onde estão os valores para estimação das variáveis de GRDO e GRA e as empresas que não apresentaram dados suficientes para estas variáveis foram excluídas da amostra, chegando na amostra final de pesquisa.

Na sequência foram aplicados, por meio do *Software Stata*, os modelos Anderson, Banker e Janakiraman (2003) e Roychowdhury (2006) para apuração dos níveis de gerenciamento de resultados por decisões operacionais de despesas com vendas, gerais e administrativas e fluxo de caixa de cada empresa. Foi aplicado também o modelo de Dechow (2012) para mensuração da variável de controle de gerenciamento de resultados por *accruals* para a Amostra A. Em seguida, na amostra B todos os modelos estimados anteriormente foram aplicados novamente para a quantidade de empresas dessa amostra, acrescentando do modelo de gerenciamento de resultados por produção.

Após a apuração do gerenciamento de resultados, foram mensuradas as demais variáveis coletadas, possibilita-se assim dar seguimento na análise aplicando os métodos de análise de dados que serão apresentados na subseção 3.5.

3.5 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DE DADOS

A análise de dados ocorre durante todas as etapas de uma pesquisa científica, desde a verificação quanto a temática, problema e objetivos de pesquisa até o momento de sua finalização, no entanto, sua formalização se torna evidente após a coleta dos dados (COLAUTO; BEUREN, 2003). Na etapa de análise de dados, todas as informações coletadas são organizadas e tratadas de maneira a possibilitar resultados que respondam o problema de pesquisa levantado (GIL, 1999).

O foco principal da presente pesquisa está em analisar a relação entre a remuneração variável, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração. Para isso foi utilizado um conjunto de dados referente remuneração variável de curto e de longo prazo paga à Diretoria Estatutária e divulgação dos indicadores de desempenho dos contratos de remuneração, bem como um conjunto de dados que permite a mensuração do gerenciamento de resultados por decisões operacionais.

Após coletados e tabulação dos dados da pesquisa, os modelos de Anderson, Banker e Janakiraman (2003) e Roychowdhury (2006) para mensurar o GRDO com despesas de vendas, gerais e administrativas, fluxo de caixa e o GRDO de produção, respectivamente, foram aplicados, obtendo assim os valores referentes aos níveis de gerenciamento de resultado por decisões operacionais praticados pelas empresas, conforme já descrito nas subseções 3.3 e 3.4.

Os dados coletados referente a remuneração variável da Diretoria Estatutária das empresas da amostra, após tabulados em planilha eletrônica, foram mensurados conforme descrito na subseção 3.3 e na Tabela 2 da mesma subseção, de acordo com Leite e Hein (2019) e Silva et al. (2019). Os dados relativos à variável de divulgação de indicadores de desempenho foram mensurados a partir do somatório de variáveis *dummies*, com base em estudos anteriores conforme especificado na subseção 3.3.

Após o tratamento inicial dos dados, a fim de atribuir robustez à análise, foram aplicados os testes de causalidade de Granger e a regressão linear de dados em painel. Em relação ao teste de causalidade de Granger, a sua finalidade na presente pesquisa é efetuar a identificação inicial de independência entre as variáveis, verificando-se a sua relação causal, e foi executado por meio do *software Eviews SV*. O referido teste estima se “variável X” “Granger” causa “variável Y”, e apresenta também o teste “F-estatístico” (*wald statistics*) para identificar se há validade nos coeficientes estimados para as variáveis defasadas (SOUZA; ZANELLA; MONTEIRO, 2005).

A regressão de dados em painel foi efetuada por meio do *software Stata*. A utilização da regressão de dados em painel justifica-se a partir dos apontamentos de Fávero (2013) o qual infere que os modelos de dados em painel em pesquisas sobre contabilidade e finanças são adequados quando se busca analisar a relação existente entre diversas variáveis preditivas e uma variável dependente, de maneira que os resultados possibilitam inferir acerca das diferenças entre os indivíduos em estudo.

Foram aplicados os testes de Breusch Pagan e Hausman e a partir dos testes foi definido qual modelo de regressão utilizado a de efeitos fixos, de efeitos aleatórios ou modelo restrito (*Pooling*), para cada modelo estimado nos testes das hipóteses da pesquisa. O modelo de efeitos fixos considera a natureza específica da empresa, porém apresenta coeficientes angulares fixos (constantes). No modelo de efeitos fixos é considerada uma relação arbitrária do erro individual de cada objeto, bem como, considera-se as variáveis explicativas em qualquer período de tempo (GUJARATI, 2006).

No modelo de efeitos aleatórios as diferenças no componente de erro individual de cada empresa em relação a um valor médio de erro composto representam um valor médio comum para cada empresa. Os efeitos aleatórios são adequados quando o componente de erro composto não possui correlação com as variáveis explicativas do modelo (GUJARATI, 2006).

Para alcançar o objetivo proposto, foram definidos os modelos regressão de acordo com as hipóteses levantadas. Para analisar a relação entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais (hipótese 1) foi definido o seguinte modelo de equação:

$$\text{GRDO} = \beta_0 + \beta_1\text{RVCP} + \beta_2\text{RVLP} + \beta_3\text{RVT} + \beta_4\text{TAM} + \beta_5\text{S} + \beta_6\text{EDV} + \beta_7\text{GRA} + \beta_8\text{NGOV} + \beta_9\text{ICA} + \beta_{10}\text{DCEO} + \varepsilon \quad (7)$$

Nota: Será estimado um modelo para cada variável de gerenciamento de resultados. Na Amostra A o primeiro modelo possui como variável dependente o GRDSP e o segundo modelo possui como variável dependente o GRFC. Na Amostra B o modelo possui como variável dependente o GRPD.

Para analisar a relação entre o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e o nível de divulgação dos indicadores de desempenho da remuneração (hipótese 2) e a relação entre a remuneração variável e o nível de divulgação de indicadores de desempenho da remuneração (hipótese 3), foi definido o seguinte modelo de equação:

$$\text{DIV} = \beta_0 + \beta_1\text{RVCP} + \beta_2\text{RVLP} + \beta_3\text{RVT} + \beta_4\text{GRDSP} + \beta_5\text{GRFC} + \beta_6\text{TAM} + \beta_7\text{S} + \beta_8\text{EDV} + \beta_9\text{NGOV} + \beta_{10}\text{ICA} + \beta_{11}\text{DCEO} + \varepsilon \quad (8)$$

Nota: O modelo foi utilizado para a Amostra A, sendo que na Amostra B foi acrescentada a variável de GRPD. Nos modelos de ambas as amostras a variável de controle GRA foi retirada, uma vez que a variável dependente é a divulgação de indicadores de desempenho.

3.6 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

No contexto da pesquisa científica, é importante trazer as definições necessárias para o estudo, no entanto, uma boa definição consiste em uma definição da qual compreende suas limitações, de maneira que estas podem interferir nos resultados do estudo (DEMO, 2000). É relevante ressaltar algumas limitações da presente pesquisa.

A principal limitação desse estudo se refere às informações sobre a divulgação de indicadores de desempenho que as empresas evidenciaram nos formulários de referência. Essa questão limita os resultados a uma análise voltada aos indicadores de desempenho que as empresas decidiram por divulgar e, por isso, impossibilita um entendimento aprofundado no que se refere a quais indicadores especificamente são utilizados nos processos internos de *feedback* e remuneração dos executivos das organizações.

Ressalta-se ainda como limitação deste estudo a exclusão de muitas empresas da amostra de pesquisa por conta da falta de dados referentes a alguma das variáveis de análise no período proposto. Esta pesquisa analisou a remuneração da Diretoria Estatutária, no entanto, torna-se uma limitação a análise da remuneração específica do CEO, bem como a remuneração de gerentes de área que atuam na gestão interna da empresa e podem influenciar nas decisões operacionais das empresas.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Este capítulo contempla a análise dos resultados e discussões acerca das relações entre a remuneração variável, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e a divulgação de indicadores de desempenho.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS DADOS

Inicialmente, apresenta-se a composição da amostra de pesquisa, por setor. A amostra foi dividida em dois grupos, a Amostra A que compreende as 115 empresas que compõem a amostra principal da pesquisa. A Amostra B compreende 52 empresas, resultantes da exclusão das empresas do setor de comércio e serviço, com a finalidade de mensuração da variável de gerenciamento de resultados por produção, conforme subseção 3.3. A Tabela 3 apresenta a representatividade de cada setor em ambas as amostras.

Tabela 3 – Quantidade de empresas por setor da Amostra A e Amostra B

Amostra A (920 observações)			Amostra B (416 observações)		
Setor	Nº de empresas	Representatividade	Setor	Nº de empresas	Representatividade
Agro e Pesca	2	1.74%	Agro e Pesca	2	3.85%
Alimentos e Bebidas	8	6.96%	Alimentos e Bebidas	8	15.38%
Comércio	9	7.83%	Comércio	-	-
Construção	17	14.78%	Construção	17	32.69%
Eletroeletrônicos	1	0.87%	Eletroeletrônicos	1	1.92%
Energia Elétrica	10	8.70%	Energia Elétrica	-	-
Máquinas Industriais	3	2.61%	Máquinas Industriais	3	5.77%
Mineração	1	0.87%	Mineração	1	1.92%
Minerais não metálicos	2	1.74%	Minerais não metálicos	2	3.85%
Outros	26	22.61%	Outros	-	-
Papel e Celulose	2	1.74%	Papel e Celulose	2	3.85%
Petróleo e Gás	3	2.61%	Petróleo e Gás	3	5.77%
Química	1	0.87%	Química	1	1.92%
Siderúrgica & Metalúrgica	5	4.35%	Siderúrgica & Metalúrgica	5	9.62%
Software e Dados	2	1.74%	Software e Dados	2	3.85%
Telecomunicações	2	1.74%	Telecomunicações	-	-
Têxtil	5	4.35%	Têxtil	5	9.62%
Transporte Serviço	16	13.91%	Transporte Serviço	-	-
Total	115	100.00%	Total	52	100.00%

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se que em ambas as amostras, não há um setor específico com uma representatividade majoritária. Na Amostra A, destaca-se o setor Outros, com 26 empresas (22,61%), o setor de Construção, com 17 empresas (14,78%), e o setor de Transporte Serviço, com 16 empresas (13,91%).

Na Amostra B, onde foram excluídas as empresas de comércio e serviço, o setor que se destacou foi o de Construção com uma representatividade de 32,69% da amostra. Em seguida, destaca-se o setor de Alimentos e Bebidas, com 8 empresas (15,38%).

Em relação à estatística descritiva, inicialmente a Tabela 4 apresenta a estatística descritiva referente a remuneração variável, tanto para Amostra A, quanto para a Amostra B.

Tabela 4 – Estatística descritiva da Remuneração Variável

AMOSTRA A												
REMUNERAÇÃO VARIÁVEL												
Ano	RVCP				RVLP				RVT			
	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.
2012	0	0.7935	0.2737	0.2191	0	0.7824	0.1033	0.1566	0	0.9504	0.3771	0.2722
2013	0	0.8125	0.2609	0.226	0	0.8972	0.1234	0.2022	0	0.9475	0.3844	0.2805
2014	0	0.672	0.2603	0.205	0	0.865	0.1187	0.1761	0	0.914	0.3741	0.2562
2015	0	0.8504	0.2382	0.2049	0	0.6929	0.1303	0.1707	0	0.8827	0.3685	0.264
2016	0	0.8778	0.2607	0.2135	0	0.6954	0.1125	0.1725	0	0.9186	0.3732	0.2539
2017	0	0.7989	0.2759	0.2197	0	0.7457	0.123	0.1784	0	0.8523	0.3988	0.2629
2018	0	0.7743	0.2711	0.2178	0	0.8743	0.1358	0.1885	0	0.8743	0.4068	0.2599
2019	0	0.7709	0.2505	0.2019	0	0.7055	0.1549	0.1962	0	0.8636	0.4054	0.2591
A	0	0.8778	0.2614	0.2131	0	0.8972	0.1252	0.1806	0	0.9504	0.3867	0.2631
AMOSTRA B												
REMUNERAÇÃO VARIÁVEL												
Ano	RVCP				RVLP				RVT			
	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.
2012	0	0.738	0.2511	0.2299	0	0.6662	0.1069	0.1729	0	0.9504	0.3602	0.2982
2013	0	0.8125	0.215	0.2324	0	0.781	0.1341	0.2224	0	0.9213	0.3489	0.2999
2014	0	0.653	0.2352	0.2064	0	0.865	0.1317	0.1915	0	0.9121	0.3651	0.2673
2015	0	0.7362	0.2148	0.2041	0	0.5805	0.1227	0.1648	0	0.8133	0.3358	0.2459
2016	0	0.8778	0.2301	0.2236	0	0.6554	0.1173	0.1774	0	0.8778	0.3488	0.2493
2017	0	0.7989	0.2119	0.1953	0	0.7457	0.1206	0.1973	0	0.8521	0.3378	0.2687
2018	0	0.7743	0.2182	0.2124	0	0.8743	0.1334	0.2209	0	0.8743	0.3559	0.2705
2019	0	0.7296	0.2026	0.1983	0	0.6103	0.1327	0.1922	0	0.8636	0.3365	0.2622
B	0	0.8778	0.2225	0.2121	0	0.8743	0.1247	0.1921	0	0.9504	0.3486	0.2688

Nota: RVCP = Remuneração variável de curto prazo; RVLP = Remuneração variável de longo prazo; RVT = Remuneração variável total.

Fonte: Dados da pesquisa.

A remuneração variável total apresentou um aumento, passando de 37,71% para 40,54% em 2019. Esses apontamentos corroboram parcialmente com Leite e Hein (2019), os quais, ao analisarem 50 empresas de capital aberto no Brasil (de 2012 a 2017), também identificaram um aumento da relevância da remuneração variável de longo prazo.

Em relação as empresas da Amostra A, verifica-se que a remuneração variável de curto prazo (RVCP) média apresentou uma redução durante os anos do período de análise. Enquanto em 2012 a RVCP média ficou em 27,37% da remuneração total, em 2019 a média da RVCP reduziu para 25,05% da remuneração total, apresentando uma redução de 2,32%.

De forma contrária, a remuneração variável de longo prazo (RVLP) média registrada em 2012 foi de 10,33% da remuneração total, em 2019 aumentou para 15,49% da remuneração total, apresentando um aumento de 5,16%. Isso indica um aumento da relevância da remuneração variável de longo prazo na política de remuneração das empresas da amostra.

Em relação a Amostra B a remuneração variável de curto prazo (RVCP) varia negativamente de uma média de 25,11% em 2012 para 20,26% em 2019, apresentando uma redução de 4,85%. A remuneração variável de longo prazo (RVLP) aumentou de 10,69% em 2012 para 13,27% em 2019, destacando um aumento de 2,58%. Esses apontamentos evidenciam que a remuneração variável de longo prazo vem ganhando maior expressividade na política de remuneração das empresas brasileiras.

Contrária à Amostra A, na Amostra B a remuneração variável total reduziu de 36,02% em 2012 para 33,65% em 2019. A Tabela 5 apresenta a estatística descritiva da variável de divulgação de indicadores de desempenho para as duas amostras da pesquisa.

