

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

Danieli Ferreira Flôres Fontana

**INFLUÊNCIA DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR DECISÕES
OPERACIONAIS NA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA**

Santa Maria, RS
2023

Danieli Ferreira Flôres Fontana

**INFLUÊNCIA DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR DECISÕES
OPERACIONAIS NA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA**

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

Orientador: Prof.º Dr. Luiz Henrique Figueira Marquezan.

Santa Maria, RS.
2023

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

Fontana, Danieli Ferreira Flôres
Influência do gerenciamento de resultados por
decisões operacionais na remuneração executiva / Danieli
Ferreira Flôres Fontana.- 2023.
77 p.; 30 cm

Orientador: Luiz Henrique Figueira Marquezan
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa
Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de
Pós-Graduação em Ciências Contábeis, RS, 2023

1. Gerenciamento de resultados por decisões
operacionais 2. Remuneração executiva 3. CEO 4. Diretoria
estatutária I. Figueira Marquezan, Luiz Henrique 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, DANIELI FERREIRA FLÔRES FONTANA, 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.

DANIELI FERREIRA FLÔRES FONTANA

**INFLUÊNCIA DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR DECISÕES
OPERACIONAIS NA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA**

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado 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 28 de setembro de 2023.

Prof. Luiz Henrique Figueira Marquezan, Dr. (UFSM)
(Presidente/Orientador)

Prof. Cristiano Sausen Soares, Dr. (UFSM)
(Membro Interno)

Prof. José Carlos Oyadomari, Dr. (Mackenzie)
(Membro Externo)

Santa Maria, RS.
2023

Dedico esta dissertação a minha irmã Andressa Ferreira Flôres (*in memoriam*), pois não há um segundo da minha vida que não a deseje comigo, e sei que vibraria muito por essa conquista, te amo minha estrela.

AGRADECIMENTOS

Agradeço acima de todas as pessoas, o meu Deus, que me capacitou e me segurou durante todos esses meses de mestrado, toda honra e toda glória ao teu nome.

E acima de todas as outras pessoas, agradeço ao meu filho, pois é olhando para ele que encontro motivos diários para seguir feliz, felizes, eu e ele.

Aos meus pais, onde encontrei abrigo, devo toda a minha vida, todo o meu recomeço e toda a vida que terei a partir de agora.

Aos meus irmãos, Andressa lá do céu, Matheus meu confidente, e aos meus manos que são quase filhos, Gabriel e Caroline, que esta conquista sirva de exemplo para vocês, meus amores, pois este é o legado que quero deixar, estudar para conquistar nossos sonhos.

A minha afilhada Amanda, filha da Dessa, que está aqui como continuidade à vida da minha irmã, e é o melhor presente que ela poderia ter me deixado.

Às minhas amigas, uma parcela linda da minha felicidade eu devo a vocês.

Um agradecimento muito especial aos pesquisadores que dividiram esta caminhada comigo, minha turma, Turma 002 do PPGCC da UFSM, Augusto, Iago, Camila, Thalita, Letícia e Rogério, formamos uma turma admirável, porém estendo meus agradecimentos às Turmas 001 e 003 pelo conhecimento compartilhado.

Aos professores do PPGCC, que através do seu conhecimento, me conduziram até a realização deste sonho, em especial ao meu orientador, Professor Dr. Luiz Henrique Figueira Marquezan, não existira outro orientador mais adequado para estar ao meu lado nesse momento. Obrigada.

Agradeço em especial o Professor Dr. Vinícius Costa da Silva Zonatto pela dedicação e brilhante atuação na pesquisa, as quais tornaram possível o Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis na UFSM.

E mais uma vez, a Universidade Federal de Santa Maria, pelo ensino de excelência que me proporciona desde a graduação. Através desta instituição realizei meus maiores sonhos profissionais.

“Se vi mais longe, foi porque estava sobre ombro de gigantes”.
(Isaac Newton).

RESUMO

INFLUÊNCIA DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR DECISÕES OPERACIONAIS NA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA

AUTORA: Danieli Ferreira Flôres Fontana
ORIENTADOR: Luiz Henrique Figueira Marquezan

O estudo teve como objetivo analisar a influência do gerenciamento de resultados por decisões operacionais na remuneração executiva. Por meio de uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, realizada através de análise documental de dados secundários de 90 companhias de capital aberto listadas na B3, no período de 2015 a 2021. A influência do GRDO na remuneração executiva ocorreu por meio da análise de duas formas de gerenciamento de resultados por decisões operacionais, correspondendo ao valor anormal de fluxo de caixa operacional e valor anormal do nível de produção. Investiga também os reflexos destas práticas na parcela da remuneração que é desalinhada ao desempenho financeiro e de mercado do executivo. Os resultados mostraram que as práticas de GRDO influenciam positiva e diretamente a remuneração dos CEOs e da diretoria estatutária. Aponta, ainda, que a remuneração total de CEOs e demais diretores são atreladas a diferentes indicadores de desempenho, onde CEOs têm sua remuneração alinhada ao desempenho de mercado, enquanto o conjunto da diretoria apresenta remuneração alinhada ao desempenho financeiro. Os resultados também destacam para a existência de uma parcela significativa da remuneração dos agentes que é explicada por outras variáveis que não o desempenho, sendo o GRDO um dos elementos capazes de explicar a remuneração executiva. A pesquisa contribui ao explicar parte dos determinantes da remuneração executiva, em destaque para os CEOs, que utilizam práticas de gerenciamento das operações para modificar o resultado e, como consequência, elevar o nível de renda.

Palavras-chave: Remuneração executiva. Gerenciamento de resultados por decisões operacionais. Desempenho financeiro. Desempenho de mercado.

ABSTRACT

INFLUENCE OF EARNINGS MANAGEMENT BY OPERATIONAL DECISIONS ON EXECUTIVE REMUNERATION

AUTHOR: Danieli Ferreira Flôres Fontana

ADVISOR: Luiz Henrique Figueira Marquezan

The study aimed to analyze the influence of earnings management through operational decisions on executive management. Through descriptive research, with a quantitative approach, carried out through documentary analysis of secondary data from 90 non-financial publicly traded companies involved in B3, from 2015 to 2021. The GRDO's influence on operational negotiations occurred through the analysis of two forms of earnings management through operational decisions, corresponding to the abnormal value of operating cash flow and the abnormal value of the production level. Also investigating the effects of these practices on the portion of payments that are misaligned with the executive's financial performance and market. The results demonstrated that GRDO practices positively and directly influence the salaries of CEOs and statutory directors. Further pointing out that the remunerations of CEOs and other directors are linked to different performance indicators, where CEOs have their remunerations aligned with market performance, while statutory directors present contributions aligned with financial performance, however, the results also draw attention to the existence of a significant portion of agents' contributions that is explained by variables other than performance, with GRDO being one of the elements capable of explaining executive remuneration. The research contributes to explaining part of the determinants of executive employees, with emphasis on CEOs, who use operations management practices to modify the result and, as a consequence, increase the level of income.

Keywords: Executive compensation. Earnings management by operational decisions. Financial performance. Market performance.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - Tipos de remuneração de executivos	26
FIGURA 2 – Modelo Teórico de Análise	34

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Variáveis sobre Remuneração executiva e remuneração desalinhada ao desempenho	37
QUADRO 2 – Variáveis sobre Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais	38
QUADRO 3 – Variáveis dependentes, independentes, de controle e instrumentais	41
QUADRO 4 – Resumo dos resultados das hipóteses	53

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Amostra inicial – 2015-2021	37
TABELA 2 – Estatística descritiva das variáveis da pesquisa	46
TABELA 3 – Matriz de correlação	49
TABELA 4 – Relação entre Remuneração Executiva e GRDO	52

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA.....	15
1.2	LACUNA E PROBLEMA DA PESQUISA.....	18
1.3	OBJETIVOS DA PESQUISA.....	19
1.3.1	Objetivo geral.....	19
1.3.2	Objetivos específicos.....	20
1.4	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO.....	20
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO.....	22
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	24
2.1	TEORIA DA AGÊNCIA.....	24
2.2	REMUNERAÇÃO EXECUTIVA.....	27
2.3	REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DESEMPENHO.....	29
2.4	GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	32
3	MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA.....	38
3.1	DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	38
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	38
3.3	VARIÁVEIS DA PESQUISA E MODELOS ECONOMETRICOS.....	39
3.3.1	Variáveis relacionadas à remuneração executiva e aos desempenhos financeiro e de mercado.....	40
3.3.2	Variáveis relacionadas ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais.....	41
3.3.3	Modelos econométricos para testes das hipóteses.....	43
3.4	PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS.....	45
3.5	PROCEDIMENTOS DE TRATAMENTO E ANÁLISE DE DADOS.....	45
3.6	LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	46
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	48
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	48
4.2	ANÁLISE DE CORRELAÇÃO.....	50
4.3	RELAÇÃO ENTRE GRDO E REMUNERAÇÃO EXECUTIVA.....	53
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	58
5.1	CONCLUSÕES.....	58

5.2	RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....	59
	REFERÊNCIAS.....	60

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

Com o aumento das notícias envolvendo escândalos corporativos, debates sobre transparência ganharam evidência, e por consequência, falhas nas políticas de remuneração dos executivos foram descobertas (BEBCHUK; FRIED, 2004). As práticas de remuneração de executivos geram grande interesse na literatura (BEUREN; SILVA, 2012), visto que estes sistemas de recompensas representam uma importante ferramenta para atenuar conflitos de agência (SILVA *et al.*, 2018) no sentido de alinhar os interesses dos executivos com os da organização (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Ancorados pela Teoria da Agência, com o crescimento do mercado, têm-se a separação da propriedade e do controle do capital, especialmente a partir do desenvolvimento das sociedades anônimas modernas (JENSEN; MECKLING, 1976), cenário que demandou das organizações a contratação de profissionais capacitados para comandar do processo de tomada de decisão (ARAÚJO; RIBEIRO, 2017). Desta realidade surge a relação de agência, representada pelo contrato firmado entre principal (proprietário) e agente (gestor contratado) (EISENHARDT, 1989). Como consequência, há presença de conflitos entre agente e principal, devido ao desalinhamento de interesses (ROSS, 1973), à assimetria informacional entre as partes, visto que gestores possuem melhores informações sobre seu trabalho em relação aos proprietários (KISER, 1999), às distintas disposições ao risco (EISENHARDT, 1989).

Em um ambiente de assimetria informacional, quando ocorrem conflitos, nem todos os fatos são de conhecimento do principal, pois a informação chega de forma incompleta (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999). Para mitigar possíveis conflitos, as organizações fazem uso de mecanismos de incentivos, na intenção de garantir que agentes ajam para maximizar sua riqueza, ao estipular compensações diretamente ligadas ao resultado do proprietário (MARTINEZ, 1998), a partir do alinhamento do interesse de ambos. Neste sentido, a remuneração executiva ganha destaque por representar um dos sistemas de incentivos mais relevantes e complexos no que tange à administração de recursos humanos (KRAUTER, 2009) e diversas modalidades de remuneração são utilizadas para alinhar os interesses entre o gestor, a organização e os investidores (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014): fixa, variável e de formas especiais de remuneração (BEUREN; SILVA, 2015; CHIAVENATO, 1989; WOOD; PICARELLI, 2004).

Desta forma, considera-se o conselho de administração (CA) como responsável pelos pacotes de remuneração executiva (IBGC, 2015), e que estes, por passarem por processos de negociação, podem ser fortemente influenciados pelo poder gerencial atribuído ao CEO (JUNARSIN, 2011), uma vez que o executivo desempenha diversas funções de impacto na organização, sendo o responsável pelas principais decisões (MESSERSMITH; LEE; GUTHRIE; JI, 2013), capaz de tomar decisões unilaterais rápidas (HARRIS; HELFAT, 1998). Ainda, pode exercer influência sobre o CA e seus comitês e, inclusive, sobre sua própria remuneração (MORSE; NANDA; SERU, 2011; VAN ESSEN; OTTEN; CARBERRY, 2015).

Em particular, a remuneração do CEO apresenta constante interesse da literatura, devido aos aumentos acentuados nas últimas décadas (MORSE *et al.*, 2011). Esta pesquisa se debruça sobre o impacto de ações do CEO que possam influenciar sua remuneração, assim como dos demais integrantes da diretoria estatutária. Considera-se o sistema de recompensas como um incentivo para CEOs realizarem práticas discricionárias (MARTINEZ, 2001), a fim de reportarem maiores lucros e barganharem maior remuneração (ALI; ZHANG, 2015), que pode manifestar comportamentos oportunistas dos CEOs por práticas de gerenciamento de resultados (DAL MAGRO; DANI; KLANN, 2019), uma vez que na ausência de eventuais benefícios, CEOs não teriam interesse em gerenciar resultados (HEALY; WAHLEN, 1999).

Neste sentido, apresenta-se o cerne desta pesquisa, o gerenciamento de resultados (GR), que corresponde ao uso do julgamento pessoal de gestores para divulgação de informações, bem como para estruturar transações, visando modificar demonstrativos financeiros (HEALEY; WAHLEN, 1999; SCHIPPER, 2003), com números diferentes daqueles que seriam divulgados sem a adoção de tais práticas (MARTINEZ; CARDOSO, 2009), denominadas discricionárias (HEALEY; WAHLEN, 1999). Em particular, aborda o gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRDO) e efeitos que prejudicam as organizações, pois geram assimetria informacional, impactam nos usuários que creditaram confiança e segurança nas informações, causando interpretações errôneas e maiores custos de transação (MATSUMOTO; PARREIRA, 2007). Destaca-se os danos potenciais do GRDO ao não refletir ações com resultados persistentes que, segundo Gunny (2005), pode gerar impactos negativos nos desempenhos operacionais subsequentes, menores retornos sobre o ativo (ROA), fluxos de caixa futuros menores, devido à volta ao preço normal dos produtos ou nível normal de produção, dentre outros efeitos.

Logo, volta-se à problemática da assimetria informacional, na qual investidores e demais usuários da informação tomam suas decisões a partir do preço das ações, sem saber as

possíveis consequências futuras causadas pelo gerenciamento de resultados, por exemplo, através da venda de ativos fixos, diminuição dos preços dos produtos e serviços, superprodução, ou através de cortes com P&D ou com despesas com vendas, gerais ou administrativas, visando apresentar melhores níveis de desempenho no exercício em andamento, cenário que pode não se repetir no ano seguinte (GUNNY, 2005).

Considerando que as práticas de gerenciamento de resultados por decisões operacionais são mais difíceis de serem detectadas, em relação às escolhas contábeis, que são mais fáceis de serem percebidas pela auditoria (COHEN; ZAROWIN, 2010; ZANG, 2012), CEOs podem priorizar as atividades operacionais, visto que os mecanismos de governança corporativa são mais vulneráveis ao monitoramento das manipulações de resultados pelas operações, devido à dificuldade de perceber o real interesse por trás de tal decisão, que pode ser confundido com estratégias de competitividade ou resposta ao ambiente macroeconômico (DAL MAGRO *et al.*, 2019). Nessa perspectiva, CEOs podem influenciar e maquiar sua capacidade, manipular resultados e a realidade econômica da empresa (ALI; ZHANG, 2015), na busca por ampliar sua remuneração (HEALY; WAHLEN, 1999; ZHOU *et al.*, 2018).

Ao considerar que os contratos de remuneração são uma das principais motivações para as práticas de GR (HEALY, 1985), CEOs podem utilizar da parcela de sua remuneração que é alinhada ao desempenho como um incentivo para as práticas discricionárias (MARTINEZ, 2001; PAULO, 2007). Isso faz com que a remuneração seja tratada na literatura tanto por vieses positivos quanto por negativos, uma vez que pode ser considerada a solução para os conflitos de agência, ou o seu motivo (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004), e ao mesmo tempo uma das formas de minimizar desalinhamentos de interesses entre principal e agente ao vincular a remuneração dos executivos ao desempenho da empresa (MURPHY, 1999). Organizações que pagam remuneração variável diretamente ligada a seu desempenho, tendem a apresentar maiores níveis de gerenciamento de resultados (SANTANA, 2008; VASSOLER, 2010).

Estudos têm investigado a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho (KRAUTER, 2013), encontrando resultados conflitantes (ARAUJO; RIBEIRO, 2017), mesmo com a utilização de variáveis de controle e diferentes formas de medir o desempenho. Tais pesquisas apresentaram níveis variados da remuneração que é explicada pelo desempenho financeiro e de mercado das empresas (ERMEL; MEDEIROS, 2020; DEGENHART *et al.*, 2017; FERNANDEZ; MAZZIONI, 2015; LEITE; HEIN, 2019; SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017). Por tais resultados, percebe-se que parte da remuneração executiva não é

explicada pelo desempenho alcançado pela empresa, o que sugere a existência de fatores que expliquem a parcela desalinhada.

Diante do contexto apresentado, assume-se, nesta pesquisa, que CEOs podem gerenciar resultados por meio de decisões operacionais, dada sua liberdade discricionária a frente do processo de tomada de decisão, a fim de aumentar sua remuneração, uma vez que apresentará maiores níveis de desempenho por meio das práticas adotadas nas operações, porém, por resultados manipulados.

1.2 LACUNA E PROBLEMA DA PESQUISA

O estudo foi motivado devido ao crescente interesse da literatura sobre o gerenciamento de resultados (KOTHARI, 2001; SANTOS; PAULO, 2006). Entretanto, ainda são incipientes os estudos que buscam revelar elementos que podem motivar empresas brasileiras a gerenciarem seus resultados por decisões operacionais (MARTINEZ, 2013; RODRIGUES; PAULO; MELO, 2017), mesmo que represente um dos meios que o gestor possui alcançar seus objetivos individuais (REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015). Apesar do GR por *accruals* receber mais atenção da academia (RODRIGUES *et al.*, 2017), há espaço para atenção ao gerenciamento por decisões operacionais, pois se destaca ao discutir decisões consideradas mais danosas para empresas e usuários, por afetarem tanto o caixa como o lucro da organização (ROYCHOWDHURY, 2006).