Tabela 5 – Estatística descritiva da Divulgação de Indicadores de Desempenho

NÍVEL DE DIVULGAÇÃO DE INDICADORES DE DESEMPENHO									
Ano	Amostra A				Amostra B				
	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.	
2012	0	11	3.182609	2.40096	0	11	2.942308	2.396185	
2013	0	11	3.208696	2.385981	0	11	2.980769	2.363865	
2014	0	11	3.165217	2.335577	0	11	2.961538	2.40882	
2015	0	11	3.330435	2.412401	0	11	3.096154	2.403099	
2016	0	11	3.347826	2.391665	0	11	3.019231	2.338848	
2017	0	11	3.356522	2.39953	0	11	2.980769	2.30507	
2018	0	11	3.391304	2.379354	0	11	3.000000	2.300895	
2019	0	11	3.46087	2.392558	0	11	3.076923	2.333441	
Geral	0	11	3.305435	2.380363	0	11	3.007212	2.33722	

Fonte: Dados da pesquisa.

Evidencia-se que o número máximo de indicadores de desempenho divulgados foi de 11 indicadores. A média de indicadores divulgados foi de 3, mantendo-se tanto a média quanto o desvio padrão constantes em todos os anos do período de análise. Esses quantitativos foram semelhantes tanto na Amostra A quanto na Amostra B.

A Tabela 6 apresenta a estatística descritiva das variáveis de gerenciamento de resultados da Amostra A.

É possível verificar que as empresas da Amostra A apresentam baixos índices de gerenciamento de resultados. Na Tabela 6 evidencia-se a estatística descritiva do gerenciamento por meio de despesas de vendas, gerais e administrativas (GRDSP), gerenciamento por fluxo de caixa (GRFC) e gerenciamento por *accruals* (GRA).

É importante ressaltar que quando o gerenciamento de resultados é positivo indica que as empresas estão diminuindo as despesas para aumentar o lucro (GRDSP), aumentando os descontos para aumentar o nível de venda (GRFC), ou ainda manipulando os dados contábeis com o intuito de aumentar o lucro (GRA).

Tabela 6 – Estatística descritiva Gerenciamento de Resultados (Amostra A)

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS												
AMOSTRA A												
Ano	GRDSP				GRFC				GRA			
	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.
2012	-0.0147	0.0359	0.0002	0.0049	-0.1978	0.1561	-5.22E-09	0.0577	-0.1460	0.1417	-1.74E-09	0.0446
2013	-0.0149	0.0199	-0.0001	0.0043	-0.3040	0.1261	-8.70E-09	0.0558	-0.1647	0.1613	2.61E-09	0.0395
2014	-0.0324	0.0177	-0.0007	0.0056	-0.1901	0.1248	-8.70E-09	0.0531	-0.1100	0.1119	5.22E-09	0.0352
2015	-0.0255	0.0158	0.0006	0.0050	-0.1561	0.1407	8.70E-09	0.0421	-0.0763	0.1745	-1.91E-09	0.0348
2016	-0.0427	0.0190	-0.0010	0.0074	-0.1562	0.1220	-8.70E-09	0.0484	-0.0994	0.2031	6.09E-09	0.0436
2017	-0.0275	0.0245	0.0001	0.0053	-0.3604	0.1686	1.74E-09	0.0598	-0.1375	0.1905	8.70E-09	0.0465
2018	-0.0580	0.0196	-0.0005	0.0073	-0.2364	0.1178	3.48E-09	0.0486	-0.0992	0.1310	1.74E-09	0.0347
2019	-0.0697	0.0381	-0.0013	0.0102	-0.2896	0.1746	-8.70E-09	0.0566	-0.2035	0.2162	3.48E-09	0.0506
Gera l	-0.0697	0.0381	-0.0003	0.0065	-0.3604	0.1746	-3.26E-09	0.0528	-0.2035	0.2162	3.04E-09	0.0419

Nota: GRDSP = Gerenciamento de resultados por despesas de vendas, gerais e administrativas; GRFC = Gerenciamento de resultados por fluxo de caixa; GRA = Gerenciamento de resultados por *accruals*.

Fonte: Dados da pesquisa.

Quando o gerenciamento de resultados apresenta valor negativo, indica que as ações estão sendo feitas com o objetivo de reduzir o resultado da empresa, ou seja, aumentando as despesas para reduzir os lucros (GRDSP), reduzindo descontos para reduzir o nível de venda (GRFC) ou manipulando os dados contábeis para reduzir o lucro (GRA).

A partir da estatística descritiva, é possível verificar que o GRDSP e o GRFC apresentaram uma média geral negativa, enquanto que o GRA apresentou uma média geral positiva. Entretanto, em alguns anos do período analisado a média das três formas de gerenciamento ficaram positivas. Além disso, o desvio padrão ficou acima da média em todos os períodos de análise para as três variáveis.

Isso indica que as práticas de gerenciamento de resultado das empresas da Amostra A são efetuadas tanto com o intuito de aumentar o lucro quanto para reduzir o lucro. Essas evidências confirmam os apontamentos de Martinez (2013) que infere que os gestores podem estar motivados a gerenciar os resultados quando buscam aumentar os lucros, normalmente em função do atingimento de determinadas metas (MARTINEZ, 2013).

A partir dessas evidências, considera-se que a amostra da presente pesquisa é ideal para a análise proposta, pois a tendência é que as empresas gerenciem resultados para aumentar os lucros, o que condiz com a hipótese de que os gestores adotam práticas de gerenciar o resultado para atingir metas e objetivos, como por exemplo, metas de remuneração variável (JENSEN; MURPHY, 1990; MARTINEZ, 2013; SANTOS, 2020).

A Tabela 7 demonstra a estatística descritiva das variáveis de gerenciamento de resultados e endividamento da Amostra B. Destaca-se que na Amostra B é acrescentada a variável de gerenciamento de resultados por produção.

Evidencia-se que, nas empresas da Amostra B, as variáveis de GRDSP, GRFC e GRA apresentaram uma média geral negativa, indicando que a prática desses tipos de gerenciamento tende a ser predominantemente utilizada com a finalidade de redução dos lucros. No entanto, o gerenciamento de resultados por produção (GRPD) apresentou uma média geral positiva, bem como em todos os anos analisados, sua média permaneceu positiva.

Essas evidências indicam que as empresas da amostra praticam gerenciamento de resultados por produção para aumentar os lucros. De forma complementar, ao confrontar a estatística descritiva da Amostra B com a Amostra A, percebe-se que as empresas que possuem estrutura de produção, tendem a gerenciar resultados por meio da produção em detrimento das demais formas de gerenciamento, enquanto que as empresas que não apresentam estrutura de produção, tendem a gerenciar resultados tanto por meio de despesas, quanto por fluxo de caixa e *accruals*.

Tabela 7 – Estatística descritiva Gerenciamento de Resultados (Amostra B)

AMOSTRA B										
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS										
Ano	Var.	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.	Var.	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.
2012		-0.007130	0.009153	0.000021	0.002406		-0.1519583	0.1560740	6.67E-19	0.0512303
2013		-0.006141	0.006267	-0.000020	0.001908		-0.1263569	0.1007335	-3.85E-09	0.0406539
2014		-0.006973	0.004229	-0.000072	0.001795		-0.1901431	0.1248227	-5.77E-09	0.0501923
2015		-0.003028	0.004605	0.000023	0.001248		-0.1560582	0.1075533	-6.67E-19	0.0392096
2016	GRDS P	-0.004529	0.002700	-0.000047	0.001249	GRF C	-0.0936045	0.1075533	-1.92E-09	0.0316891
2017		-0.004922	0.007892	0.000056	0.001811		-0.0789148	0.1173020	3.09E-19	0.0340265
2018		-0.005443	0.007212	-0.000040	0.002468		-0.0956280	0.1177537	-5.77E-09	0.0317510
2019		-0.007026	0.007212	-0.000040	0.002468		-0.1063927	0.1104320	3.85E-09	0.0306482
Geral		-0.007134	0.009153	-0.000027	0.001854		-0.1901431	0.1560740	-1.68E-09	0.0391048
2012		-0.134450	0.085223	1.92E-09	0.036188		-0.146013	0.129446	-5.77E-09	0.036090
2013		-0.143438	0.117906	6.80E-18	0.037716		-0.068844	0.078818	-5.34E-19	0.027451
2014		-0.091534	0.074978	1.92E-09	0.026481		-0.077627	0.054634	-3.85E-09	0.023234
2015		-0.092233	0.077523	1.92E-09	0.026873		-0.076263	0.079273	-3.85E-09	0.023234
2016	GRPD	-0.081196	0.098237	1.92E-09	0.030406	GRA	-0.087239	0.060427	-7.17E-18	0.022370
2017		-0.142913	0.098237	3.67E-18	0.037190		-0.137528	0.111032	3.85E-09	0.033463
2018		-0.109492	0.113404	1.92E-09	0.034333		-0.099217	0.075588	-1.92E-09	0.014143
2019		-0.084583	0.146014	5.47E-18	0.037244		-0.039256	0.050746	1.92E-09	0.014143
Geral		-0.143438	0.146014	1.20E-09	0.033310		-0.146013	0.129446	-9.62E-10	0.026348

Nota: GRDSP = Gerenciamento de resultados por despesas de vendas, gerais e administrativas; GRFC = Gerenciamento de resultados por fluxo de caixa; GRPD = Gerenciamento de resultados por produção; GRA = Gerenciamento de resultados por *accruals*.

Fonte: Dados da pesquisa.

Semelhante à Amostra A, na Amostra B as empresas apresentaram uma alta dispersão entre os valores mínimos e máximos, indicando que, mesmo com a predominância de um gerenciamento de resultados negativos para as variáveis GRDSP, GRFC e GRA e positivos para GRPD, há uma variabilidade nas práticas de gerenciamento das empresas da amostra, no período analisado.

Em relação as variáveis de controle, a Tabela 8 apresenta a estatística descritiva das variáveis de controle da Amostra A e da Amostra B.

Em relação ao endividamento, verifica-se na Tabela 8 que na Amostra A o endividamento médio das empresas permanece constante em todos os anos, no entanto, os valores máximos sofreram uma redução a partir do ano de 2016, mantendo-se baixo até o ano de 2019. O desvio padrão permaneceu menor que a média em todos os anos, indicando que em relação ao endividamento, a amostra possui a característica de homogeneidade. Esses

apontamentos corroboram com os achados de Lopes et al. (2019), os quais analisaram as empresas listadas na B3, identificando uma homogeneidade do endividamento total das empresas.

Tabela 8 – Estatística descritiva das variáveis de controle

Variáveis de controle										
Ano	Amostra A					Amostra B				
	Variável	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.	Variável	Min.	Máx.	Méd.	D. Pad.
2012		0.0847	5.6111	0.6397	0.5145		0.0850	1.7000	0.6100	0.2600
2013		0.1272	5.6225	0.6442	0.5275		0.1300	2.2000	0.6200	0.3100
2014		0.1253	5.1018	0.6454	0.4865		0.1300	2.2000	0.6200	0.3000
2015		0.1249	6.2059	0.6702	0.5794		0.1200	2.2000	0.6400	0.3200
2016	EDV	0.102	2.2856	0.6421	0.3225	EDV	0.1000	2.3000	0.6600	0.3800
2017		0.1002	2.704	0.6587	0.4015		0.1000	2.7000	0.6800	0.4600
2018		0.1025	2.9575	0.6964	0.4683		0.1000	3.0000	0.7500	0.5800
2019		0.0911	3.5445	0.7152	0.5167		0.0910	3.5000	0.7800	0.6700
Geral		0.0847	6.2059	0.664	0.4819		0.0850	3.5000	0.6700	0.4300
2012		0	0.8888889	0.280363	0.211379		0	0.8888889	0.336429	0.221632
2013		0	1	0.302585	0.215301		0	1	0.363333	0.237602
2014		0	0.9	0.321716	0.235195		0	0.9	0.390649	0.244047
2015		0	0.8888889	0.32171	0.250715		0	0.8888889	0.364343	0.261736
2016	ICA	0	1	0.352159	0.256092	ICA	0	1	0.398688	0.268865
2017		0	1	0.383209	0.25507		0	1	0.408606	0.267131
2018		0	1	0.391225	0.262608		0	1	0.414214	0.271472
2019		0	1	0.385978	0.24863		0	1	0.403744	0.242314
Geral		0	1	0.342368	0.244796		0	1	0.385001	0.251583

Nota: EDV = Endividamento; ICA = Independência do conselho de administração;
Fonte: Dados da pesquisa.

Na Amostra B o endividamento apresentou uma média constante em todos os anos analisados, no entanto, os valores máximos aumentam a partir do ano de 2016. Ao confrontar tais achados com a Amostra A, é possível verificar que as empresas com estrutura de produção tendem a buscar financiamento de terceiros, aumentando seus valores máximos de endividamento a partir de 2016.

Em relação a independência do conselho de administração (ICA), é possível identificar que a partir do ano de 2016 houve um aumento considerável na quantidade de membros externos do conselho de administração das empresas da amostra (tanto A quanto B).

4.2 ANÁLISE DO TESTE DE CAUSALIDADE DE GRANGER

Após as análises iniciais das variáveis, foi efetuado o teste de causalidade de Granger para verificar o direcionamento do efeito entre as variáveis. Esse teste tem sido utilizado em estudos de contabilidade (SOUZA; ZANELLA; NASCIMENTO, 2005; GALDI; LOPES, 2008; OLIVEIRA RITTA; CUNHA; KLANN, 2017; LOUZANO, 2019) e sua vantagem é identificada no fato de que o teste de Causalidade de Granger pode superar limitações de testes de correlação entre variáveis, identificando uma relação causal entre as variáveis. Kendal e Stuart (1961) reforçam que, por mais forte que seja identificada a relação entre duas variáveis, não é possível afirmar que uma causa a outra.

Testa-se pela causalidade de Granger a identificação inicial de independência entre as variáveis, verificando-se a sua relação causal. Observando as hipóteses desenvolvidas, os testes foram efetuados para a Amostra A e são apresentados na Tabela 9.

Tabela 9 – Teste de Causalidade de Granger (Amostra A)

Amostra A					
Teste de Causalidade	Estatística F	p-Valor	Teste de Causalidade	Estatística F	p-Valor
GRDSP não causa DIV	2.9449	0.0533***	RVCP não causa GRFC	1.52792	0.2177
DIV não causa GRDSP	1.2961	0.2743	GRFC não causa RVCP	0.26785	0.7651
GRFC não causa DIV	3.0791	0.0466**	RVLP não causa GRFC	0.38244	0.6823
DIV não causa GRFC	3.9656	0.0194**	GRFC não causa RVLP	0.89573	0.4088
RVCP não causa DIV	1.2943	0.2748	RVT não causa GRFC	2.89429	0.056***
DIV não causa RVCP	3.5988	0.0279**	GRFC não causa RVT	1.07062	0.3434
RVLP não causa DIV	1.9422	0.1442	RVCP não causa GRDSP	0.7054	0.4943
DIV não causa RVLP	5.7148	0.0035*	GRDSP não causa RVCP	0.1566	0.8551
RVT não causa DIV	3.5246	0.0300**	RVLP não causa GRDSP	2.5299	0.0804***
DIV não causa RVT	8.5743	0.0002*	GRDSP não causa RVLP	0.3462	0.7075
GRDSP não causa RVT	0.6003	0.5489			
RVT não causa GRDSP	2.6983	0.068***			

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; *** 10%; GRDSP = Gerenciamento de resultados por despesas de vendas, gerais e administrativas; GRFC = Gerenciamento de resultados por fluxo de caixa; RVCP = Remuneração variável de curto prazo; RVLP = Remuneração variável de longo prazo; RVT = Remuneração variável total; DIV = Divulgação de indicadores.

Fonte: Dados da pesquisa.