Nesta pesquisa, assume-se o gerenciamento de resultados por decisões operacionais como um caminho para o CEO aumentar sua remuneração, ou seja, investiga-se se o gerenciamento de resultados por decisões operacionais por parte de CEOs é utilizado para obter uma maior compensação financeira, e o reflexo do GRDO na remuneração da diretoria estatutária como um todo. Desta forma, a remuneração executiva é vista como um possível motivador para gestores gerenciarem resultados por decisões operacionais (WOOD; PICARELLI, 2004).

Entretanto, destaca-se que a remuneração pode não ser apenas fruto do alinhamento de interesses entre principal e agente (SPRENGER *et al.*, 2020). Do mesmo modo, o desempenho também não é único fator que influencia a remuneração (BEBCHUK; GRINSTEIN, 2005). Nesse sentido, diversas pesquisas estudaram a relação entre remuneração executiva e desempenho organizacional, encontrando níveis de explicação variados e, em geral, baixos: 2,7% (LEITE; HEIN, 2019), 13,3% (ERMEL; MEDEIROS, 2020), 31,9% (DEGENHART *et al.*, 2017), 72,6% (SOUZA *et al.*, 2017).

Estes resultados sugerem a existência de elementos que influenciam a relação, bem como evidenciam que uma grande parcela da remuneração executiva não é explicada pelo desempenho da empresa, indicando desalinhamento entre os níveis de remuneração e os níveis de desempenho entregue (MARQUEZAN; VELHO; ZONATTO, 2021). Assim, se a remuneração executiva não está alinhada ao desempenho, ou se a remuneração não é explicada pelo desempenho, há outros fatores que explicam essa remuneração. Neste sentido, a remuneração pode ser determinada por características do conselho de administração, da concentração acionária e da complexidade em negociar e determinar pacotes de remuneração para vários executivos (MARQUEZAN *et al.*, 2021). Diante de evidências de que grande parte da remuneração executiva não é alinhada ao desempenho (MARQUEZAN *et al.*, 2021), apresenta-se a questão-problema que norteou esta pesquisa: Qual a influência do gerenciamento de resultados por decisões operacionais na remuneração dos CEOs?

Desta forma, a lacuna de pesquisa considera três assuntos: i) estudos que exploram a relação entre gerenciamento de resultados e a figura do CEO no país (SPRENGER; KRONBAUER; COSTA, 2017) e, em particular, sua remuneração; ii) estudos sobre o gerenciamento de resultado por decisões operacionais no Brasil (MARTINEZ, 2013) e; iii) o enfoque no desalinhamento da remuneração executiva do desempenho (MARQUEZAN *et al.*, 2021).

Como será analisado na seção de discussão das hipóteses, espera-se que os CEOs, por sua discricionariedade no processo decisório, apresentem maior interesse em gerenciar resultados por meio de decisões operacionais para aumentar sua remuneração, com reflexos na remuneração dos demais diretores. Ao mesmo tempo que a adoção destas práticas de GRDO aumentem a parcela da remuneração do CEO que não é alinhada ao desempenho da empresa.

1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA

Nesta seção são apresentados os objetivos que delimitam a realização deste estudo. Partindo do objetivo geral e segmentando-o em objetivos específicos.

1.3.1 Objetivo geral

Analisar a influência do gerenciamento de resultados por decisões operacionais na remuneração do CEO e na remuneração da diretoria estatutária.

1.3.2 Objetivos específicos

- a) Investigar a influência do GRDO na remuneração do CEO;
- b) Investigar a influência do GRDO na remuneração total da diretoria estatutária;
- c) Averiguar a influência do GRDO na remuneração do CEO desalinhada ao desempenho financeiro e de mercado;

1.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

O gerenciamento de resultados por decisões operacionais recebe menor atenção da academia, se comparado ao gerenciamento por *accruals* (RODRIGUES *et al.*, 2017; ROYCHOWDHURY, 2006). Entretanto, é um tema relevante a ser investigado (KOTHARI, 2001; SANTOS; PAULO, 2006), que tem ganhado espaço na literatura (REIS; CUNHA; RIBEIRO, 2014), uma vez que representa um dos caminhos para o gestor alcançar seus próprios objetivos (REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015), destacando-se por decisões consideradas mais danosas para empresas e usuários, por afetarem tanto o caixa como o lucro da organização (ROYCHOWDHURY, 2006). Desta forma, há espaço para atenção ao gerenciamento por meio de decisões operacionais,

O GRDO conta com um número reduzido de estudos que se dedicam a investigar os elementos que estimulam as empresas a utilizarem esta forma de gerenciar resultados (MARTINEZ, 2013; RODRIGUES *et al.*, 2017), motivo que explica a escolha do estudo pelo GRDO. Ainda, pela maior dificuldade de detectar as práticas operacionais (ZANG, 2012; COHEN; ZAROWIN, 2010), visto que se torna difícil perceber, através de monitoramento, a real intenção do CEO no processo de tomada de decisão (DAL MAGRO *et al.*, 2019), agravada quando o gestor possui grande poder na liderança do processo decisório, pois ganha poder sobre o conselho de administração, comitês, obtendo independência de suas decisões, inclusive com efeitos sobre sua remuneração (MORSE *et al.*, 2011; VAN ESSEN *et al.*, 2015). Este presente estudo apresenta a remuneração do CEO como um elemento capaz de despertar no executivo o interesse em gerenciar resultados por meio de decisões operacionais, visando apresentar melhores níveis de desempenho, e por consequência, alavancar sua remuneração (WOOD; PICARELLI, 2004).

Internacionalmente, existem normas acerca da divulgação das políticas de remuneração de organizações que negociam ações nas bolsas de valores há quase um século (MACHADO; BEUREN, 2015), motivo que provavelmente explica o grande número de pesquisas sobre o

tema. No Brasil, entretanto, apenas a partir de 2010 as empresas começaram a divulgar informações sobre a remuneração de seus executivos, seguindo a Instrução Normativa nº 480 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que regulamentou, dentre outros assuntos, a divulgação de tais informações nos Formulários de Referências das empresas.

Apesar do crescente interesse de pesquisa sobre a relação remuneração executiva e desempenho organizacional (ARAUJO; RIBEIRO, 2017), seus resultados são inconclusivos (AGUIAR; PIMENTEL, 2017) e, através da literatura (ver exemplos: ERMEL; MEDEIROS, 2020; LEITE; HEIN, 2019; SANTOS; SILVA *et al.*, 2018; SOUZA *et al.*, 2017; DEGENHART *et al.*, 2017) percebe-se que grande parte da remuneração executiva não é explicada pelo desempenho organizacional, fazendo emergir a possível existência de elementos que possam explicar esta parcela da remuneração executiva que não é consequência do desempenho da empresa, assim como os efeitos deste fenômeno.

Tal remuneração desalinhada resulta em custos de agência, sem contribuições diretas aos acionistas (MARQUEZAN *et al.*, 2021). O conjunto de remuneração, visando o alinhamento dos interesses principal-agente, é um dos assuntos mais discutidos à luz da Teoria da Agência (BEBCHUK; WEISBACH, 2010; SILVEIRA, 2010). Dessa forma, a pesquisa se justifica uma vez que avança no entendimento acerca dos elementos que podem influenciar um gestor a adotar práticas de GRDO, ao mesmo tempo em que discute a remuneração executiva não alinhada ao desempenho como fator de adoção de práticas de GR reais, contribuindo para o avanço da temática na literatura.

Este estudo foi desenvolvido a partir do conhecimento adquirido nas disciplinas do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM) e alinhado à linha de pesquisa de Controladoria, através da análise do gerenciamento de resultados por decisões operacionais e do poder gerencial do CEO no processo de tomada de decisão. Apresenta um olhar multidisciplinar, agregando a estes assuntos a remuneração dos executivos e desempenho financeiro e de mercado, destacando, desta forma, a ação conjunta da Controladoria e Governança Corporativa.

Nesse sentido, por apresentar um enfoque inovador, a pesquisa mostra-se relevante ao programa por envolver aspectos pouco investigados em relações não identificadas na literatura, fornecendo informações importantes acerca da remuneração executiva desalinhada do desempenho relacionada ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais. Destaca-se que o estudo foi desenvolvido com apoio financeiro do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico – CNPq, por meio do projeto intitulado como “Análise dos

determinantes e consequências do desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional”, coordenado pelo orientador desta dissertação.

O estudo contribui à academia ao explorar a lacuna existente referente aos elementos que estimulam o GRDO (MARTINEZ, 2013; RODRIGUES *et al.*, 2017), bem como explora a lacuna relacionada à remuneração desalinhada ao desempenho (MARQUEZAN *et al.*, 2021), ao evidenciar a existência de novas variáveis explicativas para o fenômeno da remuneração desalinhada.

Do mesmo modo, contribui às empresas, evidenciando os riscos do gerenciamento de resultados por decisões operacionais, como impactos negativos nos desempenhos operacionais subsequentes, menores níveis de ROA, fluxos de caixa futuros menores (GUNNY, 2005), bem como os riscos da remuneração executiva não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado, visto que gera custos de agência às organizações. O estudo produz evidências que podem ser utilizadas na definição e negociação de pacotes de remuneração mais bem ajustados, que melhorem o alinhamento de interesses entre principal e agente.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

A pesquisa é constituída por cinco capítulos, no primeiro aborda-se a Introdução, apresentando a contextualização do tema, lacuna e problema de pesquisa, os objetivos que a pesquisa almeja alcançar, abordando objetivo geral e objetivos específicos, bem como a justificativa para a realização do estudo e a estrutura do trabalho.

O segundo capítulo refere-se à fundamentação teórica que sustentou a pesquisa bem como as hipóteses investigadas. Na primeira sessão deste capítulo abordou-se a Teoria da Agência, o conflito entre agente-principal e sua relação com a remuneração executiva. Na segunda sessão foi abordada a relação entre remuneração executiva e desempenho organizacional e, na sequência, abordou-se o gerenciamento de resultados.

No terceiro capítulo são apresentados os métodos e procedimentos utilizados para a realização do estudo, abordando o delineamento da pesquisa, população e amostra estudadas, as variáveis dependentes, independentes e de controle das relações investigadas. Apresentam-se também os procedimentos de coleta e análise dos dados, finalizando com as limitações da pesquisa.

O capítulo 4 apresenta e discute os resultados encontrados na pesquisa. Por, no quinto capítulo são apresentadas as conclusões do estudo, seguido das suas referências consultadas.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 TEORIA DE AGÊNCIA

Nos anos de 1930, as empresas pertenciam a apenas um proprietário ou a um restrito grupo de indivíduos, o que restringia sua gestão àquelas pessoas (BERLE; MEANS, 1932), entretanto, com o crescimento do mercado têm-se a separação entre propriedade e controle de capital, dando origem ao desenvolvimento das sociedades anônimas modernas (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976). Esse movimento demandou das empresas a contratação de profissionais para gerenciar o processo de tomada de decisão (ARAÚJO *et al.*, 2014), delegação certa autoridade a esses indivíduos (JENSEN; MECKLING, 1976).

Nas décadas de 60 e 70, explorava-se o problema do compartilhamento de riscos entre grupos ou indivíduos, que surge quando partes cooperantes se posicionam de maneiras diferentes em relação aos riscos inerentes às organizações, nesse sentido surgiu a Teoria da Agência, ampliando essa literatura a partir da inclusão do que se conhece por conflitos de agência (EISENHARDT, 1989).

Inspirada pela economia da informação, a Teoria da Agência se desenvolveu em duas principais vertentes, que segundo Martinez (1998) são: a) Positivista e; b) Agente/Principal. A vertente positivista preocupa-se em identificar as situações nas quais principal e agente provavelmente entrarão em conflito, enquanto que a vertente Agente/principal procura, através de uma abordagem matemática, verificar o efeito de três fatores que integram as relações de agência: i) estrutura de preferências das partes; ii) natureza das incertezas e; iii) estrutura de informações da organização e do ambiente.

Dessa forma, desde a ampliação do mercado e das organizações, a responsabilidade sobre o processo de tomada de decisão é transferida do proprietário para o gestor contratado (SILVA; YI, 2013), de quem se espera que atue e aplique os recursos a ele disponíveis a fim de atingir os interesses de seu contratante (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Dessa forma, o proprietário da organização assume a posição de principal e o gestor contratado de agente (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999). Na literatura organizacional, considera-se como principal o acionista ou proprietário dos recursos econômicos, enquanto o agente representa o gestor cuja responsabilidade é administrar o negócio para os proprietários (MARTINEZ, 1998).

Sendo assim, chega-se ao arcabouço da Teoria da Agência, que busca assegurar que a organização será gerenciada em conformidade com os interesses dos fornecedores de capital (CORREIA; AMARAL, 2008), tendo como problema central de análise a possibilidade do

agente assumir um comportamento oportunista (MARTINEZ, 1998), fazendo com que os objetivos de principais e agentes entrem em conflito (SHAPIRO, 2005).

Nesse sentido emerge a possibilidade de que agentes podem não atuar de acordo com os interesses de seus principais (JENSEN; MECKLING, 1976), visto que indivíduos são considerados maximizadores de sua utilidade, limitadamente racionais, auto interessados e inclinados ao oportunismo (SHAPIRO, 2005). Logo, em ambientes de assimetria informacional, gestores podem aplicar os recursos dos principais em benefício próprio (AHUJA; LAMPERT, 2001; BAPTISTA, 2008; EISENHARDT, 1989; JENSEN, 1993), resultando em conflitos e custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976; MENDES, 2001).

A unidade de análise da relação de agência corresponde ao contrato firmado entre agente e principal, dessa forma, a Teoria da Agência busca determinar qual contrato mais eficiente para ambos (EISENHARDT, 1989; JENSEN; MECKLING, 1976), uma vez que as partes apenas firmam relação profissional quando chegam a um consenso em termos de alinhamento de interesses (GARANINA; LADYZHENKO, 2014).

Entretanto, quando partes cooperantes possuem objetivos divergentes, surgem os conflitos de agência (ROSS, 1973), decorrentes do desalinhamento de interesses, e correspondem àqueles custos para monitorar comportamentos e atitudes de agentes, bem como custos com incentivos visando alinhar seus interesses com o do principal (SHAPIRO, 2005; EISENHARDT, 1989). Nesse sentido, a Teoria da Agência além de buscar identificar a natureza dos problemas existentes nas relações contratuais, sugere mecanismos para assegurar a construção de um contrato o mais eficiente possível para mitigar problemas (MARTINEZ, 1998).

Um dos principais aspectos que a Teoria da Agência adota é a suposição de uma relação conflituosa entre os objetivos das partes que compõem o contrato (CORREIA; AMARAL, 2008). Visto a impossibilidade de elaborar-se contratos perfeitos, que não dê margens para eventuais expropriações, decorrem-se os conflitos de agência (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Motivados pelo desalinhamento de interesses entre principal e agente, devido às suas diferentes funções e utilidades (JENSEN; MECKLING, 1976), foram criados importantes desafios para os proprietários do capital (MARTINEZ, 1998).

Nesse sentido, a Teoria da Agência preocupa-se em resolver dois problemas que ocorrem na relação de agência, que segundo Einsenhardt (1989) são: a) problemas de agência decorrentes de desejos ou objetivos conflitantes entre principal e agente, sendo difícil ou caro para o proprietário do capital verificar as ações do contratado - aqui o problema é o principal

não ser capaz de verificar o comportamento do agente; e, b) problema de compartilhamento de riscos, que surge quando principal e agente apresentam atitudes diferentes em relação ao risco - o problema nesse caso é que esses indivíduos podem preferir ações distintas por causa de suas preferências de riscos. Tal problema se dá uma vez que principais e agentes são submetidos a riscos distintos (MARTINEZ, 1998).

Enquanto principais são neutros ao risco, por apresentar recursos diversificados (SHAPIRO, 2005), agentes, incapazes de diversificar seu emprego, visualizam sua posição na empresa como sua única fonte de recursos, adotando uma atitude de aversão ao risco (EINSENHARDT, 1989). Assegurado pela assimetria de informação, tal comportamento dá a possibilidade ao agente de agir de forma contrária ao bem-estar do principal, visando proteger-se de possíveis ameaças (SHAPIRO, 2005).

Os problemas de agência fundamentam-se na informação assimétrica, visto que nem todos os cenários são conhecidos por ambas as partes, logo, certas consequências não são consideradas, devido as informações incompletas (HENDRIKSEN; VAN BREDÁ, 1999). Chamando a atenção para o fato de que, por possuírem melhores informações acerca das atividades, agentes agem de forma contrária aos interesses dos principais (KISER; 1999).

Para mitigar tal problema, uma das ideias-chave da Teoria é que a relação de agência deve se dar a partir de uma gestão eficiente da informação (MA *et al.*, 2022). Assim a informação é considerada uma *commodity* para as organizações, possuindo valor e preço, em um mercado imperfeito devido a assimetria (EINSENHARDT, 1989; MARTINEZ, 1998). No estudo de Martinez (1998), apresentam-se quatro momentos críticos que geram problemas de agência que demandam atenção e que a contabilidade pode auxiliar: Problemas na criação; Problemas do Controle; Problemas de desempenho; e, Problema de conclusão.

O primeiro momento refere-se à Problemas na Criação, que aborda como estruturar uma relação de agência por meio de um contrato que garanta que as ações do agente serão em prol do principal, através de compensações diretamente ligadas ao resultado do proprietário do capital. Nesse problema a contabilidade contribui mostrando o critério mais coerente para a definição da remuneração futura do agente. O segundo momento refere-se à Problemas do Controle, e busca encontrar mecanismos que monitorem o desempenho do agente, resguardando os interesses do principal. Nesse sentido, a contabilidade trabalha para identificar mecanismos que possibilitem supervisionar as atividades do gestor.

O terceiro momento que demanda atenção é referente a Problemas de Desempenho, e visa mensurar o desempenho do agente, através de mecanismos que verificam o esforço por ele

dispendido em suas atividades. Nesse momento a contabilidade contribui mensurando a contribuição de cada agente. Por fim, o quarto momento refere-se a Problemas de Conclusão, e busca encontrar a melhor forma de rompimento da relação de agência de modo harmonioso, evitando riscos. Nesse sentido, a contabilidade oferece um aparato de conhecimentos e informações que facilitam a negociação e o rompimento do contrato.

De modo geral, problemas de agência podem ser controlados a partir do monitoramento visando restringir as atividades oportunistas do agente (JENSEN; MECKLING, 1976), seja através do conselho de administração, que atua monitorando e supervisionando as decisões tomadas pelos agentes (IBGC, 2015), de auditores, que trabalham avaliando e validando suas ações (MARTINEZ, 1998), supervisores (SHAPIRO, 2005), através do monitoramento das atividades desempenhadas (MARTINEZ, 1998), sistemas de informações formais ou informais (EINSENHARDT, 1989) ou ainda através do estabelecimento de incentivos apropriados buscando alinhar os interesses entre agente e principal (JENSEN; MECKLING, 1976), incluindo os planos de remuneração executiva (SHAPIRO; 2005).

2.2 REMUNERAÇÃO EXECUTIVA

A Teoria da agência vem servindo uma estrutura teórica útil na projeção de sistemas de incentivos e regras (SHAPIRO, 2005), uma vez que o alinhamento de incentivos é o ponto central para qualquer discussão no que tange a relação principal-agente (EISENHARDT, 1989; JENSEN 1994) a fim de alinhar interesses entre as partes (SHAPIRO, 2005). Esse alinhamento descreve táticas pelas quais a tentativa de um agente em maximizar seu próprio bem-estar serve também para maximizar o bem-estar do principal, indiretamente (SOLOMON *et al.*, 2021).

O problema fundamental a ser resolvido pela GC é a busca por meios efetivos de incentivo e controle, que garantam que gestores atuarão de forma condizente aos interesses dos acionistas (BIN *et al.*, 2015), entretanto, considerando que os custos de monitoramento podem ser extremamente onerosos ao principal, recorre-se a mecanismos de incentivos econômicos que alinhem os interesses (CARVALHAL; BORDEAUX, 2010), desejando como resultado desses mecanismos, que o principal aproveite-se da produtividade e do comportamento de auto interesse do agente (SOLOMON *et al.*, 2021).

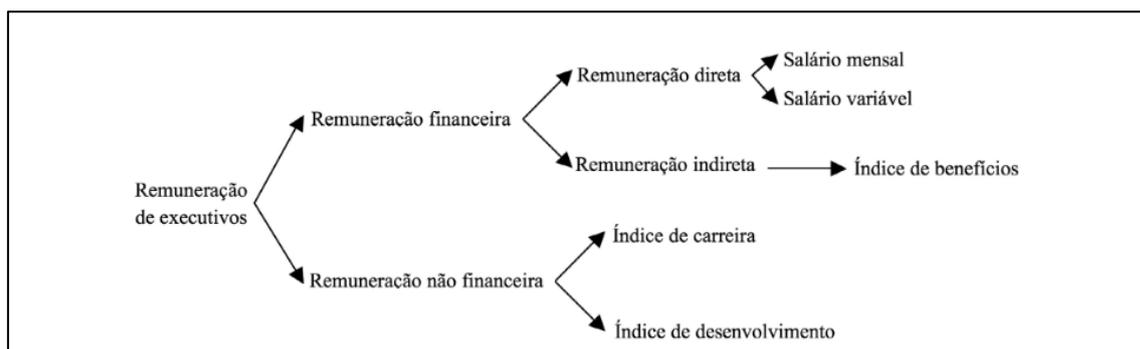
A corrente mais popular da literatura acerca da Teoria da Agência concentra-se no alinhamento de incentivos, sobretudo nas políticas de remuneração (SHAPIRO; 2005). Mecanismos de incentivos como comissões, bônus, participação acionária, opções de ações, participação nos lucros, gratificações, remuneração dos executivos, bônus anual, incentivos de

longo prazo, benefícios de pensão e aposentadorias, benefícios não monetários de pós-aposentadoria e benefícios de saúde apresentam relevância no alinhamento dos agentes aos objetivos estratégicos da firma (JENSEN; MECKLING, 1976; KRAUTER, 2013; MURPHY, 2013; SHAPIRO, 2005; XAVIER; SILVA; NAKAHARA, 1999).

Dentre tais mecanismos, o estudo explora a relevância da remuneração de executivos como mecanismo de incentivos para tal alinhamento, visto que é um dos sistemas mais relevantes, complexos e importantes na administração de recursos humanos (KRAUTER, 2009). O termo remuneração se refere aos pagamentos monetários e não monetários, usados com o intuito de recompensar colaboradores (DAFT, 1999) e pode ser determinado por meio de diferentes fatores, tais como desempenho, dimensão da empresa, características individuais, estratégia organizacional e crescimento de mercado (BARKEMA; GOMES MEJLA, 1998).

Nesse sentido, o século XX trouxe consigo inúmeras mudanças às organizações, e no que tange à remuneração de executivos, destaca-se a adição de uma parcela variável ou outras formas de recompensas à já tradicional remuneração fixa (BEUREN; SILVA, 2015). Dessa forma, ao considerar a existência de diversas modalidades de remuneração (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014), a determinação de qual modalidade de recompensas a organização utilizará para recompensar o executivo é a base de uma política de remuneração (KRAUTER, 2013). As opções de remuneração disponíveis são apresentadas na Figura 1.

Figura 1 – Tipos de remuneração de executivos



Fonte: Krauter (2009).

A remuneração fixa corresponde ao montante em dinheiro que é previamente ajustado entre as partes (CHIAVENATO, 1989), como salários e benefícios, incluindo contribuições sociais, décimo terceiro salário, férias e ainda benefícios indiretos, tais como auxílio alimentação e assistência médica (MURPHY, 1999; OLIVA; ALBUQUERQUE, 2007; WOOD; PICARELLI, 2004). Por outro lado, a remuneração variável corresponde ao montante em dinheiro recebido pelo alcance de determinadas metas previamente estipuladas entre agente

e principal (KRAUTER, 2013), considerando a participação nos lucros e participação acionária (HANASHIRO; TEIXEIRA; ZACCARELLI, 2008), sendo ligada diretamente ao desempenho da organização (WOOD; PICARELLI, 2004).

Entretanto, a remuneração pode ser a solução para conflitos de agência ou um problema que os gerem (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004). Tal fato se dá uma vez que executivos agem visando aumentar sua remuneração. Nesse sentido, identificar os fatores que mais contribuem para o aumento da remuneração dos executivos permite desenvolver um pacote eficaz, que não dê aos agentes a possibilidade de operarem apenas em interesses próprios (GARANINA; LADYZHENKO, 2014). Para isso, uma forma de mitigar possíveis desalinhamentos de interesse, é atrelar a remuneração dos executivos ao desempenho da empresa (MURPHY, 1999), aproveitando-se do comportamento oportunista e do interesse próprio do agente em benefício da organização (SOLOMON *et al.*, 2021).

2.3 REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DESEMPENHO

A remuneração executiva, ao mesmo tempo em que estimula a busca por desempenhos melhores, alinha o comportamento dos gestores com os objetivos estratégicos da organização, empurrando a empresa aos níveis superiores de desempenho (BÁLKIN; GOMEZ-MEJIA, 1987). Nesse contexto, diversas pesquisas exploraram a relação entre remuneração executiva e desempenho financeiro e de mercado (AGUIAR; PIMENTEL, 2017).

Nos Estados Unidos, desde o ano de 1938 já existem normas específicas para a evidenciação da remuneração de executivos, que obriga as empresas que negociam ações em bolsas de valores a divulgarem suas políticas de remuneração (MACHADO; BEUREN, 2015). No Brasil, a resistência por parte das empresas em divulgar dados sobre a remuneração de executivos dificultava a realização de pesquisas acerca do tema (KRAUTER, 2013).

Entretanto, em 7 de Dezembro de 2009 a CVM juntamente com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) regulamentaram práticas de evidenciação da remuneração dos executivos, através da Instrução Normativa nº 480. Essa regulamentação determina que a política de remuneração executiva deve ser evidenciada nos Formulários de Referências das companhias que negociam ações na bolsa de valores. Dessa forma, pesquisas que exploram questões relacionadas à remuneração de executivos estão sendo impulsionadas no meio acadêmico (BEUREN; SILVA, 2015), cenário que já acontecia internacionalmente (SOUZA; RISSATTI *et al.*, 2019), entretanto seus resultados ainda são inconclusivos (AGUIAR; PIMENTEL, 2017).

Attaway (2000) examinou a relação entre o desempenho da empresa e a remuneração do CEO de 42 grandes empresas do setor de computadores e eletrônicos, nos Estados Unidos, no período de 1992 a 1996. Através das variáveis de controle idade do CEO, tempo de mandato, porcentagem de ações e escolaridade do CEO, e do indicador de desempenho ROE foi possível verificar a existência de uma relação fraca, porém positiva, entre desempenho e remuneração do CEO.

Já na pesquisa de Krauter (2009) que investigou a relação remuneração-desempenho em uma amostra de 44 organizações do setor industrial no ano de 2006, através dos indicadores financeiros de crescimento de vendas, ROE e margem líquida, os resultados indicaram associações fracas e negativas entre o índice de carreira e crescimento de vendas, índice de carreira e ROE e índice de desenvolvimento e ROE, e uma associação fraca e positiva entre índice de benefícios e margem líquida de vendas. Dessa forma, os resultados não permitiram comprovar a existência de uma relação positiva e significante entre remuneração dos executivos e desempenho financeiro.

Da mesma forma, Fernandez e Mazzioni (2015), a partir de uma investigação com 41 empresas listadas na BMF&BOVESPA no período de 2009 a 2011, encontraram resultados variados que não permitiram indicar correlação entre remuneração total dos executivos e desempenho. Entretanto os achados desse estudo mostram uma tendência de correlações positivamente significativas para a remuneração variável. Nessa mesma linha, Leite e Hein (2019) analisaram a relação entre remuneração e desempenho econômico e financeiro de 36 empresas listadas no IBrX50, nos anos de 2012 a 2017. Os resultados mostraram que a remuneração fixa possui relação negativa com desempenho econômico e financeiro, enquanto que a remuneração variável de curto prazo e total apresentam relação positiva.

Degenhart, Martins e Hein (2017) analisaram a relação entre desempenho econômico-financeiro e a remuneração dos diretores executivos de 219 empresas listadas na B3, nos anos de 2011 a 2015. Os achados mostram que as variáveis ROA e Tamanho da Empresa apresentam relações significativas e positivas com a remuneração fixa, variável e total dos executivos.

Do mesmo modo, Aguiar e Pimentel (2017), com uma amostra de 333 empresas, no período de 2011 a 2015, encontraram relações positivas em ambos os desempenhos, tanto no curto como no longo prazo, sugerindo ainda uma relação bilateral entre remuneração e desempenho. Já Silva *et al.* (2018), investigando a remuneração de gestores de 48 empresas participantes do IBOVESPA e seus indicadores de desempenho, encontraram evidências de uma correlação significativa apenas para os indicadores Q de Tobin e variação do Valor de

Mercado, apontando para a inexistência de correlação entre remuneração e os indicadores Lucro por ação e ROE.

Com base no exposto, percebe-se que a relação entre remuneração executiva e desempenho apresenta resultados conflitantes. Essa análise reforça a ideia de que a remuneração executiva depende do desempenho da empresa (GARANINA; LADYZHENKO, 2014), entretanto, o desempenho não é o único fator que influencia a remuneração (BEBCHUK; GRINSTEIN, 2005). Desse modo, emerge da literatura que a remuneração executiva é influenciada tanto por questões pessoais (SILVA; HAVEROTH; ROHENKOHL, 2017), quanto por características da empresa (CARVALHO, 2016; DEGENHART *et al.*, 2017; RODRIGUES, 2022).

Nesse sentido, e considerando as evidências encontradas na literatura que sugerem um desalinhamento entre remuneração e desempenho, devido ao baixo nível de explicação dos modelos utilizados anteriormente (ERMEL; MEDEIROS, 2020; DEGENHART *et al.*, 2017; FERNANDEZ; MAZZIONI, 2015; LEITE; HEIN, 2019; SOUZA *et al.*, 2017), busca-se possíveis explicações para este fenômeno.

Possíveis explicações podem ser, seguindo a lógica da Teoria da Agência, os contratos complexos de compensação de executivos, que acabam favorecendo o desalinhamento da remuneração recebida em troca do desempenho entregue (MARQUEZAN *et al.*, 2021). Também pode estar relacionado à abordagem do poder gerencial, uma vez que há evidências de distorções nos pacotes de recompensas, onde se prioriza o nível da remuneração dos executivos, em detrimento dos resultados entregues ao proprietário do capital (AKRAM; ABRAR UL HAQ, 2019; BEBCHUCK; FRIED, 2003; MARQUEZAN *et al.*, 2021), supondo inclusive que características pessoais e situacionais do tomador de decisão podem influenciar em sua remuneração, como idade, formação profissional, tempo a frente da empresa, se acionista ou não, uma vez que tais fatores aumentam o poder do gestor no processo de tomada de decisão (GUNASEKARAGE; LUONG; TRUONG, 2020; HAMBRICK; MASON, 1984; LEITE *et al.*, 2022).

Outra possível explicação para a parcela da remuneração executiva que não é explicada pelo desempenho, é por meio da análise do Conselho de Administração, que é o responsável por elaborar e negociar os pacotes de remuneração (ANDRADE *et al.*, 2009), logo, supõe-se que as características do CA podem influenciar no ajuste dos contratos de remuneração. Características como tamanho e independência do conselho, dualidade de cargos entre CEO e presidente do CA, número de executivos por conselheiros são vistas como variáveis que podem

influenciar o desalinhamento da remuneração ao desempenho da empresa (MARQUEZAN *et al.*, 2021).

A partir desses pontos, percebe-se que diversos elementos são capazes de influenciar e explicar a remuneração dos executivos que não é alinhada ao desempenho. Com isso, faz-se necessário investigar quais fatores são capazes de explicar a parcela da remuneração que não é por consequência do desempenho obtido pela empresa. Nesse sentido, esta pesquisa adota o gerenciamento de resultados por meio das operações como um elemento capaz de influenciar a remuneração dos CEOs, executivo estudado nesta pesquisa, a fim de reportar maiores lucros, visando barganhar sua remuneração (ALI; ZHANG, 2015). A remuneração é percebida pelo executivo como um incentivo para a realização de tais práticas (MARTINEZ, 2001), manifestando dessa forma, o comportamento oportunista do executivo, através de práticas de gerenciamento de resultados, visando uma remuneração adicional (DAL MAGRO *et al.*, 2019). Dessa forma, a seção seguinte aborda o gerenciamento de resultados.

2.4 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Partindo da visão da Teoria da Agência onde considera que os agentes podem, ao invés de tentar maximizar o lucro do principal, agir buscando atingir seus próprios objetivos (AHUJA; LAMPERT, 2001; BAPTISTA, 2008) em ambientes onde o controle e a propriedade estão ancorados em diferentes indivíduos (JENSEN; MECKLING, 1976), com assimetria de informações (SCHIPPER, 2003), tal cenário favorece a existência de interesses individuais desalinhados, o que incentiva a prática de gerenciamento de resultados (GR) dentro das organizações (REIS *et al.*, 2014).

Tal prática consiste na realização de opções contábeis discricionárias, decisões operacionais, ou escolha de critérios na divulgação das demonstrações financeiras, visando atingir metas específicas em relação a resultados apresentados nas demonstrações da empresa (CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JUNIOR, 2016; MARTINEZ, 2013), ou seja, é uma intervenção proposital no processo de divulgação de informações e escolhas contábeis e operacionais, visando obter algum ganho pessoal (SCHIPPER, 1989), utilizando, assim, da liberdade permitida na legislação para atingir seus interesses pessoais (NARDI; NAKÃO, 2009) ou em prol da entidade e acionistas (LOCATELLI *et al.*, 2021).

Destaca-se que a discricionariedade é inerente aos processos contábeis (SPRENGER *et al.*, 2017), e corresponde à relativa liberdade de atuação atribuída ao administrador no processo de tomada de decisão, dando-lhe poder de decidir conforme entenda ser esta ou aquela a melhor

decisão a ser tomada (FILHO, 2021), bem como liberdade na mensuração do resultado (LOPES; MARTINS, 2005). Do mesmo modo, o gerenciamento de resultados não corresponde a ações fraudulentas, visto que este ocorre dentro da norma contábil, enquanto que fraudes correspondem a práticas não permitidas por órgãos reguladores (MARTINEZ, 2013; GUNNY, 2005), logo, o GR corresponde a tratamentos contábeis diferenciados, mas igualmente aceitos (GOULART, 2007).