Foram identificadas algumas relações causais entre as variáveis em análise. Inicialmente, percebe-se que o gerenciamento de resultados praticado por meio das despesas discricionárias causa a divulgação de indicadores de desempenho (significância a 10%).

Em relação ao gerenciamento de resultados por fluxo de caixa, verificou-se uma relação bidirecional (significância a 5% em ambas as direções), onde tanto a prática de manipulação das vendas causa a divulgação de indicadores de remuneração, quando a própria divulgação causa a manipulação das vendas.

O aumento da divulgação de informações acerca da avaliação de desempenho da remuneração pode ser incentivado por boas intenções (como o aumento das informações e redução da assimetria de informação), ou más intenções (como ofuscação de atitudes negativas de gerenciamento de resultados, por exemplo) (LAKSMANA; TIETZ; YANG, 2011; SILVA JUNIOR, 2020).

Esses apontamentos explicam as relações causais encontradas, em que ao apresentar níveis mais elevados de gerenciamento de resultados, tanto por despesas quanto por fluxo de caixa, o nível de divulgação de indicadores tende a ser maior, evidenciando o comportamento voltado para a ocultação das práticas oportunistas de gerenciamento de resultados através da divulgação mais detalhada sobre o sistema de avaliação de desempenho dos contratos de remuneração.

Evidenciou-se ainda que a divulgação apresenta uma relação causal com a remuneração variável de curto prazo (significância a 5%), longo prazo (significância a 1%) e total (significância a 1%). No entanto, apenas a remuneração variável total apresenta uma relação causal com a divulgação de indicadores (significância a 5%). Os resultados mostram que a divulgação de indicadores de desempenho da remuneração causa o pagamento de uma parcela maior a título de remuneração variável, tanto de curto prazo quanto de longo prazo.

Esses resultados podem ser explicados pelo fato de que, ao divulgar um indicador de desempenho, pressupõe-se que o mesmo é utilizado internamente para fins de avaliação de desempenho do executivo e definição dos seus valores de remuneração variável. Desse modo, quanto mais indicadores são divulgados, mais indicadores estão sendo utilizados nos contratos de remuneração e conseqüentemente, maior tende a ser os valores pagos a título de remuneração variável.

Isso ocorre pelo fato de que a remuneração variável paga nos contratos de remuneração, por apresentar a finalidade de alinhamento de interesses, sempre é vinculada à algum aspecto do desempenho e essa vinculação ocorre através da utilização de indicadores de desempenho.

Por conta disso, mais indicadores de desempenho podem resultar em um aumento da remuneração variável.

Em relação a causalidade entre a remuneração variável total e a divulgação de indicadores, verifica-se que o aumento na parcela de remuneração variável total dos executivos, leva ao aumento na divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração. Esses resultados podem ser explicados pelos apontamentos de Laksmana, Tietz e Yang (2011), os quais inferem que, ao receber maiores valores de remuneração os gestores tendem a aumentar o nível de divulgação das informações sobre remuneração.

Os resultados da Tabela 9 indicam ainda que a predominância da remuneração variável de longo prazo na remuneração dos executivos causa o gerenciamento de resultado por despesas discricionárias (significância a 10%). A predominância da remuneração variável total causa o gerenciamento de resultados tanto por despesas discricionárias (significância a 10%) quando por manipulação de vendas (significância a 10%).

Esses resultados indicam que quanto maior é a parcela de remuneração variável, maior tende ser a intenção dos executivos em gerenciar resultados com a finalidade de aumento do resultado, levando-os a adiar o reconhecimento de despesas ou antecipar o reconhecimento de receitas, ou ainda a aumentar os descontos concedidos e flexibilizar as políticas de crédito, gerando vendas insustentáveis.

A relação encontrada entre a remuneração variável de o gerenciamento de resultados corrobora com os estudos de Zheng (2020), do qual analisou uma amostra de empresas do Reino Unido e Silva (2010) que analisou uma amostra de empresas do Brasil. Ambos evidenciaram que a predominância da remuneração variável é um incentivo para os gestores gerenciar resultados, alcançando assim as metas de desempenho necessárias para aumentar sua remuneração.

Na análise da Amostra B, a Tabela 10 apresenta os resultados do teste de causalidade de Granger. Foram evidenciadas relações causais de poucas variáveis em comparação com a Amostra A. Apenas o gerenciamento de resultados por fluxo de caixa apresentou uma relação causal com a divulgação de indicadores de desempenho (significância a 1%). Em relação a remuneração, tanto a variável de longo prazo quanto a variável total apresentaram relação causal com a divulgação de indicadores de desempenho (significância a 1% e 5% respectivamente).

Esses resultados evidenciam que as empresas industriais tendem a aumentar a divulgação dos indicadores da remuneração apenas quando gerenciam resultados por meio da manipulação das vendas. Da mesma forma, nessa amostra apenas a remuneração variável de

longo prazo ou total são incentivos para uma divulgação mais detalhada do sistema de avaliação de desempenho da política de remuneração.

Tabela 10 - Teste de causalidade de Granger (Amostra B)

Amostra B					
Teste de Causalidade	Estatística F	p-Valor	Teste de Causalidade	Estatística F	p-Valor
GRDSP não causa DIV	0.44811	0.6393	RVCP não causa GRDSP	1.84174	0.1603
DIV não causa GRDSP	0.40327	0.6685	GRDSP não causa RVCP	0.06108	0.9408
GRFC não causa DIV	5.22992	0.0058*	RVLP não causa GRDSP	0.7025	0.4961
DIV não causa GRFC	0.16885	0.8447	GRDSP não causa RVLP	3.09484	0.0467**
GRPD não causa DIV	1.20765	0.3003	RVT não causa GRDSP	0.21654	0.8054
DIV não causa GRPD	0.3077	0.7354	GRDSP não causa RVT	1.59156	0.2053
RVCP não causa DIV	0.11947	0.8874	RVCP não causa GRFC	2.43757	0.0891***
DIV não causa RVCP	1.29818	0.2745	GRFC não causa RVCP	0.10957	0.8963
RVLP não causa DIV	5.50796	0.0045*	RVLP não causa GRFC	1.97866	0.1400
DIV não causa RVLP	0.8586	0.4248	GRFC não causa RVLP	0.16421	0.8486
RVT não causa DIV	3.64255	0.0273**	RVT não causa GRFC	0.83516	0.4348
DIV não causa RVT	2.27823	0.1042	GRFC não causa RVT	0.38087	0.6836
RVCP não causa GRPD	0.10503	0.9003	RVLP não causa GRPD	0.67419	0.5103
GRPD não causa RVCP	0.65043	0.5225	GRPD não causa RVLP	0.10486	0.9005
RVT não causa GRPD	0.38065	0.6837	GRPD não causa RVT	1.19603	0.3038

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; *** 10%; GRDSP = Gerenciamento de resultados por despesas de vendas, gerais e administrativas; GRFC = Gerenciamento de resultados por fluxo de caixa; GRPD = Gerenciamento de resultado por produção; RVCP = Remuneração variável de curto prazo; RVLP = Remuneração variável de longo prazo; RVT = Remuneração variável total; DIV = Divulgação de indicadores.

Fonte: Dados da pesquisa.

Evidenciou-se ainda que o gerenciamento de resultados por despesas discricionárias causa a remuneração variável de longo prazo (significância a 5%) e a remuneração variável de curto prazo causa o gerenciamento de resultados por fluxo de caixa (significância a 10%). Esses resultados mostram que as empresas industriais, quando apresentam práticas de manipulação no reconhecimento contábil de despesas, tendem a ter uma predominância da remuneração variável de longo prazo. Em contra partida, as empresas que apresentam predominância da remuneração variável de curto prazo, tendem a gerenciar resultado por meio da manipulação das vendas.

Esses resultados podem ser explicado pelo fato de que o gerenciamento de fluxo de caixa, apesar de aumentar o volume de vendas e possivelmente trazer um aumento do fluxo de caixa no curto prazo (ALVES; AYUB, 2019; ARAUJO; RIBEIRO, 2020), tal prática gera vendas insustentáveis, as quais no longo prazo podem gerar altos índices de inadimplência

(ROYCHOWDHURY, 2006; ALMEIDA-SANTOS, 2011), podendo prejudicar a rentabilidade futura da empresa e a sua capacidade de efetuar o pagamento da remuneração (CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR., 2016).

A partir dessas evidências, entende-se que a amostra analisada é adequada para testar as hipóteses da presente pesquisa, uma vez que os resultados iniciais corroboram com a literatura sobre divulgação de indicadores, remuneração de executivos e gerenciamento de resultados, ao evidenciar que tanto as práticas de gerenciamento de resultados quando o pagamento da remuneração variável pode levar à divulgação mais detalhada do sistema de avaliação de desempenho dos contratos de remuneração.

Por meio das hipóteses levantadas, será possível verificar se o pagamento de remuneração variável pode impactar nas decisões dos executivos em gerenciar resultados e se esses dois elementos motivar os executivos a apresentar uma divulgação mais detalhada dos indicadores de desempenho dos contratos de remuneração.

4.3 ANÁLISE DA REGRESSÃO LINEAR

A fim de validar os modelos de análise, alguns pressupostos da regressão linear foram observados, de maneira que os dados foram testados para verificar a validade do método de análise. Desse modo, foi aplicado o teste da Matriz de Correlação de Pearson, para testar a multicolinearidade dos dados. O objetivo deste teste é medir o grau de correlação entre duas variáveis, onde segundo Callegari-Jaques (2003) se o p-valor for maior que 0,05 há uma correlação forte entre as variáveis.

Caso duas variáveis apresentem forte correlação, ao menos uma deverá ser retirada do modelo, a fim de não prejudicar os estimadores (beta) do modelo de análise, por apresentarem o mesmo comportamento (colinearidade). Evidencia-se que nenhuma variável apresentou correlação, mantendo-se assim todas as variáveis para as análises propostas.

A partir da identificação de *outliers* a variável de Ativo Total (*proxy* da variável de controle Tamanho da empresa [TAM]) foi operacionalizada na forma de logaritmo a fim de tratar os *outliers* identificados.

Para identificar o método de regressão de dados mais adequado para cada modelo desenvolvido foram efetuados os testes de *Breusch-Pagan*, *Hausman* e *Chow*, conforme descrito na sub-seção 3.5. A partir da realização dos testes foi definido qual modelo mais adequado para análise dos dados (efeitos fixos, efeitos aleatórios ou *pooling*).

4.3.1 Relação da remuneração variável e gerenciamento de resultados

O primeiro teste realizado considerou a Equação 7, sendo efetuado com a Amostra A, a fim de testar a hipótese H1a e H1b e com a Amostra B para testar a hipótese H1c verificando assim a relação entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados por despesas discricionárias (H1a), por fluxo de caixa (H1b) e por produção (H1c). A Tabela 11 apresenta os resultados da regressão, sendo que neste tópico serão discutidos os resultados referentes a hipótese 1.

Na Tabela 11 foram considerados os dados da Amostra A para teste das hipóteses H1a e H1b e dados da Amostra B para teste da hipótese H1c. É importante ressaltar que o modelo de regressão cuja variável dependente é o Gerenciamento de Resultados por despesas discricionárias apresentou poder explicativo de 20,60% (R^2 0,2060), no modelo em que o Gerenciamento de Resultados por fluxo de caixa é a variável dependente o poder explicativo foi de 24,02% (R^2 0,2402). No modelo em que o Gerenciamento de Resultados por produção é a variável dependente o poder explicativo foi de 3,06% (R^2 0,0306).

Apesar do poder explicativo dos modelos ser relativamente baixo, são considerados adequados se comparados a outros estudos com as mesmas variáveis e em amostras semelhantes (empresas brasileiras da B3), como Perdomo Castellanos (2021), Martinez (2011), Santos (2010) e Leite e Hein (2019) que apresentam poder explicativo dos modelos de regressão ainda menores, evidenciando que para a literatura contábil que analisa gerenciamento de resultados e remuneração de executivos, os modelos de regressão demonstrados na Tabela 11 apresentam poder explicativo adequado para a análise proposta.

A partir dos resultados apresentados na Tabela 11, evidencia-se que a remuneração variável, tanto de curto prazo, longo prazo ou total não apresentam relação com o gerenciamento de resultados, tanto quando praticado por despesas discricionárias, quanto por fluxo de caixa e produção. Esses resultados rejeitam a hipótese H1.

A inexistência de relação entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados evidenciada na regressão linear apresenta uma divergência com o teste de causalidade de Granger, do qual evidenciou uma relação causal a remuneração variável e o gerenciamento de resultados por despesas e fluxo de caixa.

Tais resultados indicam que o pagamento de uma parcela da remuneração de forma variável, seja a curto ou a longo prazo, não se apresenta como uma motivação para adiar despesas como P&D, treinamento de pessoal, manutenção de instalações, para aumentar o nível de produção de forma anormal a fim de reduzir os custos ou para manipular as vendas através

da concessão de descontos ou flexibilização das políticas de crédito, com a finalidade de alcançar determinadas metas de desempenho.

Tabela 11 – Relação entre remuneração variável e gerenciamento de resultados

Variáveis	Amostra A				Amostra B	
	GRDSP (<i>Pooling</i>) - H1a		GRFC (Fixo) - H1b		GRPD (Aleatório) - H1C	
	Coefficiente	Significância	Coefficiente	Significância	Coefficiente	Significância
RVCP	-0.0014314	0.489	-0.002251	0.851	0.129949	0.149
RVLP	0.0023034	0.144	0.0108838	0.331	0.0121167	0.286
RVT	-0.0007173	0.532	0.0064235	0.598	0.0044353	0.670
TAM	0.000499	0.249	-0.0178694	0.096***	0.0026929	0.659
EDV	0.0007304	0.144	-0.0073666	0.204	0.0038126	0.474
NGOV	0.00214	0.752	0.0027609	0.783	-0.0112069	0.351
GRA	0.121293	0.019**	-0.5059074	0.000*	0.195289	0.000*
ICA	0.0005697	0.585	0.0025123	0.781	0.014682	0.074***
DCEO	0.0011634	0.161	0.0033531	0.618	-0.0103388	0.059***
R ² <i>Within</i>	-		0.2402		-	
R ² <i>Overall</i>	-		-		0.0306	
R ²	0.2060		-		-	
R ² ajustado	0.2038		-		-	
Teste F	0.8049		0.0000		0.1524	
<i>Breusch-Pagan</i>	1.0000		0.0000		0.0000	
Teste <i>Chow</i>	0.9637		0.0000		0.0000	
<i>Hausman</i>	0.8183		0.0000		-250.41	
Número de observações	920		920		416	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; *** 10%; GRDSP = Gerenciamento de resultados por despesas de vendas, gerais e administrativas; GRFC = Gerenciamento de resultados por fluxo de caixa; GRPD = Gerenciamento de resultado por produção; RVCP = Remuneração variável de curto prazo; RVLP = Remuneração variável de longo prazo; RVT = Remuneração variável total; TAM = Tamanho; EDV = Endividamento; GRA = Gerenciamento de resultados por *accruals*; NGOV = Nível de Governança Corporativa; ICA = Independência do Conselho de Administração; DCEO = Dualidade do CEO; R² = Predição do modelo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Estudos anteriores apontam evidências divergentes dos achados da regressão de dados efetuada. No contexto internacional, Zheng (2020) identificou que os diretores das empresas do Reino Unido utilizam de práticas de gerenciamento de resultado por meio de despesas e manipulação da produção para aumentar e/ou reduzir os lucros e assim atingir metas específicas que garantem maiores níveis de remuneração. Nesse contexto, o pagamento da remuneração variável se torna um incentivo para aumentar as práticas de gerenciamento de resultados (ZHENG, 2020).