Entretanto, mesmo sendo uma prática que faz parte do dia a dia das organizações, esta demanda atenção, uma vez que a discricionariedade associada à existência de interesses conflitantes entre agente e principal, pode incentivar o uso da liberdade do tomador de decisão para outras finalidades que não prover a verdadeira e apropriada visão da empresa, deixando de agir no melhor interesse do seu contratante (ERMEL; MONTE, 2018; SPRENGER *et al.*, 2017), o que afeta negativamente a companhia (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010), uma vez que quanto maior o gerenciamento de resultados, maior a assimetria de informações, maior a incerteza dos usuários, o que resulta em decisões econômicas menos eficientes (LOPES; MARTINS, 2005).

Desta forma, assumindo que gestores são potencializadores do seu próprio esforço, estes possuem motivos suficientes para realizarem escolhas contábeis a fim de lhes trazer benefícios pessoais (REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015), uma vez que, na ausência de potenciais benefícios, gestores não teriam interesse em gerenciar resultados (HEALY; WAHLEN, 1999). Walker (2013) apresenta três conjuntos de incentivos para o gerenciamento de resultados, sendo eles: (1) incentivos contratuais e metas relacionadas a relatórios financeiros, no tocante a remuneração dos executivos, visto que empresas que pagam remuneração variável a seus executivos apresentam maiores níveis de GR (SANTANA, 2008; VASSOLER, 2010); (2) incentivos do mercado de capitais, visando manipular a informação contábil a fim de influenciar a percepção de risco dos investidores (MARTINEZ, 2001), e; (3) incentivos de partes externas ou stakeholders, que também são influenciados pelos resultados contábeis, voltando-se o interesse à concorrentes, funcionários, clientes e órgãos do governo (MARTINEZ, 2013).

Dessa forma, o gerenciamento de resultados pode ser dividido em duas principais categorias: baseada em *accruals* (GRA) e baseada em atividades operacionais (GRDO) (GUNNY, 2005). Tais categorias apresentam diferenças fundamentais, dentre elas o impacto no fluxo de caixa operacional causado pelo GRDO, enquanto que os *accruals* não guardam obrigatoriamente esta relação (MARTINEZ, 2013).

O gerenciamento por *accruals* ocorre quando os administradores fazem uso do seu poder discricionário sobre os registros contábeis, ajustando o resultado a ser reportado nas demonstrações financeiras (CUPERTINO, 2013). Dessa forma, são acumulações provenientes de contas de resultados que entram na apuração do lucro contábil, entretanto, sem movimentações no fluxo de caixa (MARTINEZ, 2001). Esse tipo de gerenciamento se refere ao reconhecimento, mensuração e divulgação de eventos econômicos, não definidos pela objetividade e que, no processo de sua evidenciação, dependem do julgamento e estimativas dos gestores (GOULART, 2007).

Para Reis *et al.*, (2014), a realização do GRA é motivada por dois principais pontos, que em última análise, trazem benefícios ao tomador de decisão: se as medidas contábeis são a base para a fixação de sua remuneração, estes teriam interesse em aumentar tais medidas, a fim de incrementar sua remuneração. Por outro lado, se a remuneração é vinculada ao desempenho de mercado, os gestores também teriam interesse em aumentá-lo ou, no mínimo, suavizar resultados desfavoráveis, visando transparecer uma condição empresarial saudável e atraente a investimentos.

A manipulação por *accruals* corresponde à categoria preferida pelos administradores para o GR, visto que não consome recursos da entidade (XU, 2007), e não influencia a estrutura operacional das empresas (REIS *et al.*, 2014). O que pode explicar um maior interesse por parte dos pesquisadores nesta categoria de gerenciamento de resultados (RODRIGUES *et al.*, 2017). Entretanto o GRA é mais fácil de ser detectado pelo mercado, por órgãos reguladores e empresas de auditoria, o que acaba estimulando os gestores a utilizar o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais como alternativa de atingirem seus objetivos pessoais (COHEN; ZAROWIN, 2010).

Dessa forma, *stakeholders* devem considerar não apenas os efeitos de acumulações discricionárias, mas também aqueles oriundos das práticas operacionais adotadas pelos gestores, que refletem no resultado organizacional (CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR, 2015), visto que são considerados mais danosos para as empresas e usuários por afetarem o caixa e não apenas o lucro (ROYCHOWDHURY, 2006). Nesse sentido, o gerenciamento por meio de decisões operacionais ou manipulação das atividades reais (GUNNY, 2010) corresponde ao desvio das práticas operacionais, devido ao desejo dos gestores de manipularem os usuários da informação contábil, aos quais acreditam que as metas organizacionais foram cumpridas através do curso normal das operações da empresa (REIS *et al.*, 2014; ROYCHOWDHURY, 2006). Assim, O GRDO ocorre quando os gestores alteram as atividades

operacionais da organização visando impulsionar ou reduzir os resultados do período (GUNNY, 2010), de acordo com suas percepções de como as atividades irão se desdobrar ao longo do ciclo operacional (CUPERTINO, 2013).

Ao contrário do gerenciamento por *accruals*, que é realizado principalmente entre o encerramento do exercício social e a divulgação das demonstrações financeiras, o gerenciamento das atividades reais é realizado ao longo do exercício financeiro, representando uma forma *ex ante* de GR, enquanto que os *accruals* são apontados como uma forma *ex post* de manipulação (CUPERTINO, 2013), o que o torna mais complexo de detectar, se comparado ao GRA (ZANG, 2012), visto que é difícil para usuários externos determinarem quais decisões operacionais são classificadas como ideais para a empresa ou não (GE, 2010).

Os CEOs podem optar pelo GRDO, uma vez que os mecanismos de governança corporativa são mais suscetíveis ao monitoramento das manipulações de resultados através de decisões operacionais, devido à dificuldade de detectar o real interesse por trás das decisões tomadas, que podem ser confundidas com estratégias visando aumentar a competitividade da firma ou em resposta ao ambiente macroeconômico (DAL MAGRO *et al.*, 2019). Nesta perspectiva, o GRDO acontece na rotina das organizações principalmente através do aumento da receita por meio da redução de preço, lançamento de novos produtos ou serviços, retenção e obtenção de clientes (GARANINA; LADYZHENKO, 2014), da concessão de descontos, facilidades de crédito, diminuição de despesas com P&D, redução de despesas com vendas, gerais e administrativas e redução dos custos dos produtos vendidos, através do aumento da produção, visando diluir custos fixos (GUNNY, 2005; ROYCHOWDHURY, 2006), o que resulta no aumento dos resultados contábeis do período (GARANINA; LADYZHENKO, 2014).

A partir das práticas citadas, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais afeta o lucro da empresa (GUNNY, 2010), e visto que este é utilizado para diversas finalidades dentro de uma organização, dentre elas a fixação da remuneração de executivos (CUPERTINO *et al.*, 2015), chega-se às três hipóteses de pesquisa.

Diante do exposto, considerando que as práticas de GRDO afetam o lucro da empresa (GARANINA; LADYZHENKO, 2014), e que o gerenciamento de resultados reais é uma das alternativas que os executivos corporativos têm para obter ganhos pessoais, (ZHOU ET AL., 2018), assume-se que o gestor de topo pode utilizar de seu poder e liberdade discricionária para gerenciar os resultados através de decisões operacionais (SPRENGER *et al.*, 2020). E dessa forma, que a partir do poder de decisão e liberdade discricionária do executivo, a sua

remuneração e da diretoria estatutária como um todo seja beneficiada pelos reflexos da adoção das práticas de gerenciamento de resultados reais nos resultados da empresa, refletindo positivamente em suas remunerações. Dessa forma, chega-se as duas primeiras hipóteses de pesquisa, que estabelecem que:

H1: *O gerenciamento de resultados por decisões operacionais está positivamente relacionado à remuneração do CEO.*

H2: *O gerenciamento de resultados por decisões operacionais está positivamente relacionado à remuneração da diretoria estatutária.*

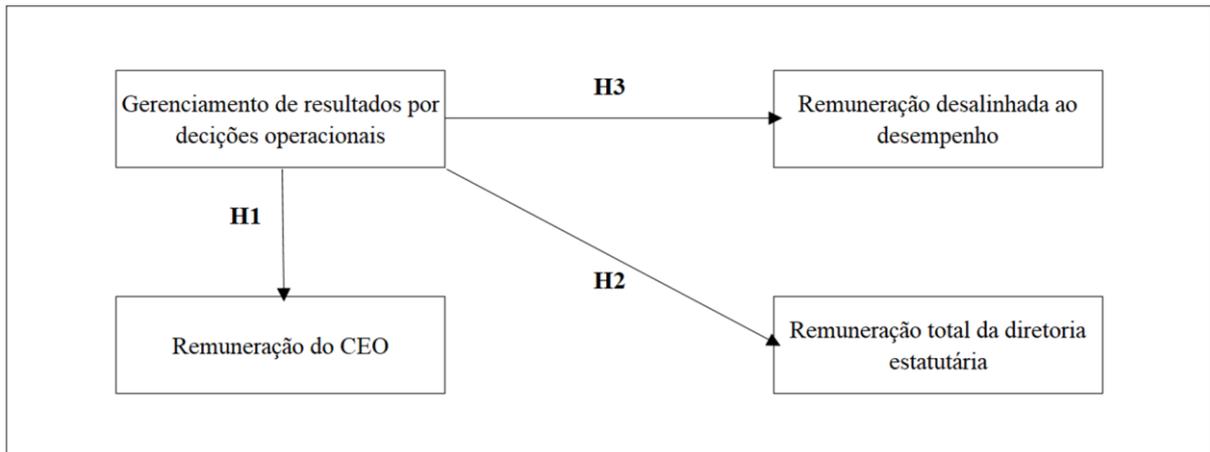
Por fim, a terceira hipótese desta pesquisa considera os resultados das pesquisas que exploraram a relação entre remuneração executiva e desempenho, onde encontraram percentuais de explicação variados e de modo geral, baixos, sugerindo a existência de uma parcela da remuneração do CEO que não é explicada pelo desempenho da empresa (DEGENHART et al., 2017; ERMEL; MEDEIROS, 2020; FERNANDEZ; MAZZIONI, 2015; LEITE; HEIN, 2019; SOUZA et al., 2017).

Neste sentido, o presente estudo considera que as práticas de gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais adotadas pelo CEO podem configurar uma destas variáveis que desalinham a remuneração do gestor de topo ao desempenho da empresa. Desse modo, a terceira hipótese estabelece que:

H3. *O gerenciamento de resultados por decisões operacionais está positivamente relacionado à parcela da remuneração do CEO desalinhada ao desempenho.*

Diante do exposto, a Figura 2 apresenta o Modelo Teórico que ilustra as relações testadas neste estudo.

Figura 2 – Modelo Teórico de Análise



Fonte: elaborado pela autora.

Apresentado as hipóteses de pesquisa e o modelo teórico de análise, a seguir são delimitados os aspectos metodológicos.

3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

Nesta seção são apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para o alcance dos objetivos inicialmente propostos. Dessa forma, apresenta-se o enquadramento da pesquisa, a população e amostra investigada, as variáveis que propuseram o trabalho, o processo de coleta de dados e por fim, a técnica utilizada para análise dos dados.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

O estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva, visto que busca descrever características de um determinado fenômeno, ou estabelecer relações entre variáveis (HAIR *et al.*, 2007; MALHOTRA, 2011). Na pesquisa descritiva, classifica-se como um estudo longitudinal, uma vez que intenciona descrever o comportamento de eventos ao longo do tempo, onde a variação dos fatores no decorrer do período pode afetar as hipóteses testadas na pesquisa (HAIR *et al.*, 2007).

Quanto à abordagem do problema, a pesquisa classifica-se como quantitativa, uma vez que é centrada na objetividade, com seus dados analisados por meio de procedimentos estatísticos e seus resultados podendo ser quantificados, a partir de dados coletados por meio de amostras frequentemente grandes, assim consideradas representativas da população investigada (FONSECA, 2002).

Quanto aos procedimentos, a pesquisa classifica-se como análise documental, através de dados secundários. A pesquisa documental é validada através de materiais que não receberam nenhuma análise aprofundada e visa interpretar informações brutas, transformando-as em dados específicos, permitindo assim melhor entendimento (RAUPP; BEUREN, 2013). Dados secundários por sua vez são dados coletados de informações já existentes analisadas e tabuladas previamente (MARCONI; LAKATOS, 2010) para objetivos distintos do que o problema em questão, de fácil acesso, cuja coleta não seria possível através de dados primários (MALHOTRA, 2011).

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Devido à variedade de temas, ao iniciar um estudo deve-se selecionar o que se deseja investigar, escolhendo determinados ângulos para a definição da população ou universo da pesquisa (COLAUTO; BEUREN, 2010). Dessa forma, a população-alvo desta pesquisa

compreendeu as companhias de capital aberto não financeiras listadas na B3, no período de 2015 a 2021. Considerando as características específicas das empresas financeiras (SILVA *et al.*, 2018), estas não fizeram parte das empresas analisadas na pesquisa, seguindo a mesma técnica adotada por Beuren, Silva e Mazzini (2014) e Freitas, Vasconcelos e Luca (2020).

A amostra inicial contou com 560 observações, de 90 empresas, com dados de 2015 a 2021, distribuídas em setores conforme Tabela 1. Essas foram utilizadas para cálculo das variáveis de Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais e a Remuneração Executiva Desalinhada do Desempenho, buscando obter os dados para os testes finais.

Tabela 1 – Amostra inicial – 2015-2021

Setor	n	Empresas
Bens Industriais	99	18
Consumo Cíclico	178	28
Consumo não Cíclico	36	6
Materiais Básicos	78	12
Saúde	34	5
Tecnologia da Informação	14	2
Utilidade Pública	121	19
Totais	560	90

Fonte: dados da pesquisa

Com essas, utilizando as técnicas descritas no tópico 3.3, foi possível calcular as variáveis de interesse do estudo.

3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA E MODELOS ECONOMETRÍCOS

As variáveis de pesquisa são tudo aquilo que pode assumir diferentes valores ou atributos necessários para a compreensão do fenômeno ou fato investigado (RAUPP; BEUREN, 2013), sendo que sem variáveis fica impossível ter clareza quanto aos rumos e conteúdo de uma investigação (TRIVIÑOS, 1987). Dessa forma, para testar as hipóteses de pesquisa que investigam o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e a remuneração do CEO e do total da diretoria estatutária, utilizou-se seis modelos econométricos.

3.3.1 Variáveis relacionadas à remuneração executiva e aos desempenhos financeiro e de mercado

Foram selecionadas duas variáveis sobre a remuneração do CEO e uma que contempla a remuneração total da diretoria estatutária. Essas, juntamente com as variáveis que representam o desempenho financeiro e o desempenho de mercado, estão apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis sobre Remuneração executiva e remuneração desalinhada ao desempenho

Variáveis	Mensuração	Fonte	Referências
$REMCEOS_{it}$	Remuneração total do CEO da empresa i do ano t .	Formulário de Referência.	Marquezan, Velho e Zonatto (2021); Santana (2008); Vassoler (2010).
$REMCEO_{it}$	Logaritmo de $REMCEOS_{it}$.		
$REMCEO\$ne_{it}$	Remuneração do CEO desalinhada do desempenho, da empresa i no tempo t , em milhares de reais.	Módulo do resíduo: eq [1] [3]	Marquezan, Velho e Zonatto (2021).
$REMCEOne_{it}$	Logaritmo de $REMCEO\$ne_{it}$.		
$REMDIR\$_{it}$	Remuneração total da diretoria estatutária da empresa i do ano t , em milhares de reais.	Formulário de Referência.	Marquezan, Velho e Zonatto (2021).
$REMDIR_{it}$	Logaritmo de $REMDIR\$_{it}$.		
ROE_{it}	Retorno sobre o Patrimônio Líquido da empresa i no tempo t , obtido pela razão entre Lucro Líquido e Patrimônio Líquido.	Economática®	Brandão <i>et al.</i> (2019); Silva <i>et al.</i> (2018); Aguiar e Pimental (2017); Beuren <i>et al.</i> (2014).
$QTOBIN_{it}$	Q de Tobin. Desempenho de mercado da empresa i no tempo t , medido por (Valor de Mercado + Dívida Bruta)/Ativo.	Economática®	Granzotto e Sonza (2019); Silva <i>et al.</i> (2018); Aguiar e Pimental (2017); Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015).

Fonte: Elaborado pela autora.

As duas variáveis referentes à remuneração do CEO, correspondem à remuneração total do CEO e a remuneração do CEO não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado. A última é medida através do modelo econométrico [1], onde o valor da remuneração do CEO desalinhada do desempenho corresponde ao erro do modelo, em módulo, estimado por mínimos quadrados ordinários.

$$REMCEOS_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 QTOBIN_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

Onde:

$REMCEOS_{it}$: Remuneração total do CEO empresa i no período t ;

ROE_{it} : Retorno do Patrimônio Líquido da empresa i no período t ;

$QTOBIN_{it}$: QTobin da empresa i no período t ;

β_0 : Constante do modelo;

β_1, β_2 : Coeficientes estimados do modelo;

ε_{it} : Termos de erro do modelo.

O desempenho financeiro foi determinado pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido (*Return on Equity* - ROE), baseando-se na abordagem de Campbell, Johnston Sefcik e Soderstrom (2007), relacionada ao desempenho de curto prazo (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2002; ATKINSON *et al.*, 2008; HEISLER, 2007), enquanto que o desempenho de mercado é analisado pelo Q de Tobin, de acordo com os estudos de Silva *et al.* (2018), Aguiar e Pimental (2017) e Beuren *et al.* (2014).

3.3.2 Variáveis relacionadas ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais

Para verificar o nível de gerenciamento de resultados reais, selecionou-se duas variáveis, apresentadas no Quadro 2.

Quadro 2 – Variáveis sobre Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais

Variáveis	Mensuração	Fonte	Referências
$AFCO_{it}$	Valor anormal de Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no tempo t .	Módulo do Resíduo: Eq. [2]	Reis, Cunha e Ribeiro (2014); Cohen e Zarowin (2010); Martinez e Cardoso (2009); Roychowdhury (2006); Gunny (2005); Dechow, Kothari e Watts (1998).
$APROD_{it}$	Valor anormal de Nível de Produção da empresa i no tempo t .	Módulo do Resíduo: Eq. [3]	Reis, Cunha e Ribeiro (2014); Cohen e Zarowin (2010); Martinez e Cardoso (2009); Roychowdhury (2006); Gunny (2005); Dechow, Kothari e Watts (1998).
$PROD_{it}$	Soma do custo dos produtos vendidos e da variação de estoques da empresa i no tempo t , em milhares de reais.	Economática®	Reis, Cunha e Ribeiro (2014); Cohen e Zarowin (2010); Martinez e Cardoso (2009); Roychowdhury (2006); Gunny (2005); Dechow, Kothari e Watts (1998).
FCO_{it}	Valor do fluxo de caixa operacional da empresa i no tempo t , em milhares de reais.	Economática®	Reis, Cunha e Ribeiro (2014); Cohen e Zarowin (2010); Martinez e Cardoso (2009); Roychowdhury (2006); Gunny (2005); Dechow, Kothari e Watts (1998).
A_{it}	Valor do ativo total da empresa i no tempo t , em milhares de reais.	Economática®	Reis, Cunha e Ribeiro (2014); Cohen e Zarowin (2010); Martinez e Cardoso (2009); Roychowdhury (2006); Gunny (2005); Dechow, Kothari e Watts (1998).
RL_{it}	Valor da receita líquida de vendas da empresa i no tempo t , em milhares de reais.	Economática®	Reis, Cunha e Ribeiro (2014); Cohen e Zarowin (2010); Martinez e Cardoso (2009); Roychowdhury (2006); Gunny (2005); Dechow, Kothari e Watts (1998).

Fonte: Elaborado pela autora.

Identificar a manipulação de resultados por meio de atividades operacionais exige a aplicação empírica de modelos que estimem o nível “normal” destas atividades, em que os resíduos da regressão representam o nível “anormal”, funcionando como *proxies* para as variáveis de gerenciamento (CUPERTINO *et al.*, 2015). Dessa forma, para testar as hipóteses H1, H2 e H3 foram selecionadas duas variáveis relativas ao GRDO, sendo elas o valor anormal de fluxo de caixa operacional ($AFCO_{it}$) e o valor anormal do nível de produção ($APROD_{it}$). Foram escolhidas duas possíveis prática de GRDO, uma com impacto nos níveis de caixa e outra nos níveis de lucro, visto que gestores podem adotar mais de um tipo de gerenciamento de resultados reais simultaneamente, devido suas múltiplas motivações (GUNNY, 2010).

Sendo assim, em relação à variável $AFCO_{it}$, considera-se que fatores como a concessão de descontos, facilidades de pagamento (REIS *et al.*, 2014) redução no preço dos produtos vendidos e lançamento de novos produtos ou serviços (GARANINA; LADYZHENKO, 2014), podem favorecer momentaneamente um aumento no volume de vendas, o que impulsiona os resultados do período (REIS *et al.*, 2014). Entretanto, altos níveis de descontos nos preços e superprodução geram custos de produção anormalmente altos se comparados às vendas, bem como, os custos de produção e manutenção dos produtos resultantes da superprodução que não são vendidos no mesmo exercício, resultam em fluxos de caixa operacional inferiores aos níveis normais de vendas (ROYCHOWDHURY, 2006).

Dessa forma, para verificar o nível normal de FCO e medir o nível de gerenciamento de resultados através do aumento no volume de vendas, utilizou-se o segundo modelo econométrico, desenvolvido por Roychowdhury (2006), onde o erro do modelo evidenciará o nível anormal de FCO.

$$\frac{FCO_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

Onde:

$FCO_{i,t-1}$: Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no período $t-1$;

$A_{i,t-1}$: Ativo Total da empresa i no período $t-1$;

RL_{it} : Receita Líquida da empresa i no período t ;

ΔRL_{it} : Variação na Receita Líquida da empresa i do período t em relação ao t ;

β_0 : Constante do modelo;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: Coeficientes estimados do modelo;

ε_{it} : Termos de erro do modelo.

Do mesmo modo, relativo à variável $APROD_{it}$, adota-se que um aumento anormal nos níveis de produção diminui os custos fixos unitários, através da diluição destes em um maior número de produtos (GUNNY, 2005), refletindo no custo total por unidade (ROYCHOWDHURY, 2006), e no custo da mercadoria vendida (GUNNY, 2005), logo, proporciona maiores margens operacionais (COHEN; DEY; LYS, 2008).

Sendo assim, para medir o nível de gerenciamento de resultados relacionados ao nível de produção utilizou-se o terceiro modelo econométrico da pesquisa, também desenvolvido por Roychowdhury (2006), onde se espera que todos os coeficientes do modelo sejam positivos, visto que se assume que as vendas aumentam nas mesmas proporções que os níveis de produção (REIS *et al.*, 2014; MARTINEZ; CARDOSO, 2009). Dessa forma, o nível anormal de produção corresponderá ao erro do modelo.

$$\frac{PROD_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad [3]$$

Onde:

$PROD_{it}$: Soma dos custos dos produtos vendidos com a variação dos estoques da empresa i no período t ;

$A_{i,t-1}$: Ativo Total da empresa i no período $t-1$;

$RL_{i,t}$: Receita Líquida da empresa i no período t ;

$\Delta RL_{i,t}$: Variação na Receita Líquida da empresa i do período t em relação a $t-1$;

$\Delta RL_{i,t-1}$: Variação na Receita Líquida da empresa i do período $t-1$ em relação a $t-2$;

β_0 : Constante do modelo;

β_1 a β_4 : Coeficientes estimados do modelo;

ε_{it} : Termos de erro do modelo.

Os testes, em ambos os modelos, foram realizados utilizando diversas regressões múltiplas obtidas por mínimos quadrados ordinários, segregadas por setor e ano, conforme Roychowdhury (2006). Os resíduos, em módulo, constituíram os dados finais das variáveis $AFCO_{it}$ e $APROD_{it}$.

3.3.3 Modelos econométricos para testes das hipóteses

A lista das variáveis dependentes, independentes, de controle e instrumentais utilizadas para investigar as relações testadas pelas hipóteses desta pesquisa são apresentadas no Quadro 3.

Quadro 3 – Variáveis dependentes, independentes, de controle e instrumentais

Hip.	Relações	Variáveis			
		Independente	Dependente	Controles	Instrumentais
H1	GRDO → Remuneração do CEO	$AFCO_{it}$ $APROD_{it}$	$REMCEO_{it}$	ROE_{it} $QTOBIN_{it}$	TAM_{it} : Tamanho da empresa, representado pelo logaritmo do ativo total da empresa i no tempo t (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1989; VO; CAMIL, 2019).
H2	GRDO → Remuneração total da Diretoria	$AFCO_{it}$ $APROD_{it}$	$REMDIR_{it}$	ROE_{it} $QTOBIN_{it}$	
H3	GRDO → Remuneração do CEO desalinhada ao desempenho	$AFCO_{it}$ $APROD_{it}$	$REMCEONE_{it}$	–	END_{it} : Endividamento, representado pela razão entre a dívida bruta e o ativo total da empresa i no tempo t .

Fonte: elaborado pela autora

Dessa forma, após apresentadas as variáveis dependentes, independentes e instrumentais relativas às hipóteses da pesquisa, chega-se aos últimos três modelos econométricos do estudo que verificarão a remuneração total do CEO e a remuneração do CEO desalinhada do desempenho através das variáveis independentes de gerenciamento de resultados por decisões operacionais.

$$REMCEO_{it} = \beta_0 + \beta_1 AFCO_{it} + \beta_2 APROD_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 QTOBIN_{it} + \varepsilon_{it} \quad [4]$$

$$REMCEONE_{it} = \beta_0 + \beta_1 AFCO_{it} + \beta_2 APROD_{it} + \varepsilon_{it} \quad [5]$$

$$REMDIR_{it} = \beta_0 + \beta_1 AFCO_{it} + \beta_2 APROD_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 QTOBIN_{it} + \varepsilon_{it} \quad [6]$$

Onde:

$REMCEO_{it}$: Logaritmo da remuneração total do CEO da empresa i no período t ;

$REMCEONE_{it}$: Logaritmo da remuneração do CEO não explicada pelo desempenho financeiro e de mercado da empresa i no período t ;

$REMDIR_{it}$: Logaritmo da remuneração total da diretoria estatutária da empresa i no período t ;

$AFCO_{it}$: Valor anormal de Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no tempo t .

$APROD_{it}$: Valor anormal de Nível de Produção i no tempo t .

ROE_{it} : Retorno do Patrimônio Líquido da empresa i no período t ;

$QTOBIN_{it}$: Q de Tobin da empresa i no período t ;

β_0 : Constantes do modelos;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Coeficientes estimados dos modelos;

ε_{it} : Termos de erros dos modelos.

Para todas as variáveis investigadas nos modelos econométricos, espera-se coeficientes positivos, representando relações diretas.

3.4 PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS

Os dados foram coletados por meio de análise documental através de dados secundários obtidos a partir das demonstrações contábeis e formulários de referência das empresas que compõem a amostra. Dessa forma, as informações a cerca da remuneração do CEO e da diretoria estatutária foram coletadas dos formulários de referência divulgados na B3, enquanto que as informações contidas nas demonstrações contábeis foram coletadas através do banco de dados Economática, de acordo com a amostra descrita e as variáveis apresentadas anteriormente.

3.5 PROCEDIMENTOS DE TRATAMENTO E ANÁLISE DE DADOS

As variáveis de remuneração do CEO (REMCEO) e da diretoria (REMDIR) foram analisadas e seu uso nos modelos foi aplicado utilizando logaritmo, suavizando os efeitos da diferença de unidades de medida em relação às demais variáveis. Como apresentado, as variáveis de remuneração do CEO desalinhada do desempenho organizacional (REMCEOne) e de gerenciamento de resultados por decisões operacionais (AFCO; APROD) foram obtidas a partir dos resíduos, em modelo, de análises de regressão múltipla, com cálculo por mínimos quadrados ordinários, equações [1] a [3]. Ainda, REMCEOne também foi utilizada em logaritmo, tal como as demais variáveis de remuneração. Para reduzir *outliers* presentes nas variáveis de desempenho (ROE; Qtobin, os dados foram winsorizados a 1%.

Inicialmente, os dados foram tratados e analisados por estatísticas descritivas, para demonstrar o comportamento das variáveis na amostra. Buscou-se apresentar resultados de média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão, discutindo-os. Na sequência, demonstram-se as relações entre variáveis par a par, por meio da análise de correlação pelo coeficiente de Pearson. Por fim, os dados são analisados por regressão, para decisão dos testes as hipóteses.

Os modelos econométricos [4] a [6], que utilizam as variáveis de interesse da pesquisa para testar as hipóteses H1 a H3, foram submetidos a tratamento no software Stata 13. Inicialmente buscou-se a análise por regressão de dados em painel, tanto por efeitos fixos quanto aleatórios, utilizando-se o cálculo por mínimos quadrados ordinários (MQO). Entretanto, os modelos apresentaram problemas de autocorrelação e endogeneidade das variáveis dependentes, de remuneração, com as variáveis independentes, de desempenho e gerenciamento de resultados.

Assim, na presença de endogenia que possa impactar nos resultados, indica-se o uso da técnica de método dos momentos generalizados (GMM). Em particular, utilizou-se o GMM System (GMM-Sys), mais robusto diante do grau de persistência da variável endógena (BLUNDELL; BOND, 1998), sendo utilizadas as variáveis dependentes defasadas em t-1 como momentos do modelo. Os autores destacam que há ganhos de eficiência do estimador GMM-Sys em relação ao estimador obtido por GMM-Diff. Nos modelos finais, utilizou-se matriz de erros robustos para problemas de autocorrelação e heterocedasticidade.

Para adequação dos modelos utilizou-se os testes Arellano-Bond e de Hansen. O teste de Hansen (HANSEN, 1982), tem como hipótese nula a não existência de correlação entre as variáveis instrumentais e os resíduos do modelo. Para adequação do modelo, a hipótese nula não deve ser rejeitada. No teste de Arellano-Bond (ARELLANO; BOND, 1991), a hipótese nula é de não existir correlação serial, em que se espera rejeitar tal hipótese em primeira ordem (Ar1) e não rejeitar em segunda ordem (Ar2). Os resultados dos testes são apresentados junto aos resultados das regressões.

3.6 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Dentre as limitações da pesquisa, destaca-se o fato desta investigar apenas empresas listadas na bolsa de valores do Brasil, B3. Dessa forma, a influência do GRDO pode não representar a realidade de outros países, e por consequência a parcela da remuneração não explicada pelo desempenho pode não apresentar os mesmos resultados que o presente estudo.

Outro fator limitador corresponde aos modelos econométricos utilizados, que não abordam todas as opções de gerenciamento de resultados por decisões operacionais existentes. Nesse sentido, modelos que investigam práticas como o lançamento de novos produtos ou serviços, concessão de descontos e diminuição de despesas com P&D poderiam trazer novos insights sobre quais práticas de gerenciamento de resultados através de decisões operacionais utilizadas por CEOs.

Do mesmo modo, modelos que considerem variáveis de controle como tamanho do conselho de administração ou presença de conselheiros independentes no CA, visto que estas podem restringir o poder do CEO e diminuir o nível de gerenciamento de resultados através das operações (ABERNETHY *et al.*, 2015; ZAHRA; PEARCE, 1989), poderiam alterar os resultados do estudo sobre a influência do GRDO na remuneração do gestor de topo.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Neste capítulo são apresentados e discutidos os resultados da pesquisa. Inicia pelas estatísticas descritivas, seguido pela análise de correlação, análise de regressão e a discussão dos achados a partir dos testes das hipóteses.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A seguir, a Tabela 2 apresenta os resultados da estatística descritiva das variáveis da pesquisa, apresentando média, valores máximos, mínimos e desvio padrão.

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis da pesquisa

Variável	n	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
REMCEOS\$	409	4.740,180	2.200,000	6.745,987	22,328	53.000,000
REMCEO	409	14,595	14,604	1,386	10,014	17,786
REMCEOne\$	363	3.324,663	2.675,793	2.592,000	44.877	12.500,000
REMCEOne	363	14,699	14,800	0,898	10,712	16,344
REMDIR\$	400	15.144,920	8.026,480	18.758,760	219.320	123.763,400
REMDIR	400	9,002	8,990	1,173	5,391	11,726
AFCO	349	-1,181	-0,226	3,090	-23,949	0,557
APROD	389	0,273	0,043	1,081	-0,940	10,577
ROE	409	12,302	12,646	18,752	-36,014	51,799
QTOBIN	382	1,154	0,917	0,694	0,351	2,908
TAM	409	15,374	15,367	1,910	9,625	19,149
END	409	0,581	0,571	0,189	0,222	0,927

Fonte: dados da pesquisa.

Através da Tabela 2, percebe-se que, em média, a remuneração dos CEOs pertencentes à amostra gira em torno de R\$ 4,74 milhões, onde o gestor melhor remunerado pelo seu trabalho recebe um montante de R\$ 53 milhões de reais, pago pela JBS em 2021, enquanto que o CEO com menor remuneração dentre os executivos de topo estudados apresenta uma remuneração equivalente a R\$ 22.328 reais, pela CASAN em 2017. Relativo à parcela da remuneração destes executivos que não é explicada pelo desempenho organizacional, em média, R\$3,324 milhões da sua remuneração não é alinhada aos resultados da empresa, podendo chegar a R\$12,5 milhões de remuneração desalinhada, ou seja, que é explicada por outras variáveis que não o

próprio desempenho. Por fim, a remuneração total da diretoria corresponde, em média, a R\$ 15,144 milhões de reais.

Vale destacar a diferença entre os valores da média e mediana das variáveis REMCEO\$ e REMDIR\$, uma vez que a mediana divide um conjunto ordenado de dados em dois grupos iguais, onde uma metade terá valores inferiores à mediana, e a outra metade terá valores superiores (SAMPAIO; ASSUMPCÃO; FONSECA, 2018). Há acentuada diferença entre os valores da média e mediana de tais variáveis, indicativo de assimetria de distribuição dos valores da amostra em relação à remuneração dos CEOs e a remuneração total da diretoria, evidenciando que os valores do topo da distribuição, quando comparados aos valores que estão na parte inferior, estão muito distantes dos valores centrais, ou seja, evidência da existência de CEOs e de diretorias onde a remuneração são demasiadamente acentuada, quando comparados à outras empresas e CEOs.