Outros estudos (HASSABELNABY; MOHAMMAD; SAID, 2010; IBRAHIM, 2007; IBRAHIM; LLOYD, 2011; PERDOMO CASTELLANOS, 2021; TAHIR; IBRAHIM; NURULLAH, 2019) também apontam que no contexto da Teoria da Agência, a remuneração de executivos é um fator motivador para os gestores gerenciar os resultados a fim de atingir metas específicas e aumentar sua remuneração.

Silva (2010) evidencia que no contexto brasileiro, nas empresas onde a remuneração variável é predominante, ocorre o gerenciamento de resultados, evidenciando assim que a remuneração variável é um incentivador para as práticas de gerenciamento de resultados. Perdomo Castellano (2021) também indica que no contexto brasileiro, o pagamento de remuneração baseada em desempenho pode motivar os gestores a gerenciar resultados por meio de despesas discricionárias.

Apesar de ainda incipiente as pesquisas que analisam a relação entre o pagamento de remuneração e o gerenciamento de resultado por fluxo de caixa, alguns apontamos da literatura também divergem dos resultados encontrados na presente pesquisa. Araujo (2020) afirma que o fluxo de caixa é uma medida de desempenho mais efetiva e que capta melhor o esforço do gestor do que outras medidas como o preço da ação, uma vez que, o gestor possui maior controle sobre a geração de caixa. Ao possuir esse controle mais efetivo sobre o fluxo de caixa, os gestores tornam-se mais propensos a adotar práticas de manipulação dos resultados (ARAUJO, 2020).

Rodrigues, Paulo e Melo (2017) identificam ainda que as empresas que apresentam maiores valores de mercado tendem a apresentar maiores níveis de manipulação das vendas. Além disso, Teixeira, Praeiro e Soares (2022) apontam que o mercado é falho ao identificar os impactos da manipulação das vendas através do fluxo de caixa.

Apesar da remuneração variável de longo prazo ser composta por elementos que possuem ligação com o valor de mercado da empresa, como os valores baseados em ações (RODRIGUES, PAULO E MELO, 2017; TEIXEIRA PRAIEIRO E SOARES, 2022), verifica-se que a remuneração variável não consiste em um motivador para que os gestores adotem práticas de manipulação das vendas.

É importante destacar alguns pontos específicos que podem trazer clareza aos resultados divergentes encontrados na pesquisa. Primeiramente, ressalta-se que a presente pesquisa não considerou apenas empresas em que a remuneração variável é predominante na remuneração total dos executivos, mas sim o percentual da remuneração variável. Esse fato pode explicar o motivo pelo qual na amostra analisada a remuneração variável não apresentou relação com o gerenciamento de resultados.

Silva (2010) evidencia que a remuneração é um incentivo para as práticas de gerenciamento de resultados quando é composta principalmente por remuneração variável. Os achados de Silva (2010) corroboram com Brink et al. (2020), os quais evidenciam por meio de experimentos que práticas de gerenciamento de resultados por despesas podem não ser adotadas por gestores menores, devido a estrutura de remuneração de executivos maiores.

Kim, Kyung e Ng (2022) explicam que é necessária uma coordenação entre a gestão para que ocorra o gerenciamento de resultados, e essa coordenação é estimulada por uma distribuição uniforme da remuneração entre os membros da gestão. Dal Magro, Dani e Klann (2019) evidenciam também que a reputação é um fator que interfere na decisão dos gestores por adotar práticas de gerenciamento de resultado.

Considerando que a remuneração fixa não está baseada no desempenho, ou seja, independente da manipulação efetuada para aumentar resultados e alcançar metas específicas, a remuneração fixa não será impactada, ao determinar a maior parcela da remuneração como fixa, os gestores podem preocupar-se com outros fatores e evitar gerenciar resultados, dificultando a coordenação da gestão e fazendo com que a remuneração não se torne um incentivo para gerenciar resultados por meio de decisões operacionais.

Com base nesses apontamentos, estudos futuros podem explorar amostras composta apenas por empresas em que a remuneração variável é predominante, podendo apresentar resultados condizentes com a literatura.

Segunda questão que traz clareza aos resultados se refere às medidas de desempenho dos contratos de remuneração que podem reduzir a motivação por gerenciar resultados. Tahir, Ibrahim e Nurullah (2019) evidenciam que as empresas que utilizam de forma conjunta indicadores de desempenho financeiros e não financeiros para embasar o pagamento da remuneração estão menos propensas a gerenciar resultados por meio de despesas de vendas, gerais e administrativas.

Perdomo Castellanos (2021) identifica em uma amostra de empresas brasileiras, que o gerenciamento de resultados por meio de produção também é menor quando as empresas utilizam medidas de desempenho financeiras e não financeiras nos contratos de remuneração. Esses apontamentos podem explicar o motivo pelo qual os resultados da presente pesquisa não apresentaram relação entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais.

A partir disso, estudos futuros podem explorar também a possível relação mediadora ou moderadora da utilização de diferentes tipos de indicadores de desempenho nos contratos de remuneração, onde mesmo com a predominância da remuneração variável é possível evitar as

práticas de manipulação dos resultados por meio da vinculação da remuneração com diferentes aspectos do desempenho (TAHIR; IBRAHIM; NURULLAH, 2019; PERDOMO CASTELLANO, 2021).

Em síntese, os resultados dos modelos de regressão linear desta seção permitem afirmar que a remuneração variável não é necessariamente um incentivador para que os executivos optem por gerenciar resultados por meio de decisões operacionais. Entretanto, a divergência dos resultados da regressão linear com os resultados do Teste de Causalidade de Granger e com estudos anteriores ressaltam a importância de analisar outros fatores que podem interferir nessa relação, destacando possíveis relações indiretas entre as variáveis.

É importante ressaltar que a variável de controle de gerenciamento de resultados por *accruals* apresentou relação positiva com o gerenciamento de resultados por despesas discricionárias (significância a 5%), relação negativa com o gerenciamento de resultados por meio de fluxo de caixa e relação positiva com o gerenciamento por produção (significância estatística a 1% em ambos). Esses resultados reforçam os apontamentos de Marques e Ferreira (2020) os quais indicam que o gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais podem estar relacionados de forma substitutivas.

Por fim, as variáveis de independência do conselho de administração (ICA) e dualidade do CEO (DCEO) apresentaram relação (positiva e negativa respectivamente, com significância a 10% em ambas as relações) com o gerenciamento de resultados por produção, evidenciando que em empresas indústrias (Amostra B), os aspectos que qualificam a governança corporativa podem impactar na decisão dos executivos em gerenciar resultados. Esses apontamentos corroboram com os achados de Soschinski et al. (2019).

4.3.2 Relação da remuneração variável e do gerenciamento de resultados com a divulgação de indicadores de desempenho

A fim de testar a hipótese 2 (relação entre o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e o nível de divulgação de indicadores de desempenho) e a hipótese 3 (relação entre a remuneração variável e o nível de divulgação de indicadores de desempenho) foi efetuada a regressão de dados considerando a equação 8. A Tabela 12 apresenta os resultados da regressão.

Tabela 12 – Relação da remuneração variável e gerenciamento de resultados com a divulgação de indicadores

Variáveis	Amostra A		Amostra B	
	DIV (Aleatório) - H2a - H2b - H3		DIV (Aleatório) - H2c - H3	
	Coefficiente	Significância	Coefficiente	Significância
RVCP	-0.1502196	0.403	-2.250612	0.000*
RVLP	0.973151	0.043**	0.4616442	0.183
RVT	1.661767	0.000*	3.47554	0.000*
GRDSP	-2.165061	0.567	20.66481	0.658
GRFC	-0.6550908	0.248	-5.494416	0.031**
GRPD	-	-	5.398854	0.069***
TAM	0.344638	0.049**	0.7123709	0.000*
EDV	-0.0524882	0.614	-0.0992348	0.664
NGOV	1.425233	0.008*	-1.235098	0.000*
ICA	0.3141852	0.057***	1.964091	0.000*
DCEO	0.0484888	0.694	0.525504	0.867
R ² Within	-		-	
R ² Overall	0.2500		0.3608	
R ²	-		-	
R ² Ajustado	-		-	
Teste F	0.0076		0.0445	
<i>Breusch-Pagan</i>	0.0000		0	
Teste <i>Chow</i>	0.0000		0	
<i>Hausman</i>	-221.65		-40.42	
Número de observações	920		416	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; *** 10%; GRDSP = Gerenciamento de resultados por despesas de vendas, gerais e administrativas; GRFC = Gerenciamento de resultados por fluxo de caixa; GRPD = Gerenciamento de resultado por produção; RVCP = Remuneração variável de curto prazo; RVLP = Remuneração variável de longo prazo; RVT = Remuneração variável total; DIV = Divulgação de indicadores; TAM = Tamanho; EDV = Endividamento; NGOV = Nível de Governança Corporativa; ICA = Independência do Conselho de Administração; DCEO = Dualidade do CEO; R² = Predição do modelo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 12 testa-se a hipótese H2a e H2b com os dados da Amostra A e a H2c com os dados da Amostra B, bem como a hipótese H3 tanto com a Amostra A quanto com a Amostra B. Verifica-se que o poder explicativo do modelo de regressão efetuado com a Amostra A foi de 25,00% (R² 0,2500) e do modelo da Amostra B foi de 36,08% (R² 0,3608). Da mesma forma que na seção anterior, o poder explicativo dos modelos de regressão da Tabela 12 são considerados adequados se comparados com estudos da literatura contábil (LEITE; HEIN, 2019; MARTINEZ, 2011; PERDOMO CASTELLANOS, 2021; SANTOS, 2021; SILVA et al., 2019).

Evidencia-se que na Amostra A, o gerenciamento de resultados, tanto praticado por despesas discricionárias quanto praticado por fluxo de caixa não apresentou relação com o nível

de divulgação de indicadores de desempenho. Já na Amostra B, o gerenciamento de resultados por fluxo de caixa apresentou uma relação negativa com a divulgação de indicadores (significância a 5%), enquanto que o gerenciamento de resultados por produção apresentou uma relação positiva com a divulgação de indicadores (significância a 10%).

Esses resultados são divergentes com o teste de causalidade de Granger, em que foram identificadas relações de causalidade entre o gerenciamento de resultados por despesas discricionárias e por fluxo de caixa com a divulgação de indicadores de desempenho na Amostra A. Na Amostra B, o Teste de Causalidade de Granger mostrou que apenas o gerenciamento por fluxo de caixa causa a divulgação de indicadores de desempenho.

Com base nos resultados da regressão de dados, a hipótese H2c é confirmada, enquanto que as hipóteses H2a e H2b são rejeitadas, fazendo com que a hipótese H2 seja parcialmente suportada.

Os resultados mostram que as práticas de gerenciamento de resultados efetuadas por meio de manipulação das despesas discricionárias ou fluxo de caixa não possuem relação com os níveis de divulgação de indicadores de desempenho da remuneração. Entretanto, gerenciar resultados por meio de manipulação dos níveis de produção pode levar os executivos a optar por uma divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração de forma mais detalhada.

Destaca-se que a variável de divulgação de indicadores mede a diversificação da divulgação de indicadores, ou seja, quanto maior o nível de divulgação indica que a empresa divulgou uma quantidade maior de indicadores de desempenho utilizados no embasamento da remuneração variável dos executivos da Diretoria Estatutária.

Laksmana, Tietz e Yang (2011) apontam que a divulgação de informações sobre a remuneração é utilizada de forma oportunista quando o executivo busca justificar seus valores de remuneração recebidos. A divulgação de informações relativas à política de remuneração de forma oportunista pode ser agravada quando os gestores estão engajados em gerenciar resultados, em que podem optar por aumentar o nível de divulgação para desfocar a atenção de seu comportamento oportunista (SILVA JUNIOR, 2020; SOUZA et al., 2020).

Souza et al., (2020) aponta que a divulgação de indicadores de desempenho da empresa pode ser efetuada de forma mais detalhada quando há um resultado negativo ou é derivado de uma atitude negativa. Os resultados encontrados para a hipótese H2 mostram que o gerenciamento de resultados por despesas discricionárias e por fluxo de caixa não está relacionado com o nível de divulgação de indicadores. No entanto, em empresas industriais a

prática de gerenciamento de resultado por produção está relacionada com o nível de divulgação de indicadores de desempenho da remuneração.

Ao confrontar esses resultados com estudos anteriores, percebe-se que, apesar dos executivos divulgarem mais informações acerca da política de remuneração quando buscam ocultar comportamentos oportunistas (LAKSMANDA; TIETZ. YANG, 2011) os indicadores de desempenho usados na definição da remuneração variável não compõem as informações divulgadas de forma oportunista quando há práticas de gerenciar resultados por despesas discricionárias e fluxo de caixa.

Da mesma forma, o resultado apontado para a hipótese H2 esclarece que quando o gestor manipula as despesas discricionárias e as vendas, com finalidade oportunista, apesar de possuírem a tendência de aumentar a divulgação de indicadores de desempenho para ocultar suas atitudes negativas (SILVA JUNIOR, 2020; SOUZA et al., 2020), os indicadores utilizados nessa divulgação não consistem em indicadores usados na política de remuneração, podendo ser outros indicadores de cunho organizacional.

As empresas industriais, no entanto, evidenciaram que quanto maior é o nível de manipulação da produção, maior é a divulgação dos indicadores de desempenho base para a remuneração variável. Esses resultados apontam que em indústrias, os executivos aumentam a divulgação de indicadores base da sua remuneração quando adotam práticas de aumentar o nível de produção a fim de reduzir os custos de produção e impactar positivamente o resultado.

Tais apontamentos avançam em relação aos achados de Silva Junior (2020) e Laksmana, Tietz e Yang (2011), esclarecendo que o gerenciamento de resultados por produção também pode incentivar um aumento na divulgação de indicadores de desempenho, mais especificamente os indicadores dos contratos de remuneração.

Os resultados da hipótese H2 contribuem para a literatura sobre a divulgação dos indicadores de desempenho, da qual carece de estudos direcionados especificamente aos contratos de remuneração no contexto brasileiro. Mesmo compreendendo que diversificar o uso de indicadores de desempenho base da remuneração pode contribuir para mitigar o comportamento oportunista da gestão, evidencia-se que a divulgação não ocorre na mesma proporção da utilização dos indicadores (ITTNER; LARCKER, 2009).

Hassabelnaby, Mohammad e Said (2010), Ibrahim (2007), Ibrahim e Lloyd (2011), Perdomo Castellanos (2021) e Tahir, Ibrahim e Nurullah (2019) indicam que o uso conjunto de indicadores de desempenho financeiros e não financeiros diminui a propensão da gestão gerenciar resultados. Farmer, Alecandrou e Archbold (2011) corroboram com esses achados ao

afirmarem que a diversificação das medidas de desempenho base da remuneração dificulta a ação gerencial oportunista, diminuindo a motivação da gestão de manipular o resultado.

Bell (2021) infere que atrelar a remuneração a diferentes níveis de avaliação de desempenho direciona a ênfase dos gestores a diferentes aspectos e não apenas o lucro, dificultando o comportamento oportunista. Novamente, a forma de uso dos indicadores de desempenho da remuneração se torna uma oportunidade de pesquisa, pois estudos anteriores apontam que utilizar um aporte maior de indicadores de desempenho pode mitigar o gerenciamento de resultados, nesse caso, mesmo com um baixo nível de gerenciamento de resultados a divulgação de indicadores poderia ser aumentada.