A partir da estatística descritiva, têm-se evidências preliminares de que as empresas que compõem a amostra desta pesquisa parecem gerenciar seus resultados através de suas operações, tanto para aumentar como para diminuir seus resultados, pelos níveis de gastos produtivos (APROD) e o volume de caixa gerado (AFCO). Quando as práticas de GRDO sobre os gastos com produção (APROD) apresentam valores negativos, indica que estas estão sendo utilizadas com o intuito de reduzir os resultados da empresa, do contrário, quando este gerenciamento de resultados apresenta valores positivos, tais práticas estão sendo utilizadas para elevar os níveis de produção, diluir custos entre os produtos e aumentar o lucro, o que pode elevar o número de vendas de produtos, impulsionando os resultados da organização (PAVÃO, 2022). Quando o GRDO sobre os níveis de fluxo de caixa operacional (AFCO) é positivo, o gerenciamento busca aumento nos níveis de geração de caixa em relação ao esperado pelas movimentações operacionais ligadas aos níveis de vendas, valendo o contrário, em que os níveis negativos de AFCO representam menores níveis de caixa em relação ao volume de operações.

Dessa forma, percebe-se que o valor médio das práticas de gerenciamento operacional reduz o Fluxo de Caixa Operacional, demonstrando que condições de crédito facilitadas e concessão de descontos nos preços dos produtos, ao mesmo tempo em que favorecem um aumento temporário nas vendas, resultam em menores fluxos de caixa no período (ROYCHOWDHURY, 2006). Já aumentos anormais nos níveis de produção foram utilizados a fim de aumentar os resultados das empresas, uma vez que tal aumento de produção diminui os custos fixos unitários, diminuindo o custo dos produtos vendidos, o que acaba gerando maiores margens operacional (COHEN; DEY; LYS, 2008).

Referente ao Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), em média, as empresas estudadas apresentaram um índice de 12,302%, ou seja, mostraram-se eficiente no emprego dos recursos próprios da companhia, quando confrontado ao lucro do período. Também demonstra alta variabilidade, com valores mínimo e máximo com grande distância entre si.

No que tange o indicador Q de Tobin, as empresas estudadas apresentaram em média um índice de 1,154, o que significa que a empresa dará retorno ao se investir (KAMMLER; ALVES, 2009). Este valor é superior ao 1,07 encontrado por Ernel e Medeiros (2020), e inferior ao índice médio de 1,551, encontrado por Silva, Azevedo e Freitas (2019). Entretanto chama-se a atenção para a amplitude de valores encontrada nas empresas, enquanto a Cia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro apresentou um índice de 2,908 em 2018, evidenciando que o valor de firma é superior ao valor de reposição, o que incentiva os investimentos na organização, a Cia Energética de Brasília (CEB) apresentou índice de apenas 0,351 em 2019, desestimulando os investimentos na companhia.

Em relação ao tamanho (TAM), as empresas estudadas apresentaram em média tamanho de 15,37, em log, valor superior aos encontrados por Silva (2022) e Sprenger, Kronbauer e Costa (2017), onde encontraram valores iguais a 14,61 e 14,08, respectivamente. Quanto ao endividamento (END), em média, as empresas apresentaram índices em torno de 0,581, valor muito próximo da mediana, o que demonstra que uma pequena disparidade dos valores, tanto no que tange os valores superiores, quanto os valores inferiores à mediana, demonstrando certo equilíbrio no nível de endividamento entre as empresas investigadas.

4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação das variáveis utilizadas neste estudo. Percebe-se que a Remuneração do CEO (REMCEO) apresentou grau de correlação com todas as variáveis analisadas, porém apresentando correlação mais forte com as variáveis Remuneração Total da Diretoria Estatutária (REMDIR), Valor anormal do Fluxo de Caixa (AFCO), Valor anormal do nível de produção (APROD), e Q de Tobin. Para todas estas variáveis, esperava-se uma relação positiva em relação à remuneração do CEO, o que se confirmou através da análise de correlação, com exceção da variável APROD que obteve uma forte correlação, porém negativa.

Tabela 3 – Matriz de correlação

Variáveis		REMCEO	REMCEOne	REMDIR	AFCO	APROD	ROE
REMCEOne	Coef,	0,122					
	p-valor	0,020**					
	n	363					
REMDIR	Coef,	0,842	0,211				
	p-valor	0,000*	0,000*				
	n	400	354				
AFCO	Coef,	0,440	0,004	0,462			
	p-valor	0,000*	0,941 ^{ns}	0,000*			
	n	349	312	344			
APROD	Coef,	-0,356	0,065	-0,410	-0,965		
	p-valor	0,000*	0,230 ^{ns}	0,000*	0,000*		
	n	389	343	380	341		
ROE	Coef,	0,115	0,197	0,110	-0,001	-0,034	
	p-valor	0,020**	0,000*	0,027**	0,990 ^{ns}	0,500 ^{ns}	
	n	409	363	400	349	389	
QTOBIN	Coef,	0,216	0,165	0,256	0,101	-0,010	0,207
	p-valor	0,000*	0,002*	0,000*	0,068***	0,845 ^{ns}	0,000*
	n	382	363	373	331	362	382

*p-valor>0,01; **p-valor>0,05; ***p-valor>0,10; ns: não significativo

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados sugerem que, em relação à Remuneração total da diretoria estatutária, visto que a remuneração do CEO pertence à remuneração total da diretoria, ambas tendem a crescer juntas, ou seja, a remuneração do CEO acompanha o aumento da remuneração dos diretores da companhia.

Sobre as variáveis relacionadas às práticas de GRDO, percebe-se que, como esperado, a adoção de práticas que gerenciam o fluxo de caixa operacional tende a refletir positivamente na remuneração total do CEO. Quando maior for o nível de adoção de tais práticas, maior será a remuneração do gestor de topo. Já divergindo do que se esperava, a variável APROD apresentou relação negativa com a remuneração do CEO, quanto maior for o nível das práticas de gerenciamento por meio do nível de produção, menor será a remuneração da diretoria, o que faz emergir a possibilidade de que as empresas pertencentes na amostra utilizaram tais práticas de gerenciamento para diminuir o lucro da empresa, o que refletiu diretamente no desempenho da companhia, bem como na remuneração do CEO.

Por fim, em relação às variáveis de desempenho destaca-se a correlação do indicador Q de Tobin com a remuneração do CEO, onde sugere que a remuneração do executivo é atrelada ao desempenho de mercado da companhia, onde a remuneração do executivo tende a aumentar conforme o valor de mercado reportado pela empresa.

Em relação à correlação da remuneração do CEO não explicada pelo desempenho, chama a atenção a sua inexpressiva correlação com as variáveis analisadas, destacando sua baixa correlação com as variáveis referentes às práticas de GRDO. Sugerindo que esta parcela da remuneração do executivo não é influenciada pelo nível de adoção de práticas de gerenciamento de resultados por meio das operações.

No que tange à remuneração total da diretoria estatutária, destaca sua forte correlação com as práticas de GRDO, que acompanharam o mesmo cenário da remuneração do CEO, onde a variável AFCO apresentou correlação positiva, enquanto que APROD apresentou correlação negativa. Sugerindo, mais uma vez, que o gerenciamento através do fluxo de caixa operacional afeta diretamente a remuneração da diretoria como um todo, enquanto que as práticas de gerenciamento relacionadas ao nível de produção são inversamente relacionadas, ou seja, quanto maior for o nível destas práticas, menor será a remuneração.

A remuneração total da diretoria estatutária apresentou positiva e significativa correlação, tanto com o indicador de mercado quanto com o indicador financeiro, ou seja, a remuneração dos executivos estatutários tende a crescer conforme os índices de desempenho reportados. Resultados que vão ao encontro aos achados por Aguiar e Pimentel (2017), que concluíram que no Brasil, a remuneração dos executivos apresenta correlação positiva com maiores níveis de desempenho, tanto no curto como no longo prazo. Já no estudo de Beuren et al., (2014), os autores encontraram correlação positiva entre a remuneração total dos executivos apenas com os indicadores de mercado, tal correlação não se repetiu entre a remuneração total dos executivos e indicadores financeiros.

Analisando a correlação da variável AFCO com as demais variáveis, a partir da Tabela 3 percebe-se que a variável apresenta forte e negativa correlação com a outra variável referente à prática de gerenciamento de resultados reais. Tal resultado pode ser explicado devido ao fato de que uma das formas de afetar o fluxo de caixa operacional é a partir de alteração no nível de produção e volume de vendas (REIS et al., 2014), práticas utilizadas no gerenciamento a partir de APROD, dessa forma, quanto maior for o valor anormal de produção, menor será o valor anormal de fluxo de caixa operacional.

Relativo aos indicadores de desempenho, a variável AFCO apresentou correlação apenas com o indicador de mercado Q de Tobin, demonstrando que altos índices de valor de mercado, ou seja, que investir na companhia caracteriza um bom investimento, refletem diretamente nas práticas de gerenciamento a partir do fluxo de caixa operacional. Entretanto,

divergindo de AFCO, a outra prática de GRDO analisada, APROD, não apresentou correlação com nenhum indicador de desempenho analisado.

Por fim, a Tabela 3 evidencia a correlação entre os dois indicadores de desempenho, ROE e Q de Tobin, demonstrando que companhias que são consideradas bons negócios de investimentos, conseguem alavancar seus índices de retorno sobre o capital próprio investido.

Apresentada a análise de correlação, a seguir apresenta-se a regressão que analisa a relação entre as variáveis investigadas no estudo.

4.3 RELAÇÃO ENTRE GRDO E REMUNERAÇÃO EXECUTIVA

Os resultados da regressão com dados em painel são apresentados na Tabela 4. Os testes de adequação dos modelos atendem ao esperado. O teste Arellano-Bond demonstra que há correlação serial de primeira ordem (Ar1), o que não se repete para correlação serial de segunda ordem (Ar2). Pelos resultados no teste de Hansen, a hipótese nula não é rejeitada, indicando que não há relação entre as variáveis instrumentais (TAM; END) com os resíduos dos modelos. Assim, os resultados dos testes indicam que os modelos são adequados para utilização da técnica de Método dos Momentos Generalizados (GMM-Sys).

De acordo com a Tabela 4, percebe-se que há relação positiva e significativa das práticas de gerenciamento de resultados na remuneração total dos CEOs (REMCEO), ou seja, quanto maior for o nível de gerenciamento de resultados através das atividades reais, maior será a remuneração dos executivos de topo, resultados que vão ao encontro aos achados por Machado (2012) e Zhou et al. (2018), onde verificaram a influência na remuneração de acordo com o nível de GRDO, o que corrobora para a confirmação da primeira hipótese de pesquisa, **H1: O gerenciamento de resultados por decisões operacionais está positivamente relacionado à remuneração do CEO.** Este resultado é confirmado tanto pelo gerenciamento da produção (APROD) quanto do fluxo de caixa operacional (AFCO), revelando que CEOs que adotam tais práticas possuem benefícios diretos nos seus montantes totais de remuneração.

Tabela 4 – Relação entre Remuneração Executiva e GRDO

Variáveis Dependentes Variáveis Independentes	REMCEO		REMDIR			REMCEONe	
	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor		Coef.	p-valor
AFCO	0,278	0,026 **	0,205	0,003 *		0,164	0,060 ***
APROD	1,278	0,048 **	0,702	0,041 **		0,451	0,266 ns
ROE	0,011	0,138 ns	0,010	0,058 ***			
Qtobin	0,498	0,007 *	0,002	0,990 ns			
y _{t-1}	0,695	0,000 *	0,643	0,000 *		0,285	0,006 *
Cons	3,966	0,001 *	3,265	0,000 *		10,519	0,000 *
n	360		354			317	
empresas	75		75			71	
Arellano-Bond(AR1)	-4,010	0,000 *	-3,640	0,000 *		-3,130	0,002 *
Arellano-Bond(AR2)	1,850	0,065 ***	1,630	0,103 ns		-1,570	0,116 ns
Hansen	61,090	0,545 ns	67,020	0,733 ns		69,590	0,525 ns

*p-valor>0,01; **p-valor>0,05; ***p-valor>0,10; ns: não significativo

Fonte: dados da pesquisa.

No mesmo sentido, referente à remuneração total da diretoria estatutária (REMDIR), quanto mais os gestores de topo gerenciam resultados através das operações, maior é a remuneração da diretoria estatutária como um todo, reforçando a ideia de que o gerenciamento de resultados reais é uma das alternativas que os executivos corporativos têm para obter ganhos pessoais (ZHOU ET AL., 2018). Dessa forma, tais resultados permitem confirmar a segunda hipótese de pesquisa **H2**: *O gerenciamento de resultados por decisões operacionais está positivamente relacionado à remuneração da diretoria estatutária.*

Tais resultados chamam a atenção para um possível alinhamento nas decisões entre CEOs e demais diretores da empresa a fim de barganhar uma parcela maior de remuneração, por meio das práticas de gerenciamento de resultados a partir dos níveis de produção e de fluxo de caixa operacional. Destacando a importância dos mecanismos de governança corporativa visando restringir o comportamento oportunista de seus agentes, e a aplicação de pacotes de remuneração bem alinhados.

Os resultados da Tabela 4 evidenciam ainda a existência de uma parcela da remuneração dos gestores que não é explicada pelo desempenho da empresa. Entretanto, em relação às práticas de GRDO investigadas nesta pesquisa, apenas a variável AFCO apresentou influência positiva e estatisticamente significativa em relação a esta parcela da remuneração dos CEOs, visto que o GRDO através do nível de produção afeta diretamente o lucro da empresa, e por consequência o desempenho. Tal influência do AFCO na remuneração desalinhada ao desempenho reforça a ideia da possibilidade de uma ausência de vínculo entre remuneração e desempenho (LIN et al., 2013).

Dessa forma, quanto mais os executivos gerenciarem resultados a partir do fluxo de caixa operacional, maior será o montante de sua remuneração desalinhada aos resultados da empresa. Em outras palavras, maior será a parcela da remuneração que sofre influência de outras variáveis, como neste caso, o GRDO através do fluxo de caixa operacional, convergindo com a ideia sobre a existência de outras variáveis que explicam a remuneração executiva, não somente se tratando do desempenho (DEGENHART et al., 2017; ERNEL; MEDEIROS, 2020; LEITE; HEIN, 2019; SILVA et al., 2018). Este resultado permite confirmar a terceira e última hipótese desta pesquisa H3. O gerenciamento de resultados por decisões operacionais está positivamente relacionado à parcela da remuneração do CEO desalinhada ao desempenho.

Em relação às variáveis de desempenho, percebe-se que indicador ROE não apresentou influência significativa na remuneração dos CEOs. Estes resultados divergem dos achados de Gonzaga, Yoshinaga e Eid Junior (2013), os autores acreditam que algumas organizações oferecem uma remuneração menor para seus diretores sobre um ROE maior. Alinha-se aos achados de Souza, Cardoso e Vieira (2017), no estudo que objetivava verificar os determinantes da remuneração dos executivos com o desempenho financeiro e de mercado, no qual os autores verificaram que o desempenho financeiro, através do indicador ROE, não apresentou influência significativa no estabelecimento da remuneração de seus diretores executivos. Estas duas pesquisas sugerem que as empresas podem fazer uso de outras medidas de desempenho para avaliar a atuação dos gestores.

Ideia que é confirmada pela influência positiva e significativa do indicador Q de Tobin na remuneração dos CEOs, e sugere que na hora de estabelecer a remuneração de seu gestor de topo, as organizações priorizam o valor da empresa em detrimento ao desempenho financeiro. Tal resultado converge aos encontrados por Souza, Cardoso e Vieira (2017), Ernel e Medeiro (2020) e Avallone et al. (2014), onde encontraram influência positiva e significativa do indicador de desempenho de mercado Q de Tobin na remuneração dos executivos.

Tal influência pode ser explicada visto que variações positivas de oportunidades de crescimento dentro de uma empresa necessitam de melhores instrumentos de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores, a fim de verificar se os executivos estão trabalhando em prol de projetos mais rentáveis para a organização (ERNEL; MEDEIROS, 2020). Entretanto tal cenário pode não ser uma regra, visto que Ozkan (2011) em uma pesquisa com 390 empresas no período de 1999 a 2005, não encontrou impacto significativo do Q de Tobin sobre a remuneração dos CEOs. Tais resultados sugerem a existência de determinantes para se ter ou não influência do desempenho de mercado sobre a remuneração dos gestores de topo.

Em relação à remuneração total da diretoria estatutária (REMDIR), o cenário foi o oposto ao encontrado em relação à remuneração do CEO (REMCEO). O indicador de desempenho financeiro, relacionado ao retorno obtido no investimento do capital dos acionistas da empresa (MARTINS; MIRANDA; DINIZ, 2014), diferente da remuneração do CEO, apresentou influência positiva e significativa na remuneração total da diretoria estatutária, enquanto que o Q de Tobin não exerceu impacto significativo. Demonstra que as organizações veem como parte do papel de seus diretores estatutários a obtenção de melhores retornos dos recursos efetivamente investidos pelos proprietários (KASSAI et al., 1999, p.166), enquanto que atrelam à figura do CEO a responsabilidade de gerar valor aos investidores (HEJAZI; GHANBARI; ALIPOUR, 2016).

Quadro 4 – Resumo dos resultados das hipóteses

Relações	Hipótese	Relação esperada	Relação encontrada	Decisão
GRDO → Remuneração do CEO	H1: O gerenciamento de resultados por decisões operacionais está positivamente relacionado à remuneração do CEO.	+	+	Aceita
GRDO → Remuneração total da Diretoria	H2: O gerenciamento de resultados por decisões operacionais está positivamente relacionado à remuneração da diretoria estatutária.	+	+	Aceita
GRDO → Remuneração do CEO desalinhada ao desempenho	H3: O gerenciamento de resultados por decisões operacionais está positivamente relacionado à parcela da remuneração do CEO desalinhada ao desempenho	+	+	Aceita

Fonte: elaborado pela autora.