Uma análise mais aprofundada a respeito da utilização dos indicadores de desempenho, as práticas de gerenciamento de resultado e a posterior divulgação dos indicadores pode trazer clareza ao fato de que apenas o gerenciamento de resultados por produção em empresas industriais está relacionado ao aumento dos níveis de divulgação de indicadores dos contratos de remuneração.

Esses resultados trazem apontamentos importantes para as questões levantadas por Ittner e Larcker (2009) ao indicar que, apesar de existir uma desconexão entre os indicadores de desempenho usados pelos gestores e os indicadores de desempenho divulgados aos acionistas (ITTNER; LARCKER, 2009), essa diferença não pode ser atribuída apenas ao comportamento disfuncional do gestor, uma vez que não houve relação entre as práticas de gerenciamento de resultados por despesas discricionárias e fluxo de caixa e o aumento da divulgação de indicadores.

Desse modo, a hipótese 2 permite concluir que a decisão de divulgar os indicadores de desempenho da remuneração de forma mais diversificada está diretamente relacionada apenas com o gerenciamento de resultados por produção. Deve-se considerar que a ofuscação de ações negativas não é necessariamente efetuada apenas por meio da divulgação de indicadores de desempenho da remuneração, podendo ser feita por meio da divulgação de outras informações sobre a remuneração ou ainda por meio da divulgação de indicadores de desempenho da empresa (SILVA et al., 2019; SILVA JUNIOR, 2020; SOUZA et al., 2020).

A Tabela 12 também apresenta os resultados relativos à hipótese H3 em que é analisada a relação entre a remuneração variável e a divulgação de indicadores de desempenho. Os resultados da regressão de dados da Amostra A indicam que há uma relação positiva entre a remuneração variável de longo prazo e a divulgação de indicadores de desempenho (significância a 5%) e uma relação positiva entre a remuneração variável total e a divulgação de indicadores de desempenho (significância a 1%).

Na Amostra B evidencia-se uma relação negativa entre a remuneração variável de curto prazo e a divulgação de indicadores de desempenho (significância a 1%) e uma relação positiva entre a remuneração variável total e a divulgação de indicadores de desempenho (significância a 1%). Esses resultados suportam apenas parcialmente a hipótese 3.

Entende-se que quanto maior for a parcela de remuneração variável paga aos membros da Diretoria Estatutária, maior tende a ser a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração. Uma política de remuneração composta majoritariamente por valores de remuneração variável, principalmente de longo prazo, pode levar os executivos a decidir por divulgar mais detalhadamente o sistema de avaliação de desempenho utilizada na definição de sua remuneração variável.

Esses resultados convergem com estudos anteriores (HEMMINGS; HODGKINSON; WILLIAMS, 2020; HOOGHIEMSTRA; KUANG; QIN, 2017) ao verificar que a divulgação de informações referentes aos contratos de remuneração está relacionada com os valores de remuneração recebidos pelos executivos. Conforme apontam Laksmana, Tietz e Yang (2011), os executivos são motivados a divulgar mais informações sobre a remuneração a fim de explicar valores altos recebidos, com a tentativa de ocultar algumas práticas e justificar os valores de remuneração com uma política de remuneração bem estruturada.

Os resultados da presente pesquisa trazem complemento à literatura sobre divulgação de informações dos contratos de remuneração. Benini, Diehl e Marquezan (2019) e Marquezan, Diehl e Alberton (2013), ao efetuarem análises sobre a divulgação de indicadores de desempenho evidenciaram que a área de gestão de recursos humanos divulgou indicadores em maior quantidade e diversidade.

Os resultados da presente pesquisa complementam tais achados ao evidenciar que a remuneração variável é um elemento relevante ao analisar a divulgação de indicadores de desempenho de recursos humanos, sendo que a decisão por aumentar a divulgação dos indicadores de desempenho está relacionada com o aumento nos valores pagos a título de remuneração variável e, detrimento da remuneração fixa.

Destaca-se também que a amostra analisada considerou a remuneração da diretoria estatutária, enquanto que a maioria dos estudos que corroboram com os resultados analisam a remuneração do CEO. Isso reforça que a divulgação de informações sobre a política de remuneração é feita em função dos valores pagos como remuneração variável (HADLEY, 2017).

Outro ponto a ser destacado é que a presente pesquisa analisou a divulgação especificamente dos indicadores de desempenho usados para embasar a remuneração (e não a

divulgação especificada dos valores e/ou pessoas remuneradas). Isso permite a importante inferência de que os indicadores de desempenho são elementos relevantes nos contratos de remuneração, não apenas por serem ferramentas eficazes em captar o esforço gerencial que realmente contribuiu para o desempenho da empresa, mas também por serem uma ferramenta estratégica tanto para o principal quanto para o agente.

Sob a perspectiva do principal, Ittner e Larcker (2009) apontam que uma questão relevante sobre a divulgação de indicadores de avaliação de desempenho diz respeito a capacidade dos acionistas em monitorar a ação gerencial, a qual pode ser impactada pelas dimensões de avaliação de desempenho divulgadas (GATES, 1999; ITTNER; LARCKER, 2009).

Na perspectiva do agente, a utilização de indicadores de desempenho para divulgação pode ser realizada a fim de buscar seus próprios interesses (HOOGHIEMSTRA; KUANG; QIN, 2017), principalmente ao divulgar informações estratégicas para demonstrar uma política de remuneração bem estruturada, evitando críticas e apresentando informações que permitem explicar os altos valores de remuneração, já que tais informações são relevantes para a tomada de decisão do principal (HADLEY, 2017; ITTNER; LARCKER, 2009; LAKSMANA; TIETZ; YANG, 2011).

Ao identificar a relação positiva da remuneração variável total e de longo prazo com a divulgação de indicadores de desempenho, entende-se que os diretores executivos aumentam o nível de divulgação e apresentam informações mais diversificadas acerca dos indicadores de desempenho que compõe os contratos de remuneração quando a seus valores recebidos a título de remuneração são compostos principalmente por uma parcela variável.

Esses apontamentos corroboram com a literatura e indicam que os gestores buscam explicar seus valores de remuneração por meio da divulgação de indicadores de desempenho, demonstrando assim uma política de remuneração bem estruturada. A justificativa de sua remuneração ocorre justamente quando o gesto demonstra um sistema de remuneração mais bem estruturado (composto por uma diversidade maior na divulgação de indicadores, como financeiros, não financeiros, individuais e organizacionais).

Esse comportamento pode ser explicado pelo fato de que, ao considerar a assimetria de informações, sabe-se que os gestores possuem informações privilegiadas, bem como sabem mais detalhadamente sobre os indicadores de desempenho usados na gestão (LOURENÇO; SAUERBONN, 2017).

Ao receber valores de remuneração variável mais altos, diversificam a divulgação de indicadores de desempenho da remuneração, a fim de entregar mais informações para a tomada

de decisão do principal e demonstrar um sistema de remuneração bem estruturado, evitando críticas à sua remuneração recebida (CERBIONI; PARBONETTI, 2007; ITNNER; LARCKER, 2009; LAKSMANA; TIETZ; YANG, 2011; HADLEY, 2017; MARQUEZAN et al., 2019).

Esses apontamentos revelam que os gestores se aproveitam de sua vantagem informacional e utilizam dos mecanismos de avaliação de desempenho internos para diversificar a divulgação externa dos indicadores de desempenho da remuneração, não apresentando, necessariamente a preocupação com a redução da assimetria informacional, mas sim com seus interesses próprios em manter a parcela de remuneração variável recebida. (ITTNER; LARCKER, 2009; LOURENÇO; SAUERBONN, 2017; SILVA JUNIOR, 2020).

Os resultados demonstram que, quanto maior for a remuneração variável de longo prazo maior tende a ser a divulgação dos indicadores de desempenho, no entanto, quanto maior for a remuneração variável de curto prazo, menor tende a ser a divulgação dos indicadores de desempenho.

Evidencia-se que ao divulgar os indicadores de desempenho usados na gestão interna da empresa, os executivos disponibilizam informações úteis para o monitoramento e tomada de decisão do principal, ocasião em que reduziria a assimetria informacional entre o principal e o agente. (GATES, 1999; HOOGHIEMSTRA; KUANG; QIN, 2017; ITTNER; LARCKER, 2009). Aguiar (2009) indica que um plano de remuneração voltado ao longo prazo deve incluir uma avaliação de desempenho também voltada ao longo prazo.

Apesar disso, a divulgação efetuada nos formulários de referência não especifica a forma com que cada indicadores é utilizado (voltado a curto prazo ou a longo prazo). Hofstede (1991) explica que os indivíduos possuem uma expectativa em receber uma recompensa pelos seus esforços, denominada como orientação temporal e podendo ser voltada ao curto prazo ou ao longo prazo.

Esses apontamentos mostram que o aumento na divulgação de indicadores de desempenho não é efetuado necessariamente para reduzir a assimetria informacional, uma vez que a informação da orientação temporal em que os indicadores de desempenho são utilizados não é disponibilizada, bem como quando a remuneração variável de curto prazo prevalece, a divulgação dos indicadores de desempenho é reduzida.

Sendo assim, a divulgação dos indicadores, da forma com que são evidenciados nos formulários de referência das empresas da amostra desta pesquisa, não apresenta de fato informações incrementares para a tomada de decisão do principal, por conta disso, aumenta-se a divulgação quando há uma parcela maior de remuneração variável de longo prazo, a fim de

mostrar uma avaliação de desempenho bem estruturada e manter a política de remuneração por um período maior.

Entretanto, diminui-se a divulgação dos indicadores de desempenho da remuneração quando o pagamento de remuneração variável é maior, a fim de dificultar o monitoramento da política de remuneração no curto prazo. Essas evidências demonstram que a decisão de aumentar a divulgação dos indicadores de desempenho da remuneração é efetuada com o intuito de justificar os valores de remuneração variável.

Esses apontamentos esclarecem os achados da presente pesquisa indicando os diretores executivos de empresas industriais possuem um terceiro motivo para diversificar a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração. Os dois primeiros motivos corroboram com os achados da hipótese anterior e com os estudos de Laksmana, Tietz e Yang (2011), Hadley (2017) e Silva Junior (2020), de que o aumento na divulgação de indicadores possui o objetivo de justificar os valores de remuneração variável e ocultar práticas de gerenciamento de resultados por produção em empresas industriais.

O terceiro motivo para a decisão de aumentar a divulgação de indicadores de desempenho, no caso das empresas industriais, pode estar relacionado à orientação temporal dos gestores, os quais evitam a divulgação de indicadores de desempenho quando sua remuneração possui uma parcela de remuneração variável de longo prazo alta. Pesquisas futuras podem explorar essas relações, trazendo esclarecimento em relação a orientação temporal dos gestores, o recebimento de remuneração variável e a divulgação dos indicadores de desempenho dos contratos de remuneração.

4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A partir da apresentação dos achados da presente pesquisa, a Tabela 13 apresenta uma síntese dos resultados, mostrando de forma agrupada as hipóteses que foram suportadas e rejeitadas. Apresenta-se uma discussão das implicações dos resultados da pesquisa.

De forma geral, é possível verificar que, quando se trata da remuneração da diretoria estatutária, não há relação entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais praticado por meio de despesas discricionárias, manipulação de vendas e por produção.

Tabela 13 – Síntese dos resultados

Hipóteses		Teste	Resultado
H1	H1a	RVCP, RVLP e RVT possui relação positiva com GRDSP	Rejeitada
	H1b	RVCP, RVLP e RVT possui relação positiva com GRFC	Rejeitada
	H1c*	RVCP, RVLP e RVT possui relação positiva com GRPD	Rejeitada
H2	H2a	GRDSP possui relação positiva com DIV	Rejeitada
	H2b	GRFC possui relação positiva com DIV	Rejeitada
	H2c*	GRPD possui relação positiva com DIV	Aceita
H3	H3**	RVCP possui relação positiva com DIV	Rejeitada
	H3**	RVLP possui relação positiva com DIV	Aceita
	H3**	RVT possui relação positiva com DIV	Aceita

Nota: GRDSP = Gerenciamento de resultados por despesas de vendas, gerais e administrativas; GRFC = Gerenciamento de resultados por fluxo de caixa; GRPD = Gerenciamento de resultado por produção; RVCP = Remuneração variável de curto prazo; RVLP = Remuneração variável de longo prazo; RVT = Remuneração variável total; DIV = Divulgação de indicadores; * Teste efetuado com a Amostra B; ** Teste efetuado com a Amostra A e Amostra B.

Fonte: Dados da pesquisa.

Foi possível identificar ainda que a divulgação de indicadores de desempenho mais diversificada ocorre quando há um aumento nos níveis de gerenciamento de resultados por produções, bem como quando a remuneração variável de longo prazo e total é maior.

Esses apontamentos permitem inferir que o pagamento de remuneração variável para a Diretoria Estatutária, na amostra analisada, não consistiu em um incentivo para o comportamento oportunista dos executivos, uma vez que o aumento nos valores pagos a título de remuneração variável não implicou em maiores nível de gerenciamento de resultados.

Evidencia-se também que a divulgação de indicadores é utilizada quando a gestão passa a receber maiores valores de remuneração variável, identificando a preocupação da gestão em justificar a política de remuneração composta majoritariamente por uma parcela de remuneração baseada no desempenho (variável), principalmente quando há um aumento da remuneração variável de longo prazo.

Evidencia-se ainda que apenas as práticas de gerenciamento de resultados por produção estão diretamente relacionadas com o aumento nos níveis de divulgação de indicadores, demonstrando que quando os executivos se empenham em manipular as vendas ou gerenciar as despesas discricionárias, não há uma preocupação em aumentar a divulgação de indicadores base para a remuneração, diferentemente de quando há a manipulação dos níveis de produção, onde a divulgação dos indicadores de desempenho da remuneração aumentam.

Nesse contexto, verifica-se que os gestores apresentam a divulgação de um sistema de avaliação de desempenho composto por um número maior de indicadores financeiros, não

financeiros, individuais e organizacionais utilizados em conjunto para determinar a remuneração quando o gerenciamento de resultados por meio do aumento nos níveis de produção é praticado.

De maneira geral, é possível inferir que a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração é uma ferramenta usada pela gestão para ocultar suas práticas de gerenciamento de resultados por produção, buscando apresentar uma política de remuneração com um sistema de avaliação de desempenho bem estruturado, e assim justificar uma política de remuneração estruturada majoritariamente pela remuneração variável, baseada no desempenho.

Algumas implicações podem ser destacadas a partir dos resultados da presente pesquisa. Ao não identificar uma relação entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais, implica que o comportamento oportunista dos executivos de gerenciar resultados a fim de aumentar o desempenho base da sua remuneração não está diretamente relacionado como o pagamento de remuneração variável.

Essas evidências empíricas reforçam os apontamentos teóricos existente de que a remuneração baseada no desempenho é uma ferramenta capaz de alinhar os interesses entre o principal e o agente. Na prática, os executivos podem não visualizar uma impactos vantajosos em sua remuneração quando praticam o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e considerar outros fatores que o levam a decidir por não adotar tais práticas de manipulação dos resultados motivados apenas pelo aumento de sua remuneração.