A partir da apresentação dos resultados do presente estudo, percebeu-se que é possível barganhar melhores níveis de remuneração a partir da adoção de práticas de gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais das companhias. No que tange à remuneração do CEO, esta pode ser alavancada a partir de práticas como a redução no preço dos produtos vendidos, concessão de descontos, facilidades de pagamento, lançamento de novos produtos ou aumentos nos níveis de produção da empresa. Tais práticas, que configuram ações nas quais o gestor de topo pode fazer uso para atingir seus objetivos pessoais, se mostraram capazes de alterar sua remuneração. Estes resultados permitem inferir que as práticas de GRDO são capazes de aumentar a remuneração do diretor executivo da empresa.

Do mesmo modo, a remuneração da diretoria estatutária como um todo também é influenciada pela adoção de práticas de gerenciamento de resultados reais. O que chama a atenção para o cuidado que os mecanismos de governança corporativa devem ter para mitigar possíveis ações conjuntas da diretoria estatutária e do CEO, visto que ambas remunerações

sofrem influência das práticas de GRDO, o que pode fazer com que tais diretores sejam coniventes com a adoção destas práticas, tornando mais difícil a detecção do gerenciamento de resultados reais dentro da companhia. Tal cenário evidencia novamente a importância da GC, dos contratos e pacotes de remuneração ser bem alinhados, a fim de diminuir possíveis conflitos de interesse entre a organização e seus diretores.

No que tange à influência do desempenho da empresa nas remunerações do CEO e da diretoria estatutária, percebeu-se que CEOs e diretores são avaliados sob diferentes óticas. Enquanto a diretoria estatutária é avaliada de acordo com o retorno obtido a partir do capital próprio investido (ROE), CEOs são avaliados pelo valor de mercado que conseguem fazer a companhia alcançar. Sendo assim, é possível inferir que a remuneração de CEOs e diretores estatutários são atreladas a diferentes indicadores de desempenho, enquanto a remuneração do CEO é atrelada ao desempenho de mercado, a remuneração da diretoria estatutária é atrelada ao desempenho financeiro.

Os achados da pesquisa, entretanto, reforçaram a existência de uma parcela da remuneração do CEO e da diretoria estatutária que não está alinhada ao desempenho da organização, reforçando a existência de elementos que também explicam a remuneração destes agentes que não somente o desempenho da empresa. Neste estudo verificou-se que uma parcela da remuneração dos diretores executivos e estatutários está atrelada às práticas de gerenciamento de resultados por meio das operações, ou seja, a partir destes achados é possível inferir que as práticas de GRDO desalinham a remuneração dos agentes do desempenho da companhia, explicando dessa forma uma significativa parcela da remuneração do gestor de topo e dos demais diretores.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Nesta seção serão explanadas as principais conclusões formuladas a partir das análises realizadas no estudo, bem como sugestões para pesquisas futuras, visando contribuir para o avanço do conhecimento sobre as variáveis investigadas e suas relações.

5.1 CONCLUSÕES

O presente estudo teve por objetivo analisar a influência do gerenciamento de resultados por decisões operacionais na remuneração do CEO e na remuneração da diretoria estatutária. Para isso a pesquisa contou com uma amostra de 90 empresas não financeiras de capital aberto listadas na B3, no período de 2015 a 2021.

Para atingir o objetivo proposto foi realizada uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa e realizada por meio de análise documental. Os dados foram analisados por meio de estatística descritiva e as relações estimadas foram testadas através de correlações e regressão em dados em painel.

O gerenciamento de resultados foi investigado por meio de duas práticas de gerenciamento de atividades operacionais: níveis anormais de produção e níveis anormais de fluxo de caixa operacional. A partir destas variáveis, a pesquisa verificou seus reflexos na remuneração do CEO, da diretoria estatutária e na parcela da remuneração desalinhada ao desempenho. Já para a parcela alinhada ao desempenho, este foi verificado a partir da análise do indicador financeiro ROE e do indicador de mercado Q de Tobin.

A partir dos resultados da pesquisa, concluiu-se que as práticas de gerenciamento de resultados reais influenciam positivamente a remuneração do CEO, bem como da diretoria estatutária, ou seja, quanto maior for o nível de práticas de gerenciamento de resultados por meio das atividades, maior será a remuneração do gestor de topo, bem como da diretoria estatutária como um todo. Da mesma forma, verificou-se que as remunerações de CEOs e diretores estatutários sofrem influência de diferentes desempenhos, enquanto CEOs tem sua remuneração atrelada ao desempenho de mercado, diretores estatutários têm sua remuneração atrelada ao desempenho financeiro.

A presente pesquisa acompanhou o movimento contemporâneo de estudos que investigaram a relação entre remuneração executiva e desempenho organizacional evidenciando a existência de uma parcela da remuneração executiva que não depende do

desempenho da companhia, ou seja, uma parcela da remuneração que é alinhada a outras variáveis, que no caso desta pesquisa, se trata do gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais. Os resultados mostraram que a adoção de práticas de GRDO desalinham uma parcela significativa da remuneração de CEOs e diretores estatutários do desempenho financeiro e de mercado da empresa.

Dessa forma, conclui-se que o gerenciamento de resultados por decisões operacionais influencia direta e positivamente tanto a remuneração do CEO como a remuneração de toda a diretoria da empresa. Ao mesmo tempo em que desalinha tais remunerações do desempenho financeiro e de mercado. Motivos que reforçam a importância de mecanismos de governança a frente dos pacotes de remuneração, visando mitigar conflitos de agência.

5.2 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

A partir do estudo realizado, foram identificadas oportunidades de pesquisas futuras capazes de contribuir para o avanço dos temas investigados. Dessa forma, em relação às práticas de gerenciamento de resultados, a análise do gerenciamento através inventos em P&D, bem como das despesas com vendas, gerais e administrativas podem trazer novos insights sobre o reflexo que práticas de GRDO podem exercer na remuneração do CEO e da diretoria.

No que tange à figura do CEO, elementos como a idade do executivo, tempo a frente da organização, formação acadêmica, bem como se este é acionista ou proprietário da empresa pode influenciar significativamente o nível de adoção das práticas de GRDO, visto que tende a apresentar maior poder a frente do processo decisório, sugerindo um aumento na sua liberdade discricionária.

Outro cenário no qual pode apresentar contribuições relevantes para a academia é a investigação acerca da dualidade de cargos entre presidente do conselho de administração e CEO, bem como se o presidente faz parte da diretoria estatutária, uma vez que tal cenário pode facilitar a adoção de práticas de gerenciamento de resultados na companhia, sem a devida fiscalização do conselho de administração.

Estudo futuros que explorem as relações investigadas através de outros métodos de análise, como por exemplo, investigações qualitativas também representam oportunidades relevantes para os temas abordados. Estudos de caso que investiguem por meio de observação, entrevista e análise documental a liberdade discricionária de CEOs a frente do processo

decisório, pode trazer contribuições aprofundadas de como ocorre as práticas de gerenciamento de resultados no dia a dia das empresas.

Por fim, investigar os reflexos do GRDO na remuneração executiva em cenários distintos, como por exemplo, comparando países desenvolvidos com países em desenvolvimento, permitiria verificar se a cultura econômica dos países influencia a adoção de práticas de gerenciamento de resultados.

REFERÊNCIAS

- ABERNETHY, M. A.; KUANG, Y. F.; QIN, B. The influence of CEO power on compensation contract design. **The Accounting Review**, v. 90, n. 4, p. 1265-1306, 2015. Disponível em: <https://meridian.allenpress.com/accounting-review/article-abstract/90/4/1265/53998/The-Influence-of-CEO-Power-on-Compensation>. Acesso em: 18 set. 2022.
- ABRAR UL HAQ, M.; AKRAM, F. The employment paradox to improve women's empowerment in Pakistan. **Cogent Social Sciences**, v. 5, n. 1, p. 1707005, 2019. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23311886.2019.1707005>. Acesso em: 08 out. 2022.
- AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C. Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, p. 545-568, 2017. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/TZ9Bfv58pJ3fWk9zMCWPcjJ/?lang=pt&format=html>. Acesso em: 23 set. 2022.
- AHUJA, G.; LAMPERT, C. M. Entrepreneurship in the large corporation: A longitudinal study of how established firms create breakthrough inventions. **Strategic management journal**, v. 22, n. 6-7, p. 521-543, 2001. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.176>. Acesso em: 15 ago. 2022.
- ALI, A.; ZHANG, W. CEO tenure and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 59, n. 1, p. 60-79, 2015. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165410114000767>. Acesso em: 10 ago. 2022.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.
- ANDRADE, L. P.; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Ram. Revista de administração mackenzie**, v. 10, p. 4-31, 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ram/a/LjjHcqGgzmKktrQkkYscmYb/?format=html>. Acesso em: 05 out. 2022.
- ANTHONY, G.; GOVINDARAJAN, V. 114, Management Control System, Diterjemahkan oleh Drs. **FX Kurniawan Tjakrawala, M. Si, Ak, Edisi**, v. 1, 2002.
- ARAÚJO, J. A.; RIBEIRO, M. S. Trinta anos de pesquisa em remuneração executiva e retorno para o acionista. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 11, 2017. Disponível em: <https://repec.org.br/repec/article/view/1622>. Acesso em: 19 set. 2022.

ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991. doi:10.2307/2297968.

ATTAWAY, M. C. A study of the relationship between company performance and CEO compensation. **American business review**, v. 18, n. 1, p. 77, 2000. Disponível em: <https://www.proquest.com/openview/4eb62126fa0b80bdd96f9c295c94b4f1/1?pq-origsite=gscholar&cbl=31895>. Acesso em: 06 out. 2022.

BAPTISTA, E. M. B. Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados. 2008. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/15347>. Acesso em: 15 ago. 2022.

BARKEMA, H. G.; GOMEZ-MEJIA, L. R. Remuneração gerencial e desempenho da empresa: uma estrutura geral de pesquisa. **Revista Academy of Management**, v. 41, n. 2, pág. 135-145, 1998. Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/257098>. Acesso em: 30 set. 2022.

BEBCHUK, L. A.; CREMERS, M.; PEYER, U. **CEO centrality**. National Bureau of Economic Research, 2007. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w13701>. Acesso em: 22 set. 2022.

_____. Urs C. The CEO pay slice. **Journal of financial Economics**, v. 102, n. 1, p. 199-221, 2011. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X11001188>. Acesso em: 22 set. 2022.

BEBCHUK, L. A.; GRINSTEIN, Y. Firm expansion and CEO pay. 2005. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w11886>. Acesso em: 26 set. 2022.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive compensation at Fannie Mae: A case study of perverse incentives, nonperformance pay, and camouflage. **J. Corp. L.**, v. 30, p. 807, 2004. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/jcorl30&div=49&id=&page=>. Acesso em: 20 set. 2022.

BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The state of corporate governance research. **The review of financial studies**, v. 23, n. 3, p. 939-961, 2010. Disponível em: <https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/23/3/939/1596262?login=false>. Acesso em: 19 set. 2022.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. The modern corporation and private property. New Brunswick. **NJ: Transaction**, 1932.

BEUREN, I. M.; BECK, SILVA, J. O. Remuneração variável dos empregados versus aspectos organizacionais das maiores sociedades anônimas do Brasil. **Revista Economia & Gestão**, v. 12, n. 29, p. 62-97, 2012. Disponível em: <http://periodicos.pucminas.br/index.php/economiaegestao/article/view/1811>. Acesso em: 19 set. 2022.

BEUREN, I. M.; SILVA, J. O. 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. Disponível em: <https://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/26154>. Acesso em: 30 set. 2022.

BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z.; MAZZIONI, S. Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. **Revista de Administração FACES Journal**, 2014. Disponível em: < <http://revista.fumec.br/index.php/facesp/article/view/1556>>. Acesso em: 28/03/2024.

BIN, L.; CHEN, D. H.; CHAN, K. Y. Chinese corporate profitability performance following the splitshare structure reform. **Journal of Finance and Accountancy**, v. 19, p. 1, 2015.

BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of Econometrics**, v. 87, n. 1, p. 115-143, 1998. doi:10.1016/S0304-4076(98)00009-8.

BRANDÃO, I. F. VASCONCELOS, A. C; LUCA, M. M. M.; CRISÓSTOMO, V. L. Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade e Finanças*, v. 30, n. 79, p. 28-41, jan. 2019. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/kg7tJmK9hZ3GrLsyjcwDqhG/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 15 set. 2022.

CARVALHAL, R. L.; BORDEAUX-RÊGO, R. Teoria do agente, teoria da firma e os mecanismos de governança corporativa no Brasil. **Relatórios de Pesquisa em Engenharia de Produção, Niterói: UFF**, v. 10, n. 13, 2010. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://d1wqtxtslxzle7.cloudfront>. Acesso em: 05 set. 2022.

CARVALHO, C. D. S. Interdependência entre as remunerações dos administradores executivos e o desempenho empresarial. 2016. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/87538/2/158941.pdf>. Acesso em: 06 out. 2022.

CHIAVENATO, I. Recursos humanos na empresa. In: **Recursos humanos na empresa**. 1989. Disponível em: <https://pesquisa.bvsalud.org/portal/resource/pt/mis-39820>. Acesso em: 30 set. 2022.

COHEN, D. A.; DEY, A.; LYS, T. Z. Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. **The accounting review**, v. 83, n. 3, p. 757-787, 2008. Disponível em: <https://meridian.allenpress.com/accounting-review/article-abstract/83/3/757/53708/Real-and-Accrual-Based-Earnings-Management-in-the>. Acesso em: 25 set. 2022.

COHEN, D. A.; ZAROWIN, P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, n. 1, p. 2-19, 2010. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165410110000054>. Acesso em: 02 set. 2022.

COLAUTO, R. D.; BEUREN, I. Metodologia. In: Beuren, I. M. (Org.) **Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: teoria e prática**(3ed.).São Paulo: Atlas, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/InstrucaoCVM480.pdf>. Acesso em: 18 set. 2022.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Arcabouço teórico para os estudos de governança corporativa: os pressupostos subjacentes à teoria da agência. **Rege Revista de Gestão**, v. 15, n. 3, p. 1-10, 2008. Disponível < <https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36642>>. Acesso em: 28/03/2024.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p. 2-37, 2014. Disponível em: <https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/115>. Acesso em: 30 set. 2022.

CUPERTINO, C. M. Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado brasileiro de capitais. 2013. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/122592>. Acesso em: 14 set. 2022.

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JR, N. CA. Earnings manipulations by real activities management and investors' perceptions. **Research in International Business and Finance**, v. 34, p. 309-323, 2015. Disponível em: < <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0275531915000203>>. Acesso em: 28/03/2024.

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JR, N. C. A. Consequências para a rentabilidade futura com o gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais reais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, p. 232-242, 2016. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/XMrDMY6XxCbJ8SJR4N8JCrP/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 15 set. 2022.

DAFT, R. L. **Administração**. 4. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1999.

DAL MAGRO, C. B.; DANI, A. C.; KLANN, R. C. 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. Disponível em: <https://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/42193>. Acesso em: 10 set. 2022

DECHOW, P.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, 2010. Acesso em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165410110000339>. Acesso em: 11 set. 2022.

DECHOW, P. M.; KOTHARI, S. P.; WATTS, R. L. The relation between earnings and cash flows. **Journal of accounting and Economics**, v. 25, n. 2, p. 133-168, 1998. Disponível em:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410198000202>. Acesso em: 15 set. 2022.

DEGENHART, L.; MARTINS, D. L. C. C.; HEIN, N. Desempenho econômico-financeiro e remuneração dos diretores executivos das empresas brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 36, n. 3, p. 118-135, 2017. Disponível em: <https://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/33129>. Acesso em: 25 set. 2022.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57–74, 1989. Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/amr.1989.4279003>. Acesso em: 15 ago. 2022.

ERMEL, M. D. A.; MEDEIROS, V. Plano de remuneração baseado em ações: uma análise dos determinantes da sua utilização. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 31, p. 84-98, 2020. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/GBsMBdQyfGSxPFTndBDJ5tP/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 24 set. 2022.

ERMEL, M. D. A.; MONTE, P. A. Controle Acionário, Remuneração de Executivos e Desempenho Empresarial: Evidências para o Mercado Brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 16, n.3, p. 455-491, 2018. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2963481. Acesso em: 21 set. 2022.

LIRA FILHO, R. A. **Ativismo judicial no direito eleitoral: a relevância da discricionariedade judicial quando do enfrentamento da inelegibilidade de agente público**. Monografia, Direito. Universidade Federal da Paraíba, Santa Rita. 73 pg, 2021. Disponível em: <https://repositorio.ufpb.br/jspui/handle/123456789/24091>. Acesso em: 10 set. 2022.

FINKELSTEIN, S. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. **Academy of Management journal**, v. 35, n. 3, p. 505-538, 1992. Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/256485>. Acesso em: 22 set. 2022.

FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK, D. C. Chief executive compensation: A study of the intersection of markets and political processes. **Strategic Management Journal**, v. 10, n. 2, p. 121-134, 1989. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.4250100203>. Acesso em: 25 set. 2022.

FONSECA, J. J. S. **Apostila de metodologia da pesquisa científica**. João José Saraiva da Fonseca, 2002.

FREITAS, M. R. O.; VASCONCELOS, A. C.; LUCA, M. M. M. Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. **Revista de Administração de Empresas**, v. 60, p. 322-335, 2020. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/SFvSLDg564gr6zC66WNHWJS/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 29 set. 2022.

GARANINA, T; LADYZHENKO, Y. Factors influencing CEO compensation in US telecommunication industry. **Journal of Economic and Financial Studies (2014)**, v. 2, n. 1,

p. 40-49, 2014. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3490559. Acesso em: 06 out. 2022.