Em relação a divulgação de indicadores de desempenho, os resultados trazem implicações teóricas e práticas relevantes. Ao evidenciar que a divulgação de indicadores aumenta apenas quando há o gerenciamento de resultados por produção (e não quando há manipulação nas vendas e nas despesas discricionárias), entende-se que a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração não é praticada com a mesma finalidade que os demais indicadores de desempenho utilizados em âmbito organizacional.

Enquanto os indicadores de desempenho da organização podem ser utilizados para ocultar práticas oportunistas como o gerenciamento de resultados e resultados negativos (decorrentes de atitudes negativas), os indicadores de desempenho da remuneração nem sempre são utilizados com essa finalidade, uma vez que existem mais fatores (como o uso dos indicadores de desempenho, política de remuneração, governança corporativa, relação principal-agente), que interferem na decisão de divulgar ou não tais indicadores.

A relação encontrada entre a remuneração variável e a divulgação de indicadores implica que os executivos buscam demonstrar um sistema de avaliação mais robusto quando

sua política de remuneração é composta por maiores valores de remuneração variável. Esse comportamento tende a ocorrer quando há altos valores de remuneração variável total ou de longo prazo, mas não quando há altos valores de remuneração variável de curto prazo.

Alinhado a isso, por mais diversificada que tenha sido a divulgação dos indicadores de desempenho da remuneração, nos formulários de referência não há uma evidenciação quanto a utilização temporal dos indicadores (se usados para uma avaliação de curto ou longo prazo ou com quais elementos da remuneração cada indicadores está atrelado, como elementos da remuneração variável de curto ou de longo prazo).

Esses apontamentos implicam que o aumento da divulgação de indicadores não é efetuado com o intuito de redução da assimetria informacional, pois quando há um aumento na remuneração variável de curto prazo a divulgação de indicadores tende a diminuir, evidenciando um comportamento que dificulta o monitoramento do principal.

Já quando há um aumento na remuneração variável de longo prazo a divulgação tende a aumentar, entretanto, sem o detalhamento de que os indicadores de desempenho são utilizados também com a finalidade de longo prazo, podendo assim dificultar o monitoramento do principal.

Verifica-se que o aumento da divulgação dos indicadores de desempenho é efetuado com o intuito de justificar uma política de remuneração com maiores valores de remuneração variável. Esses apontamentos revelam um comportamento do agente voltado a seus próprios interesses e podem ser úteis para que acionistas e até mesmo órgãos reguladores atentem para as regras de divulgação das informações de remuneração das empresas brasileiras.

A prática de divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração gera custos adicionais para as organizações, logo é adequado que sejam feitas não apenas considerando a quantidade de informações divulgadas, mas também na qualidade a fim de que sejam efetivas em transmitir informações relevantes acerca da avaliação de desempenho dos executivos efetuada em âmbito interno, possibilitando um melhor alinhamento de interesses entre o principal e o agente.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Nesta seção serão apresentadas as principais conclusões decorrentes das análises realizadas, bem como sugestões de pesquisas futuras que podem contribuir para esclarecer as relações existentes entre as variáveis analisadas.

5.1 CONCLUSÕES

A presente pesquisa teve como objetivo analisar a relação existente entre a remuneração variável, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração. A amostra principal da pesquisa consiste em 115 empresas brasileiras de capital aberto na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

Os dados foram analisados por meio de estatística descritiva e as relações estimadas neste estudo foram testadas por meio do teste de causalidade de Granger e regressão de dados em painel. Na análise foram considerados os valores recebidos pela diretoria estatutária das empresas da amostra a título de remuneração variável de curto prazo, remuneração variável de longo prazo e remuneração variável total.

O gerenciamento de resultados por decisões operacionais foi analisado considerando três métodos de gerenciamento, de despesas discricionárias (de vendas, gerais e administrativas), por fluxo de caixa e por produção. O nível de divulgação de indicadores de desempenho foi mensurado considerando a diversificação dos de indicadores divulgados.

Evidencia-se uma baixa representatividade da remuneração variável paga à diretoria estatutária e que as práticas de gerenciamento de resultados são realizadas predominantemente com a finalidade de aumentar os lucros. Os resultados indicam que a remuneração variável não está diretamente relacionada com as práticas de gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais.

Evidencia-se também que o gerenciamento de resultados por decisões operacionais está diretamente relacionado com o nível de divulgação de indicadores de desempenho apenas quando praticado por meio da manipulação dos níveis de produção. A remuneração variável quando analisada em sua totalidade apresentou relação positiva com o nível de divulgação de indicadores de desempenho, no entanto, enquanto a remuneração variável de longo prazo aumenta a divulgação de indicadores de desempenho, a remuneração variável de curto prazo, quando aumentada, diminui o nível de divulgação de indicadores de desempenho.

Esses achados revelam que o aumento da parcela de remuneração variável não é um motivador para que os executivos adotem práticas de gerenciamento de resultado por decisões operacionais. Em relação a divulgação de indicadores de desempenho, os executivos podem buscar ocultar suas práticas de manipulação dos níveis de produção, bem como, justificar uma política de remuneração com uma parcela de remuneração variável maior por meio da divulgação de indicadores.

Conclui-se que o gerenciamento de resultados por decisões operacionais não é praticado apenas com a finalidade de aumento do desempenho base da remuneração variável, existindo outros fatores que levam os executivos a adotar tais práticas oportunistas. Por fim, a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração possui motivações diferentes da divulgação dos demais indicadores organizacionais e é utilizada estrategicamente pelo agente como forma de ocultar práticas de manipulações de produção e justificar sua política de remuneração.

Esse entendimento acerca das motivações para a divulgação de indicadores de desempenho dos contratos de remuneração contribui para compreender a eficácia do sistema de remuneração em alinhar interesses entre o principal e o agente.

5.2 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

A partir da pesquisa desenvolvida, foram identificadas algumas oportunidades de pesquisas que podem ser exploradas em estudos futuros. Alguns estudos comparativos podem ser desenvolvidos, como por exemplo, análise das mesmas relações propostas nesta pesquisa, porém considerando a remuneração do CEO.

Da mesma forma, a divulgação de indicadores de desempenho pode ser analisada considerando aspectos qualitativos existentes na divulgação (como a utilização a curto ou longo prazo, individual ou organizacional, objetiva ou subjetivamente) ou ainda sob a perspectiva da complexidade linguística, podendo apresentar evidências adicionais sobre a divulgação de indicadores no contexto da remuneração dos executivos.

Estudos futuros com tal abordagem podem contribuir ao identificar os elementos positivos e os déficits existentes nas práticas de divulgação dos indicadores de desempenho usados nos contratos de remuneração e assim trazer implicações importantes para as boas práticas de evidenciação das informações das políticas de remuneração e *insgths* relevantes para órgãos reguladores, contribuindo assim para um aperfeiçoamento das ações organizacionais que buscam o alinhamento de interesses entre o principal e o agente.

Em relação ao gerenciamento de resultados, a análise de tais práticas em uma amostra de empresas onde a remuneração seja composta majoritariamente por remuneração variável também se configura uma oportunidade de pesquisa. Tal análise pode trazer evidências complementares sobre o comportamento do agente em um contexto onde sua remuneração está mais diretamente relacionada ao desempenho.

O gerenciamento de resultados por decisões operacionais também pode ser analisado dentro do contexto da Teoria da Agência a fim de identificar em que condições tais práticas são adotadas pelos executivos a fim de buscar um aumento na sua remuneração, considerando outros fatores que podem interferir nessa relação como características dos executivos, uso de indicadores de desempenho, aspectos da governança corporativa, gerenciamento de resultados por *accruals* e estrutura da política de remuneração.

No que tange a remuneração dos executivos, há dois grandes pontos que podem ser explorados em estudos futuros. O primeiro se refere a estrutura do sistema de remuneração, onde podem ser investigados o uso de diferentes indicadores de desempenho (ao invés da divulgação) para determinação da remuneração, e a partir disso analisar as relações existentes com o gerenciamento de resultados e a posterior divulgação dos indicadores.

Uma análise nesse sentido poderia esclarecer tanto os efeitos do uso de diferentes medidas de desempenho da remuneração na decisão dos gestores em gerenciar resultados ou não, bem como a relação existente entre o uso dos indicadores na avaliação de desempenho interna e a divulgação externa.

O segundo ponto se refere a uma análise voltada para a sensibilidade da remuneração, onde pode ser investigado se a parcela do desempenho não explicada pela remuneração pode ser explicada pelo gerenciamento de resultados ou pela divulgação de indicadores de desempenho. Tais pesquisas poderão contribuir para a literatura sobre remuneração de executivos e Teoria da Agência.

Sugere-se ainda que estudos futuros podem explorar as relações analisadas por meio de outros métodos de análise, buscando identificar aspectos complementares que podem auxiliar no entendimento do sistema de remuneração utilizado para o alinhamento de interesses entre principal e agente.

REFERÊNCIAS

- ADUDA, Josiah. The relationship between executive compensation and firm performance in the Kenyan banking sector. **Journal of Accounting and Taxation**, v. 3, n. 6, p. 130-139, 2011.
- AGUIAR, Andson Braga de. **Sistemas de remuneração gerencial e orientação temporal dos gestores**. 2009. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2009.
- AGUIAR, Andson Braga de; et al. Associação entre sistema de incentivos gerenciais e práticas de contabilidade gerencial. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 40-54, 2012.
- AGUIAR, Andson Braga de; PIMENTEL, Renê Coppe. Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, n. 4, p. 545-568, 2017.
- AGUIAR, Andson Braga de; FREZATTI, Fábio. Escolha da estrutura apropriada de um sistema de controle gerencial: uma proposta de análise. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 1, n. 3, p. 21-44, 2007.
- AHMADI, Ali; NAKAA, Nejia; BOURI, Abdelfettah. Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. **Research in International Business and Finance**, v. 44, p. 218-226, 2018.
- AKTAS, Nihat et al. CEO duality, agency costs, and internal capital allocation efficiency. **British Journal of Management**, v. 30, n. 2, p. 473-493, 2019.
- ALMEIDA, José Elias Feres de; ALMEIDA, Juan Carlos Goes de. Auditoria e earnings management: estudo empírico nas empresas abertas auditadas pelas big four e demais firmas de auditoria. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 62-74, 2009.
- ALMEIDA-SANTOS, Paulo Sérgio et al. Gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais e a governança § a corporativa: análise das indústrias siderúrgicas e metalúrgicas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5, n. 13, p. 55-74, 2011.
- ALVES, Diego Saldo; AYUB, Marcelo Paveck. O impacto da remuneração dos executivos no fluxo de caixa operacional das empresas listadas na B3. **Revista Gestão e Desenvolvimento**, v. 16, n. 1, p. 3-26, 2019.
- AMBLER, Tim. Marketing and the bottom line: assessing marketing performance. In: **Performance management**. Palgrave Macmillan, London, 2008. p. 137-148.
- ANDERSON, Mark C.; BANKER, Rajiv D.; JANAKIRAMAN, Surya N. Are selling, general, and administrative costs “sticky”? **Journal of Accounting Research**, v. 41, n. 1, p. 47-63, 2003.
- ANTHONY, Robert N.; GOVINDARAJAN, Vijay. **Sistemas de controle gerencial**. AMGH Editora, 2008.

ANTONOVZ, Tatiane; PANUCCI-FILHO, Laurindo; ESPEJO, Márcia Maria dos Santosy Bortolucci. Nível de aderência dos artefatos de contabilidade gerencial sob a perspectiva do ciclo de vida organizacional: um estudo de caso. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 29, n. 2, p. 40-52, 2010.

ARAUJO, Juliano Augusto Orsi et al. Remuneração Executiva e Desempenho: Um Olhar Para o Fluxo de Caixa Operacional. **Revista de Empreendedorismo, Negócios e Inovação**, v. 5, n. 2, p. 4-25, 2020.

BAIMAN, Stanley. Agency research in managerial accounting: A second look. **Accounting, Organizations and Society**, v. 15, n. 4, p. 341-371, 1990.

BAKER, George P.; JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. Compensation and incentives: Practice vs. theory. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 3, p. 593-616, 1988.

BARKER III, Vincent L.; MUELLER, George C. CEO characteristics and firm R&D spending. **Management Science**, v. 48, n. 6, p. 782-801, 2002.

BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. **Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation**. Harvard University Press, 2004.

BELL, Connie Y. **Successful Compensation System Strategies to Foster Ethical Behavior: Qualitative Exploratory Case Study**. 2021. Tese (Doctor of Business Administration) - University of Phoenix, Arizona, 2021.

BENIN, Maicon Manoel; DIEHL, Carlos Alberto; FIGUEIRA-MARQUEZAN, Luiz Henrique. Determinantes da evidenciação de indicadores não financeiros de desempenho por clubes brasileiros de futebol. **Estudios Gerenciales**, v. 35, n. 150, p. 16-26, 2019.

BENINI, Dionara R. et al. Governança corporativa e remuneração dos executivos: Um estudo das empresas que compõem o Índice Brasil 100 da BM&FBOVESPA. **Revista Espacios**, v. 38, n. 34, p. 27-32, 2017.

BERGSTRESSER, Daniel; PHILIPPON, Thomas. CEO incentives and earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 3, p. 511-529, 2006.

BEUREN, Ilse Maria Ilse. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2013.

BEUREN, Ilse Maria; SILVA, Marcia Zanievicz da; MAZZIONI, Sady. Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 13, n. 2, p. 8-25, 2014.

BEUREN, Ilse Maria; SILVA, Júlio Orestes da. Evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 34, n. 3, p. 95-124, 2015.

BEUREN, Ilse Maria; KAVESKI, Itzhak David Simão; RIGO, Vitor Paulo. Associação das medidas de desempenho para pagamento de bônus aos executivos com dependência de capital humano. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 22, p. 3-24, 2014.

BEUREN, Ilse Maria; PAMPLONA, Edgar; LEITE, Maurício. Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 24, n. 6, p. 514-531, 2020.

BLOOMFIELD, Robert J. The 'incomplete revelation hypothesis' and financial reporting. **Cornell University Working Paper**, v. 1, n1, p. 1-14, 2002.

BRADLEY, Samuel. The relationship between CEO compensation and company performance in a South African context. **Journal of Economic and Financial Sciences**, v. 6, n. 3, p. 539-564, 2013.

BOUWENS, Jan; LENT, Laurence van. Performance measure properties and the effect of incentive contracts. **Journal of Management Accounting Research**, v. 18, n. 1, p. 55-75, 2006.

BRINK, Alisa G.; et al. Effects of superiors' compensation structures on psychophysiological responses and real earnings management decisions of subordinate managers. **Management Accounting Research**, v. 48, p. 100691, 2020.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 237-333, 2001.

BYRD, John; PARRINO, Robert; PRITSCH, Gunnar. Stockholder–manager conflicts and firm value. **Financial Analysts Journal**, v. 54, n. 3, p. 14-30, 1998.

CALLEGARI-JAQUES, S. M. **Bioestatística: princípios básicos e aplicações**. Porto Alegre: Artmed, 2003.

CARDOSO, Ricardo Lopes. **Regulação econômica e escolhas de práticas contábeis: evidências no mercado de saúde suplementar brasileiro**. 2005. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2005.

CARDOSO, Ricardo Lopes; DE SOUZA, Flavio Sergio Rezende Nunes; DANTAS, Manuela Moura. Impactos da adoção do IFRS na acumulação discricionária e na pesquisa em gerenciamento de resultados no Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 11, n. 2, p. 65-84, 2015.

CERBIONI, Fabrizio; PARBONETTI, Antonio. Exploring the effects of corporate governance on intellectual capital disclosure: an analysis of European biotechnology companies. **European Accounting Review**, v. 16, n. 4, p. 791-826, 2007.