GONZAGA, R. P.; YOSHINAGA, C. E.; EID JUNIOR, W. Relação entre os sistemas de incentivos oferecidos aos gestores e desempenho das empresas brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 24, n. 3, p. 103-118, 2013. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/viewer.html?pdfurl=https%3A%2F%2Fwww.redalyc.org%2Fpdf%2F1970%2F197032751006.pdf&cIen=353947>. Acesso em: 15 set. 2023.

GOULART, A. M. C. Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil. **Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil**, 2007. Disponível em: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/<https://www.abscm.com.br/uploads/publicacoes/Gerenciamento%20de%20resultados%20contabeis%20em%20instituicoes%20financeiras%20no%20Brasil.pdf>. Acesso em: 10 set. 2022.

GRANZOTTO, A.; SONZA, I. B. Compensar ou monitorar os executivos?. **Race: revista de administração, contabilidade e economia**, v. 18, n. 3, p. 393-418, 2019. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7243959>. Acesso em: 22 set. 2022.

GUNASEKARAGE, A., LUONG, H., TRUONG, T.T. Growth and market share matrix, CEO power, and firm performance. **Pacific-Basin Finance Journal**. 2020. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/eee/pacfin/v59y2020ics0927538x19300782.html>. Acesso em: 06 out. 2022.

GUNNY, K. A. **What are the consequences of real earnings management?**. University of California, Berkeley, 2005. Disponível em: <https://www.proquest.com/openview/21fd8dd32fa1ffd80448e24f015fae5f/1?pq-origsite=gscholar&cbl=18750&diss=y>. Acesso em: 28 ago. 2022.

HAMBRICK, D. C.; MASON, P. A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. **Academy of management review**, v. 9, n. 2, p. 193-206, 1984. Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/AMR.1984.4277628>. Acesso em: 08 out. 2022.

HAIR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. **Análise multivariada de dados**. Bookman editora, 2009.

HANASHIRO, D. M. M.; TEIXEIRA, M. L. M.; ZACCARELLI, L. M. **Gestão do fator humano: uma visão baseada em Stakeholders**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

HANSEN, L. P. Large sample properties of generalized method of moments estimators. **Econometrica**, v. 50, n. 4, p. 1029-1054, 1982. doi:10.2307/1912775.

HARRIS, D.; HELFAT, C. E. CEO duality, succession, capabilities and agency theory: Commentary and research agenda. **Strategic Management Journal**, v. 19, n. 9, p. 901-904, 1998. Disponível em: . Acesso em: 07 out. 2022.

HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of accounting and economics**, v. 7, n. 1-3, p. 85-107, 1985. Disponível em:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0165410185900291>. Acesso em: 05 set. 2022.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999. Disponível em: <https://meridian.allenpress.com/accounting-horizons/article-abstract/13/4/365/52187/A-Review-of-the-Earnings-Management-Literature-and>. Acesso em: 12 set. 2022.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDA, M. F. Van. **Teoria da contabilidade**, v. 5, 1999.

IBGC (2015). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/codigo-dasmelhores-praticas>. Acesso em: 25 ago. 2022.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: Management behavior, agency costs and capital structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. Disponível em: <https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.4324/9781315191157-9/theory-firm-managerial-behavior-agency-costs-ownership-structure-michael-jensen-william-meckling>. Acesso em: 28 ago. 2022.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J.; WRUCK, E. G. Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. 2004. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305. Acesso em: 15 set. 2022.

JENSEN, M. 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. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>. Acesso em: 28 ago. 2022.

JUNARSIN, E. Executive compensation and firm performance: an empirical examination. **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**, v. 28, p. 163-179, 2011.

KAMMLER, E. L.; ALVES, T. W. Análise da capacidade explicativa do investimento pelo “q” de Tobin em empresas brasileiras de capital aberto. **RAE eletrônica**, v. 8, 2010. Disponível em: < <https://www.scielo.br/j/raeel/a/r6TKMg5Gxz8QcgmDk5BpQqq/> >. Acesso em: 15 set. 2023.

KISER, E. Comparing varieties of agency theory in economics, political science, and sociology: An illustration from state policy implementation. **Sociological Theory**, v. 17, n. 2, p. 146-170, 1999. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/0735-2751.00073>. Acesso em: 29 ago. 2022.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1-3, p. 105-231, 2001. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165410101000301>. Acesso em: 25 set. 2022.

KRAUTER, E. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras**. 2009. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-29052009-092957/en.php>. Acesso em: 07 set. 2022.

_____. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 7, n. 3, 2013. Disponível em: <https://repec.emnuvens.com.br/repec/article/view/988>. Acesso em: 07 set. 2022.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. Fundamentos de metodologia científica. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2003

LEITE, M; HEIN, N. Relação entre remuneração dos executivos e o desempenho econômico e financeiro em empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 9, n. 1, p. 17-36, 2019. Disponível em: <https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/6078>. Acesso em: 22 set. 2022.

LEITE, P. A. M. F.; MEDEIROS, M. N.; GARCIA, I. A. S. Influência do CEO power na probabilidade de sobrevivência das empresas brasileiras de capital aberto da B31. Enfoque: Reflexão Contábil, v. 41, n. 2, p. 123-141, 2022. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.redalyc.org/journal/3071/307170958007/307170958007.pdf>. Acesso em: 23 set. 2022.

LOCATELLI, L. G.; RAMOS, F. M.; SPRENGER, K. B. Gerenciamento de resultados: análise do poder do CEO na presença de conexões sociais. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 20, p. e3230-e3230, 2021. Disponível em: <https://revista.crcsc.org.br/index.php/CRCSC/article/view/3230>. Acesso em: 07 out. 2022.

MA, E.; DU, J.; XU, SHI, T. X.; WANG, Y. C. When proactive employees meet the autonomy of work—A moderated mediation model based on agency theory and job characteristics theory. **International Journal of Hospitality Management**, v. 107, p. 103326, 2022. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0278431922001888>. Acesso em: 16 ago. 2022.

MACHADO, D. G.; BEUREN, I. M. Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. **Gestão & Regionalidade**, v. 31, n. 92, 2015. Disponível em: https://seer.uscs.edu.br/index.php/revista_gestao/article/view/2088. Acesso em: 18 set. 2022.

MACHADO, D. G. Influência da política de remuneração dos executivos no nível de gerenciamento de resultados em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. **Blumenau, SC: Universidade Regional de Blumenau**, 2012. Disponível em: https://bdtd.ibict.br/vufind/Record/FURB_9f47fb26f142e53afb626f9f946847dd. Acesso em: 16 set. 2022.

MALHOTRA, N. K. Pesquisa de marketing: foco na decisão. 2011.

MARQUEZAN, L. H. F.; VELHO, M. L. P.; ZONATTO, V. C. da S. Análise das relações entre independência do conselho de administração e o desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional. In: **Anais do International Conference in Management and Accounting** - Congresso de Gestão e Controladoria da Unochapecó - Congresso FURB de Ciências Contábeis - Congresso de Iniciação Científica. Chapecó, SC, 2021.

MARTINEZ, A. L. Agency theory na pesquisa contábil. **ENCONTRO DA ANPAD-ENANPAD**, p. 1-14, 1998. Disponível em: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/https://www.researchgate.net/profile/Antonio-Lopo-Martinez/publication/330824922_Agency_Theory_na_Pesquisa_Contabil/links/5c55574a92851c22a3a29ef1/Agency-Theory-na-Pesquisa-Contabil.pdf. Acesso em: 28 ago. 2022.

_____. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. 2001. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/en.php>. Acesso em: 25 ago. 2022.

_____. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 1-31, 2013. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/https://www.redalyc.org/pdf/1230/123029355001.pdf>. Acesso em: 25 ago. 2022.

MARTINEZ, A. L.; CARDOSO, R. L. Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. **REAd-Revista Eletrônica de Administração**, v. 15, n. 3, p. 600-626, 2009. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/https://www.redalyc.org/pdf/4011/401137514004.pdf>. Acesso em: 25 set. 2022.

MARTINS, E.; LOPES, A. B. Teoria da contabilidade: uma nova abordagem. **São Paulo: Atlas**, 2005. Disponível em: <https://repositorio.usp.br/item/001473843>. Acesso em: 29 set. 2022.

MATSUMOTO, A. S.; PARREIRA, E. M. Uma pesquisa sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis: causas e conseqüências. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 10, n. 1, 2007. Disponível em: <http://www.revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/151/0>. Acesso 18 ago. 2022

MENDES, A. P. **Teoria de agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa**. 2001. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-24012002-114443/en.php>. Acesso em: 15 ago. 2022.

MESSERSMITH, J. G.; LEE, J. Y.; GUTHRIE, J. P.; JI, Y. Y. Turnover at the top: Executive team departures and firm performance. **Organization Science**, v. 25, n. 3, p. 776-793, 2014. Disponível em: <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/orsc.2013.0864>. Acesso em: 23 set. 2022.

MORSE, A.; NANDA, V.; SERU, A. Are incentive contracts rigged by powerful CEOs?. **The Journal of Finance**, v. 66, n. 5, p. 1779-1821, 2011. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.2011.01687.x>. Acesso em: 06 out. 2022.

MURPHY, K. J. Executive compensation. **Handbook of labor economics**, v. 3, p. 2485-2563, 1999. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1573446399300249>. Acesso em: 15 set. 2022.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, p. 77-100, 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/XcXkndL3C3sfsJcwsYNdLzk/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 10 set. 2022.

OLIVA, E. C.; ALBUQUERQUE, L. G. 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. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.redalyc.org/pdf/3372/337228631006.pdf>. Acesso em: 02 out. 2022.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/en.php>. Acesso em: 05 set. 2022.

POUTZIOURIS, P.; SAVVA, C. S.; HADJIELIAS, E. Family involvement and firm performance: Evidence from UK listed firms. **Journal of Family Business Strategy**, v. 6, n. 1, p. 14-32, 2015. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1877858515000029>. Acesso em: 22 set. 2022.

PAVÃO, G. R. SOUZA, A. M. Relação entre o gerenciamento de resultados e remuneração dos executivos por meio da divulgação de indicadores de desempenho. 2022. Disponível em: <https://repositorio.ufsm.br/handle/1/27659>. Acesso em: 15 set. 2023.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, p. 76-97, 2013.

REIS, E. M.; CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, D. M. Análise do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais nas empresas componentes do IBrX—Índice Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p. 201-223, 2014. Disponível em: <https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/156>. Acesso em: 25 set. 2022.

REIS, E. M.; LAMOUNIER, W. M.; BRESSAN, V. G. F. Evitar divulgar perdas: um estudo empírico do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais. **Revista**

Contabilidade & Finanças, v. 26, p. 247-260, 2015. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/KVZgBLbTggcFFJmv66TVvXb/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 26 set. 2022.

RODRIGUES, C. S. A. Compensação Executiva e Corporate Governance na Europa. 2022. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/143682/2/575527.pdf>. Acesso em: 07 out. 2022.

RODRIGUES, R. M. R. C.; PAULO, E.; MELO, C. L. L. 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. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/https://www.redalyc.org/pdf/1970/197054914005.pdf>. Acesso em: 22 set. 2022.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of accounting and economics**, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165410106000401>. Acesso em: 17 set. 2022.

SANTANA, A. F. B. Gerenciamento de resultados e remuneração dos executivos nas companhias latino-americanas. 2008. Disponível em: <http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/2841>. Acesso em: 18 set. 2022

SANTOS, A.; PAULO, E. Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 3, n. 1, p. 15-31, 2006. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/https://www.redalyc.org/pdf/1230/123016269002.pdf>. Acesso em: 22 set. 2022.

SANTOS, T. R.; SILVA, J. O. Desempenho econômico e financeiro e remuneração de executivos em empresas brasileiras familiares e não familiares dos segmentos cíclico e não cíclico. **Revista Universo Contábil**, v. 15, n. 4, p. 07-30, 2020. Disponível em: <https://bu.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/6436>. Acesso em: 17 set. 2022.

SCHIPPER, K. Earnings management. **Accounting horizons**, v. 3, n. 4, p. 91, 1989. Disponível em: <https://www.proquest.com/openview/177246e104b43553542ab048997f1a4e/1?pq-origsite=gscholar&cbl=3330>. Acesso em: 12 set. 2022.

SHAPIRO, S. P. Agency theory. **Annual review of sociology**, p. 263-284, 2005. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/29737720>. Acesso em: 15 ago. 2022.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>. Acesso em: 20 set. 2022.

SILVA, A. L. C.; CHIEN, A. C. Y. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Brazilian Review of Finance**, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.

Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/7224>. Acesso em: 15 ago. 2022.

SILVA, F. N.; AZEVEDO, Y. G. P.; FREITAS, R. M. N. Remuneração de Executivos, Desempenho e Criação de Valor no Mercado Acionário Brasileiro. In: **Anais.. XVI Congresso Usp de Iniciação Científica em Contabilidade. São Paulo**. 2019. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://congressosp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1841.pdf>. Acesso em: 15 set. 2023.

SILVA, M. Z.; HAVEROTH, J.; ROHENKOHL, L. B. Fatores pessoais que influenciam a remuneração do Chief Risk Officer contratados por instituições financeiras no Brasil. In: **INTERNATIONAL CONFERENCE IN ACCOUNTING**. 2017. Disponível em: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://congressosp.fipecafi.org/anais/17UspInternational/ArtigosDownload/311.pdf. Acesso em: 07 out. 2022.

SILVA, R. B. SILVA, D. S. C.; LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Remuneração dos Executivos e Indicadores de Desempenho em Empresas participantes do Ibovespa. **Race - Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v.17, n. 3, p. 867-888, 2018. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6759407>. Acesso em: 05 out. 2022.

SILVEIRA, A. M. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. 2010. Disponível em: <https://repositorio.usp.br/item/002245741>. Acesso em: 17 set. 2022.

SOLOMON, S. J.; BENDICKSON, J. S.; MARVEL, M. R.; MCDOWELL, W. C.; MAHTO, R. Agency theory and entrepreneurship: A cross-country analysis. **Journal of Business Research**, v. 122, p. 466-476, 2021. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0148296320305798>. Acesso em: 20 ago. 2022.

SOUZA, R. J. RISSATTI, J. C.; BORBA, J. A.; LUNKES, R. J. Remuneração de executivos e indicadores de desempenho: Brasil versus EUA. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 20, n. 2, p. 5-19, 2019. Disponível em: <https://revista.crcmg.org.br/rmc/article/view/830>. Acesso em: 05 out. 2022.

SOUZA, P. V. S.; CARDOSO, R. L.; VIEIRA, S. S. Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. **REAd-Revista Eletrônica de Administração**, v. 23, p. 4-28, 2017. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/read/a/MHcZtPK5BsYL7GqpnKmKzYw/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 20 set. 2022.

SPRENGER, K. B.; KRONBAUER, C. A.; COSTA, C. M.; PEREIRA, T. P. *Powerful CEOs: desenvolvimento de uma métrica de determinação do poder e sua aplicação no âmbito da remuneração executiva*. In: **USP INTERNATIONAL CONFERENCE IN ACCOUNTING**. 2020. Disponível em: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://congressosp.fipecafi.org/anais/20UspInternational/ArtigosDownload/2350.pdf. Acesso em: 07 ago. 2022.

SPRENGER, K. B.; KRONBAUER, C. A.; COSTA, C. M. Características do CEO e o gerenciamento de resultados em empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 3, p. 120-142, 2017. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.redalyc.org/pdf/1170/117054197007.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2022.

TRIVIÑOS, A. N. S. Três enfoques na pesquisa em ciências sociais: o positivismo, a fenomenologia e o marxismo. 1987. Disponível em: <https://ria.ufrn.br/jspui/handle/1/74>. Acesso em: 30 set. 2022.

VAN ESSEN, M.; OTTEN, J.; CARBERRY, E. J. Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. **Journal of management**, v. 41, n. 1, p. 164-202, 2015. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0149206311429378>. Acesso em: 04 out. 2022.

VASSOLER, A. **Relação entre a remuneração de executivos e o gerenciamento de resultados contábeis. 2010**. Tese de Doutorado. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-Fucape Business School, Vitória-ES. Disponível em: <https://fucape.br/producao-academica/repositorio-de-producao-cientifica/>. Acesso em: 15 set. 2022.

WALKER, M. 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. Disponível: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2013.785823>. Acesso em: 15 set. 2022.

WOOD J. T.; PICARELLI FILHO, V. Remuneração estratégica. **São Paulo, Editora Atlas, 3º edição**, 2004.

XAVIER, P. R.; SILVA, M. O.; NAKAHARA, J. M. Remuneração variável: quando os resultados falam mais alto. São Paulo: Makron Books, 1999.

XU, Z. **Three essays on real earnings management**. The University of Alabama, 2007. Disponível em: <https://www.proquest.com/openview/cf7f46a832ac58e34d81d8a2b2ae9582/1?pq-origsite=gscholar&cbl=18750>. Acesso em: 13 set. 2022.

ZAHRA, S. A.; PEARCE, J. A. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. **Journal of management**, v. 15, n. 2, p. 291-334, 1989. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/014920638901500208>. Acesso em: 21 set. 2022.

ZANG, A. Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The accounting review*, v. 87, n. 2, p. 675-703, 2012. Disponível em: <https://meridian.allenpress.com/accounting-review/article-abstract/87/2/675/53910/Evidence-on-the-Trade-Off-between-Real-Activities>. Acesso em: 30 ago. 2022.

ZHOU, F.; WANG, L.; ZHANG, Z.; AN, Y. 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.

Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/16081625.2016.1222296>.
Acesso em: 04 set. 2022.