CHO, MyoJung; IBRAHIM, Salma; YAN, Yan. The use of nonfinancial performance measures in CEO bonus compensation. **Corporate Governance: An International Review**, v. 27, n. 4, p. 301-316, 2019.

CHOU, Pei-I.; LEE, Chia-Hao. The asymmetric relation between earnings management behaviors: evidence from executive compensation incentives. **Journal of Economics and Finance**, v. 42, n. 4, p. 765-778, 2018.

COHEN, Daniel A.; ZAROWIN, Paul. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 1, p. 2-19, 2010.

COLAUTO, Romualdo Douglas; BEUREN, Ilse Maria. Coleta, análise e interpretação dos dados. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**, v. 3, p. 117-144, 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, CVM Comissão. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa**, n. 153, 2013. Acesso em: 25 de jan. 2022.

CONSONI, Silvia; COLAUTO, Romualdo Douglas; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 249-263, 2017.

COURTIS, John K. Annual report readability variability: tests of the obfuscation hypothesis. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 11, n. 4, p. 459-472, 1998.

CUPERTINO, César Medeiros et al. **Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado brasileiro de capitais**. 2013. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, 2013.

CUPERTINO, César Medeiros; MARTINEZ, Antonio Lopo; COSTA, Newton Carneiro Affonso da. Consequências para a rentabilidade futura com o gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais reais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 71, p. 232-242, 2016.

DAL MAGRO, Cristian Baú; LAVARDA, Carlos Eduardo Facin; KLANN, Roberto Carlos. Abordagens de estudos sobre gerenciamento de resultados: novas perspectivas a partir da análise bibliométrica. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 20, n. 1, p. 34-49, 2019.

DAL MAGRO, Cristian Baú; DANI, Andreia Carpes; KLANN, Roberto Carlos. Remuneração variável no tempo de mandato é a causa do oportunismo dos CEOs? Evidências do gerenciamento de resultados no Brasil. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 38, n. 3, p. 77-92, 2019.

DANG, Hung Ngoc; NGUYEN, Thi Thu Cuc; TRAN, Dung Manh. The impact of earnings quality on firm value: The case of Vietnam. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, v. 7, n. 3, p. 63-72, 2020.

DAINELLI, Francesco; BINI, Laura; GIUNTA, Francesco. Signaling strategies in annual reports: Evidence from the disclosure of performance indicators. **Advances in Accounting**, v. 29, n. 2, p. 267-277, 2013.

DAVILA, Antonio; VENKATACHALAM, Mohan. The relevance of non-financial performance measures for CEO compensation: Evidence from the airline industry. **Review of Accounting Studies**, v. 9, n. 4, p. 443-464, 2004.

DE SOUZA, João Antônio Salvador et al. The linguistic complexities of narrative accounting disclosure on financial statements: An analysis based on readability characteristics. **Research in International Business and Finance**, v. 48, n. 15 p. 59-74, 2019.

DECHOW, Patricia M.; HUSON, Mark R.; SLOAN, Richard G. The effect of restructuring charges on executives' cash compensation. **Accounting Review**, n. 1, p. 138-156, 1994.

DECHOW, Patricia M. et al. Detecting earnings management: A new approach. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 2, p. 275-334, 2012.

DEMO, Pedro. **Metodologia do conhecimento científico**. São Paulo: Atlas, 2000.

DOS REIS, Elizio Marcos. **Um estudo empírico do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais nas empresas abertas brasileiras**. 2014. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Minas Gerais, MG, 2014.

EDMANS, Alex; GABAIX, Xavier; JENTER, Dirk. Executive compensation: A survey of theory and evidence. **The Handbook of the Economics of Corporate Governance**, v. 1, p. 383-539, 2017.

EISENHARDT, Kathleen M. Making fast strategic decisions in high-velocity environments. **Academy of Management Journal**, v. 32, n. 3, p. 543-576, 1989.
EKANAYAKE, Samson. Agency theory, national culture and management control systems. **Journal of American academy of business**, v. 4, n. 1/2, p. 49-54, 2004.

ERMEL, Marcelo; DO MONTE, Paulo Aguiar. Controle Acionário, Remuneração de Executivos e Desempenho Empresarial: Evidências para o Mercado Brasileiro. **Brazilian Review of Finance**, v. 16, n. 3, p. 455-491, 2018.

FARID, Mamdough; CONTE, Vincent; LAZARUS, Harold. Toward a general model for executive compensation. **Journal of Management Development**, v. 3, n. 1, p. 61-74, 2011.

FAMA, Eugene F. Banking in the Theory of Finance. **Journal of Monetary Economics**, v. 6, n. 1, p. 39-57, 1980.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FARMER, Mark A.; ALEXANDROU, George; ARCHBOLD, Stuart. New evidence of relative performance evaluation (RPE) in UK chief executive realised incentive compensation. 2011, UK. In: Annual Faculty of Business and Law Conference: Emerging Issues in Business and Law. UK: Faculty of Business and Law: Kingston University, 2011.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.

- FERNANDES, Francisco Carlos; MAZZIONI, Sady. A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 2, p. 41-64, 2015.
- FERREIRA, Aldónio; OTLEY, David. The design and use of performance management systems: An extended framework for analysis. **Management Accounting Research**, v. 20, n. 4, p. 263-282, 2009.
- FERREIRA, Lucas Oliveira Gomes. Padrões e características da remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto. 2012. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade de Brasília, Brasília, 2012.
- FORMIGONI, Henrique et al. Estudo sobre os incentivos tributários para o gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras. **BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 9, n. 1, p. 41-52, 2012.
- FRANCO-SANTOS, Monica; LUCIANETTI, Lorenzo; BOURNE, Mike. Contemporary performance measurement systems: A review of their consequences and a framework for research. **Management Accounting Research**, v. 23, n. 2, p. 79-119, 2012.
- FUJI, Alessandra Hirano. **Gerenciamento de resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras atuantes no Brasil**. 2004. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- GALDI, Fernando Caio; LOPES, Alexsandro Broedel. Relação de longo prazo e causalidade entre o lucro contábil e o preço das ações: evidências do mercado latino-americano. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 43, n. 2, p. 186-201, 2008.
- GAN, Huiqi; PARK, Myung Seok; SIMERLY, Melloney. Board Characteristics and Firms' Choice of Using Non-Financial Performance Measures: An Empirical Analysis. *Management Accounting Section*, v. 1, n. 1, p 1-55, 2016.
- GAN, Huiqi; PARK, Myung S.; SUH, SangHyun. Non-financial performance measures, CEO compensation, and firms' future value. **Journal of Business Research**, v. 110, n. 1, p. 213-227, 2020.
- GAN, Huiqi; SIMERLY, Melloney C. The Use of Non-financial Performance Measures: Does the Strength of Corporate Governance Matter?. **American Journal of Management**, v. 19, n. 5, p. 10-30, 2019.
- GATES, Bill. Business@ the speed of thought. **Business Strategy Review**, v. 10, n. 2, p. 11-18, 1999.
- GIBBS, Michael et al. Determinants and effects of subjectivity in incentives. **The Accounting Review**, v. 79, n. 2, p. 409-436, 2004.
- GIL, Antonio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. In: **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 2002. p. 22-23.

GOLDSTEIN, Itay; YANG, Liyan. Good disclosure, bad disclosure. **Journal of Financial Economics**, v. 131, n. 1, p. 118-138, 2019.

GOMES, Débora Gomes; BEUREN, Ilse Maria; SOUZA, Marcos Antônio de. Gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 25, n. 1, p. 51-67, 2020.

GONCHAROV, Igor. **Earnings management and its determinants: Closing gaps in empirical accounting research**. Peter Lang Pub Incorporated, 2005.

GOULART, André MC. **Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2007.

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, n. 1-3, p. 3-73, 2005.

GRIFFIN, Ricky W.; MOORHEAD, Gregory. **Fundamentos do comportamento organizacional**. São Paulo: Ática, 2006.

GROEN, Bianca AC; WOUTERS, Marc JF; WILDEROM, Celeste PM. Employee participation, performance metrics, and job performance: A survey study based on self-determination theory. **Management Accounting Research**, v. 36, n. 1 p. 51-66, 2017.

GUJARATI, Damodar. **Econometria Básica**. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

HADLEY, Brandy. Determinants of disclosures of alternative pay measures and their role in Say on Pay approval. **Managerial Finance**, V. 43, n. 2, p. 263-280, 2017.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. Some results on incentive contracts with applications to education and employment, health insurance, and law enforcement. **The American Economic Review**, v. 68, n. 1, p. 20-30, 1978.

HASSABELNABY, Hassan R.; MOHAMMAD, Emad; SAID, Amal A. Nonfinancial performance measures and earnings management. In: **Advances in Management Accounting**. Emerald Group Publishing Limited, 2010.

HEALY, Paul M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 1-3, p. 85-107, 1985.

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

HEMMINGS, Danial; HODGKINSON, Lynn; WILLIAMS, Gwion. It's OK to pay well, if you write well: The effects of remuneration disclosure readability. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 47, n. 5-6, p. 547-586, 2020.

HESSEN, Robert. The modern corporation and private property: a reappraisal. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 273-289, 1983.

HOFF, Jhonatan; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. O Gerenciamento de Resultados e a Remuneração Variável dos Executivos das Companhias Brasileiras Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 10, n. 2, p. 64-81, 2016.

HOFSTEDE, Geert. **Empirical models of cultural differences**. 1991.

HOLMSTRÖM, Bengt. Moral hazard and observability. **The Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 74-91, 1979.

HOLTHAUSEN, Robert W.; LARCKER, David F.; SLOAN, Richard G. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 19, n. 1, p. 29-74, 1995.

HOOGHMISTRA, Reggy; KUANG, Yu Flora; QIN, Bo. Does obfuscating excessive CEO pay work? The influence of remuneration report readability on say-on-pay votes. **Accounting and Business Research**, v. 47, n. 6, p. 695-729, 2017.

HYUN, Jeong-Hoon et al. Incentive System Design When Earnings Congruence is Low. **Management Accounting Selection**, v. 1, n. 1, p. 1-47, 2017.

IBRAHIM, Salma. The Role of Non-Financial Performance Measures in Compensation Contracts in the Curtailment of Earnings Management. In: **AAA 2008 MAS Meeting Paper**. 2007.

IBRAHIM, Salma; LLOYD, Cynthia. The association between non-financial performance measures in executive compensation contracts and earnings management. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 30, n. 3, p. 256-274, 2011.

ITTNER, Christopher D.; LARCKER, David F.; RAJAN, Madhav V. The choice of performance measures in annual bonus contracts. **Accounting Review**, v. 72, n. 2, p. 231-255, 1997.

ITTNER, Christopher; LARCKER, David; TAYLOR, Daniel. Commentary—The stock market's pricing of customer satisfaction. **Marketing Science**, v. 28, n. 5, p. 826-835, 2009.

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

JANISZEWSKI, Vanessa Janiszewski et al. Relação da Teoria da Sinalização com o Desempenho das Empresas a partir dos seus Indicadores de Performance de Divulgação Voluntária. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 9, n. 2, p. 93-108, 2017.

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

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 87-125, 2008.

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

KLANN, Roberto Carlos et al. The impact of the international accounting convergence on income smoothing in brazilian companies. **Brazilian Business Review**, v. 12, n. 2, p. 1-24, 2015.

KATO, Takao; KUBO, Katsuyuki. CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay. **Journal of the Japanese and International Economies**, v. 20, n. 1, p. 1-19, 2006.

KAUR, Rupinder; SINGH, Balwinder. Do CEO characteristics explain firm performance in India? **Journal of Strategy and Management**, v. 12, n. 3, p. 409-426, 2019.

KENDAL, M. G.; STUART, A. The Advanced Theory of Statistics, Vol. II, Chapter. 1961.

KRAUTER, Elizabeth. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras**. 2009. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2009.

KIM, Taejin; KYUNG, Hangsoo; NG, Jeff. Top Management Team Incentive Dispersion and Earnings Quality. **Contemporary Accounting Research**, v. 39, n. 3, p. 1949-1985, 2022.

KRAUTER, Elizabeth; DA SOUSA, Almir Ferreira. Executive compensation and corporate financial performance: Empirical evidences on Brazilian industrial companies. **Journal of Modern Accounting and Auditing**, v. 9, n. 5, p. 650-727, 2013.

KRAUTER, Elizabeth. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 7, n. 3, p. 259-273, 2013.

LAKSMANA, Indrarini. Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices. **Contemporary Accounting Research**, v. 25, n. 4, p. 1147-1182, 2008.

LAKSMANA, Indrarini; TIETZ, Wendy; YANG, Ya-Wen. Compensation discussion and analysis (CD&A): Readability and management obfuscation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 31, n. 2, p. 185-203, 2011.

LAMBERT, Richard A. Agency theory and management accounting. **Handbooks of Management Accounting Research**, v. 1, n. 1, p. 247-268, 2006.

LAMBERT, Richard A.; LARCKER, David F. An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. **Journal of Accounting Research**, v. 25, n. 41, p. 85-125, 1987.

LEITE, Maurício; HEIN, Nelson. Relação Entre Remuneração Dos Executivo E O Desempenho Econômico E Financeiro Em Empresas Brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 9, n. 1, p. 17-36, 2019.

LEONE, FÁTIMA PENHA. **O Gerenciamento de Resultados e sua Relação com o Endividamento de Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. 2016. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Metodista de São Paulo, São Paulo, SP, 2016.

LEUZ, Christian. IAS versus US GAAP: information asymmetry–based evidence from Germany's new market. **Journal of Accounting Research**, v. 41, n. 3, p. 445-472, 2003.

LIANG, Yimeng; MORONEY, Robyn; RANKIN, Michaela. Say-on-pay judgements: the two-strikes rule and the pay-performance link. **Accounting & Finance**, v. 60, n. 1, p. 943-970, 2020.

LIU, Fei; DU, Jianhua; BIAN, Chao. Don't Touch My Cheese: Short Selling Pressure, Executive Compensation Justification, and Real Activity Earnings Management. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 55, n. 9, p. 1969-1990, 2019.

LOPES, Iago França et al. Relação entre a remuneração dos executivos e a estrutura de endividamento de empresas listadas na B3-Brasil, Bolsa, Balcão. **Gestão & Regionalidade**, v. 35, n. 106, p. 177-196, 2019.

LOURENÇO, Rosenery Loureiro; SAUERBRONN, Fernanda Filgueiras. Uso da Teoria da Agência em Pesquisas de Contabilidade Gerencial: premissas, limitações e formulações alternativas aos seus pressupostos. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 10, n. 2, p. 158-176, 2017.

LOUZANO, João Paulo de Oliveira et al. Causalidade de Granger do índice de desenvolvimento socioeconômico na gestão fiscal dos municípios brasileiros. **Revista de Administração Pública**, v. 53, n. 3, p. 610-627, 2019.

MACHADO, Débora Gomes. **Influência da política de remuneração dos executivos no nível de gerenciamento de resultados em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas**. 2012. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis e Administração), Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, SC, 2012.

MACHADO, Débora Gomes; BEUREN, Ilse Maria. Gerenciamento de resultados: análise das publicações em periódicos brasileiros de contabilidade. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 33, n. 1, p. 19-36, 2014.

MACHADO, Débora Gomes; SOUZA, Marcos Antonio de; MENEZES, Gabrielito Rauter, Gerenciamento de Resultados por Meio de Atividades Operacionais: um estudo com empresas de países integrantes do Mercado Comum do Sul (MERCOSUL). In: Anais... Congresso Brasileiro de Custos-ABC. 2017

MACHADO, Vanessa Noguez. Influência do ciclo de vida na relação entre governança corporativa e financial distress: estudo das companhias abertas brasileiras. 2020. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, 2020.

MALMI, Teemu; BROWN, David A. Management control systems as a package— Opportunities, challenges and research directions. **Management Accounting Research**, v. 19, n. 4, p. 287-300, 2008.

MANS-KEMP, Nadia; VIVIERS, Suzette. Executive performance evaluation and remuneration: Disclosure and practices of selected listed South African companies (2002–2015). **South African Journal of Accounting Research**, v. 32, n. 2-3, p. 154-173, 2018.

MARKONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARLON KONRAHT, Jonatan et al. Remuneração variável, um estudo da relação com indicadores financeiros das companhias abertas brasileiras. **Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión**, v. 26, n. 1, p. 209-224, 2018.

MARQUES, Jaqueline Da Silva; FERREIRA, Felipe Ramos. Gerenciamento de resultados por accruals x gerenciamento por decisões operacionais: um estudo empírico em empresas brasileiras listadas na B3. In: **Anais...** Congresso ANPCONT, Foz Do Iguaçu, Brasil. 2020.

MARQUEZAN, Luiz Henrique Figueira; DIEHL, Carlos Alberto; ALBERTON, João Rafael. Indicadores não financeiros de avaliação de desempenho: análise de conteúdo em relatórios anuais digitais. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, p. 46-61, 2013.

MARQUEZAN, Luiz Henrique Figueira et al. Indicadores de desempenho diferenciam empresas do mesmo segmento? **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 16, n. 38, p. 129-149, 2019.

MARQUEZAN, Luiz Henrique Figueira et al. Práticas de governança corporativa da bm&fbovespa e o uso da remuneração variável para executivos. In: **Anais...** Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. 2014.

MARTINEZ, Antonio Lopo. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2001.

MARTINEZ, Antonio Lopo; DE PAULA FARIA, Mariana. Emissão de debêntures e earnings management no Brasil. **Revista de Informação Contábil**, v. 1, n. 2, p. 57-71, 2007.

MARTINEZ, Antonio Lopo; CARDOSO, Ricardo Lopes. Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. **REAd-Revista Eletrônica de Administração**, v. 15, n. 3, p. 600-626, 2009.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Do corporate governance special listing segments and auditing curb real and accrual-based earnings management? Evidence from Brazil. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 4, p. 98-117, 2011.

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

MERCHANT, Kenneth A.; VAN DER STEDE, Wim A. **Management control systems: performance measurement, evaluation and incentives**. Pearson Education, 2007.

MOERS, Frank. Discretion and bias in performance evaluation: the impact of diversity and subjectivity. **Accounting, Organizations and Society**, v. 30, n. 1, p. 67-80, 2005.

MOERS, Frank. Performance measure properties and delegation. **The Accounting Review**, v. 81, n. 4, p. 897-924, 2006.

MURCIA, Fernando Dal-Ri; WUERGES, Artur. Escolhas contábeis no mercado brasileiro: divulgação voluntária de informações versus gerenciamento de resultados. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 2, p. 28-44, 2011.

MURPHY, Kevin J. Executive compensation. **Handbook of Labor Economics**, v. 30, n. 3, p. 2485-2563, 1999.

NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 3, p. 25-47, 2008.

NASCIMENTO, Eduardo Mendes et al. Teoria da Agência e Remuneração de Executivos: influência do uso de stock options no desempenho das empresas brasileiras. **Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión**, v. 11, n. 21, p. 1-16, 2013.

NEELY, Andy; GREGORY, Mike; PLATTS, Ken. Performance measurement system design: a literature review and research agenda. **International Journal of Operations & Production Management**, v. 15, n. 4, p. 80-116, 1995.

OBERHOLZER, Merwe; BARNARD, Jaco. Questioning the context of corporate performance measures in benchmarking CEO compensation. **Corporate Ownership & Control**, v. 1, n. 13, p. 945-958, 2015.

OGDEN, Stuart G. The limitations of Agency Theory: the case of accounting-based profit sharing schemes. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 4, n. 2, p. 179-206, 1993.

OLIVA, Eduardo de Camargo; DE ALBUQUERQUE, Lindolfo Galvão. Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. **Base Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 4, n. 1, p. 61-73, 2007.

OYADOMARI, José Carlos Tiomatsu et al. Influências da remuneração de executivos na congruência de metas. **Revista Contemporanea de Contabilidade**, v. 6, n. 12, p. 53-73, 2009.

PARK, KoEun. Pay disparities within top management teams and earning management. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 36, n. 1, p. 59-81, 2017.

PAUL, Jonathan M. On the efficiency of stock-based compensation. **The Review of Financial Studies**, v. 5, n. 3, p. 471-502, 1992.

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados.** 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2007.

PENG, Hongsong et al. Corporate governance, technical efficiency and financial performance: Evidence from Chinese listed tourism firms. **Journal of Hospitality and Tourism Management**, v. 48, n. 5, p. 163-173, 2021.

PERDOMO CASTELLANOS, Manuel Antonio. **El uso de medidas de desempeño no financieras: su rol sobre la gestión de ganancias, la remuneración y el desempeño financeiro.** 2021. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal de Pernambuco, Recife, PE, 2021.

PFEIFFER, Thomas; VELTHUIS, Louis. Incentive system design based on accrual accounting: A summary and analysis. **Journal of Management Accounting Research**, v. 21, n. 1, p. 19-53, 2009.

PICCOLI, Pedro Guilherme Ribeiro; SOUZA, Alceu; DA SILVA, Wesley Vieira. As práticas de governança corporativa diminuem o gerenciamento de resultados? Evidências a partir da aversão na divulgação de prejuízos e de queda nos lucros. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 22, p. 141-162, 2014.

PINHEIRO, Paulo Natal; GALDI, Fernando Caio; OYADOMARI, José Carlos Tiomatsu. Effects of EVA® based management on intertemporal decisions: A study with sales managers. **Revista de Administração**, v. 47, n. 2, p. 231-248, 2012.

PINTEA, Mirela Oana et al. Corporate governance and financial performance: evidence from Romania. **Journal of Economic Studies**, v. 48, n. 8, p. 1573-1590, 2020.

PUNI, Albert; ANLESINYA, Alex. Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. **International Journal of Law and Management**, v. 62, n. 2, p. 147-169, 2020.

RAPPAPORT, Alfred. How to design value-contributing executive incentives. **Journal of Business Strategy**, v. 4, n. 2, p. 49-59, 1983.

RASHID, Chnar Abdullah. Eficiência da análise de índices financeiros para avaliação da liquidez das empresas. **Revista Internacional de Ciências Sociais e Estudos Educacionais**, v. 4, n. 4, p. 110, 2018.

REIS, Elizio Marcos dos; LAMOUNIER, Wagner Moura; BRESSAN, Valéria Gama Fully. Evitar divulgar perdas: Um estudo empírico do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 69, p. 247-260, 2015.

RITTA, Cleyton; CUNHA, Leila Chaves; KLANN, Roberto Carlos. Um estudo sobre causalidade entre ativos intangíveis e desempenho econômico de empresas (2010-2014). **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 22, n. 2, p. 92-107, 2017.

ROCHA, Irani et al. Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. **REGE-Revista de Gestão**, v. 19, n. 2, p. 329-341, 2012.

RODRIGUES, Rodolfo Maia Rosado Cascudo; PAULO, Edilson; DE MELO, Clayton Levy Lima. Gerenciamento de Resultados por decisões operacionais para sustentar desempenho nas empresas não-financeiras do Ibovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 28, n. 3, p. 82-102, 2017.

ROYCHOWDHURY, Sugata. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.

SAID, Amal A.; HASSABELNABY, Hassan R.; WIER, Benson. An empirical investigation of the performance consequences of nonfinancial measures. **Journal of Management Accounting Research**, v. 15, n. 1, p. 193-223, 2003.

SALGADO, Nayara de Nazaré Brasil; DE SOUZA, Paulo Vitor Souza. O Efeito Da Tempestividade Contábil No Gerenciamento De Resultados De Empresas Brasileiras Listadas Na B3. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 14, n. 1, p. 39-55, 2021.

SANTANA, Alex Fabiano Bertollo. **Gerenciamento de resultados e remuneração dos executivos nas companhias latino-americanas**. 2008. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, RS, 2008.

SANTOS, José Glauber Cavalcante; CALÍOPE, Thalita Silva; COELHO, Antonio Carlos. Teorias da Firma como fundamento para formulação de teorias contábeis. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 9, n. 1, p. 102-116, 2015.

SANTOS, Lucas Líbni Ramos dos. **Habilidade gerencial e a relação da remuneração dos executivos com o gerenciamento de resultados**. 2020. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal de Pernambuco, Recife, PE, 2020.

SCHIEHLL, Eduardo; BELLAVANCE, François. Boards of directors, CEO ownership, and the use of non-financial performance measures in the CEO bonus plan. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 1, p. 90-106, 2009.

SCHIEHLL, Eduardo; TERRA, Paulo Renato Soares; VICTOR, Fernanda Gomes. Determinants of voluntary executive stock option disclosure in Brazil. **Journal of Management & Governance**, v. 17, n. 2, p. 331-361, 2013.

SCHIPPER, Katherine. Earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.

SEGATTO-MENDES, Andrea Paula. **Teoria de agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa**. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2001.

SENA, Thiago Rios; DIAS FILHO, Jose Maria; MOREIRA, Nayara Batista. Gestão de Resultados por Decisões Operacionais no Novo Mercado do Brasil: Uma Análise da

Influência de Auditorias Big Four e Not Big Four. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 10, n. 2, p. 4-22, 2020.

SILVA, Andre Luiz Carvalhal; CHIEN, Alisson Chen Yi. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Brazilian Review of Finance**, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.

SILVA, Érica Gomes Rocha. Incentivos contratuais para a realização de escolhas de práticas contábeis: estudo de casos de empresas listadas no novo mercado. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 18, n. 1, p. 46-61, 2013.

SILVA, Júlio Orestes. **Relação entre a remuneração variável dos gestores e o gerenciamento de resultados nas empresas de capital aberto brasileiras**. 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, SC, 2010.

SILVA JÚNIOR, Francisco José da et al. **A sinalização do gerenciamento de resultados por meio da responsabilidade social corporativa no Brasil**. 2020. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, PB, 2020.

SILVA, João Marcelo dos Santos. Desempenho de empresas brasileiras de aviação civil: uma análise das relações entre indicadores financeiros e não financeiros. 2016. Dissertação (Mestrado em Engenharia da Produção e Sistemas) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2016.

SILVA, Samuel Saymon et al. Sistemas de incentivos gerenciais e o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 12, n. 1, p. 082-100, 2019.

SLOAN, Richard G. Accounting earnings and top executive compensation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 16, n. 1-3, p. 55-100, 1993.

SOSCHINSKI, Caroline Keidann et al. Influência Das Dimensões De Cultura Nacional Na Relação Entre Governança Corporativa E Gerenciamento De Resultados. In: **Anais...** Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2019.

SOUSA, Allison Manoel de; RIBEIRO, Alex Mussoi. A remuneração dos executivos mitiga os accruals discricionários? Uma análise em bancos brasileiros de capital aberto. **CONTEXTUS – Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 18, n. 3, p. 25-38, 2020.

SOUSA, Paulo Vitor Souza de; CARDOSO, Ricardo Lopes; VIEIRA, Simone Silva da Cunha. Determinantes Da Remuneração Dos Executivos E Sua Relação Com O Desempenho Financeiro Das Companhias. **READ. Revista Eletrônica de Administração**, v. 23, n. 1, p. 4-28, 2017.

SOUZA, Marcos Antonio; ZANELLA, Fernando C.; NASCIMENTO, Auster Moreira do. Utilização do custo-meta por empresas brasileiras como estratégia de gestão: alguns estudos setoriais utilizando o método da causalidade de Granger. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 39, p. 33-46, 2005.

SOUZA, Paulo Vitor Souza; CARDOSO, Ricardo Lopes; DA CUNHA VIEIRA, Simone Silva. Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. **REAd-Revista Eletrônica de Administração**, v. 23, n. especial, p. 4-28, 2017.

SOUZA, Rafael Jaime et al. Remuneração de executivos e indicadores de desempenho: Brasil versus EUA. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 20, n. 2, p. 5-19, 2019.

STEIL, Andrea Valéria et al. Estado da Arte sobre Recompensas em Organizações no Brasil: uma análise de 2000-2011. **Revista Psicologia: Organizações e Trabalho**, v. 14, n. 1, p. 19-35, 2014.

SUBRAMANIAM, Navaneetham. Agency theory and accounting research: Emergent conceptual and empirical issues. In: **Methodological issues in accounting research: Theories and methods**. RMIT University, 2018. p. 58-84.

TAHIR, Muhammad; IBRAHIM, Salma; NURULLAH, Mohamed. Getting compensation right-The choice of performance measures in CEO bonus contracts and earnings management. **The British Accounting Review**, v. 51, n. 2, p. 148-169, 2019.

TEIXEIRA, Aridélmo; PRAEIRO, Eden Aristoflavvy Maranhão; SOARES, Leony Alexandre Gabriel. A Relação do Gerenciamento de Resultado no Value Relevance do Fluxo De Caixa Operacional. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 10, n. 1, p. 5-17, 2022.

VALCANOVER, Vanessa Martins; SONZA, Igor Bernardi. Mulheres no comando: A diversidade de gênero e a atuação de mulheres herdeiras afetam o desempenho de companhias listadas?. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 19, n.23, p. 345-358, 2021.

VASSOLER, A. **Relação entre a remuneração de executivos e o gerenciamento de resultados contábeis**. 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fucape Business School, Vitória-ES, 2010.

WAHIDAHWATI, Wahidahwati; ARDINI, Lilis. Corporate governance and environmental performance: How they affect firm value. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, v. 8, n. 2, p. 953-962, 2021.

WALKER, Martin. How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. **Accounting and Business Research**, v. 43, n. 4, p. 445-481, 2013.

WANG, Kun; SEWON, Oa; CLAIBORNE, M. Cathy. Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 17, n. 1, p. 14-30, 2008.

WANG, Ye; WANG, Fusheng; LIU, Shiyu. The Influence of Executive Compensation Gap on Earnings Management from the Perspective of Media Supervision: Evidence from China. **Discrete Dynamics in Nature and Society**, v. 21, n. 1, p. 1-10, 2021.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. The demand for and supply of accounting theories: The market for excuses. **Accounting Review**, v. 54, n. 2, p. 273-305, 1978.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory**. 1986.

YOUNG, Michael N. et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.

ZAHRA, Shaker A.; PEARCE, John A. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. **Journal of Management**, v. 15, n. 2, p. 291-334, 1989.

ZHANG, Amy Y. Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation. **Unpublished, Hong Kong University of Science and Technology-Department of Accounting**, 2007.

ZHENG, Junxia. **Earnings Management, Earnings Benchmarks, and Directors' Remuneration: UK evidence**. 2020. Tese (Doctor in Accounting and Finance) – Newcastle University, de Doutorado. Newcastle University, Newcastle, UK, 2020.

ZHOU, Fangzhao et al. The impacts of accrual-based and real earnings management on executive compensation: evidence from Chinese public firms in the private sector. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, v. 25, n. 1-2, p. 128-144, 2018.