
REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DOS EXECUTIVOS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM PAÍSES EMERGENTES: O CASO DO BRASIL

Allison Manoel de Sousa ¹
Cassiana Bortoli ²
Rodrigo Oliveira Soares ³

▪ Artigo recebido em: 30/05/2022 ▪ Artigo aceito em: 15/09/2023 ▪▪ Segunda versão aceita em: 25/10/2023

RESUMO

A remuneração variável é ponto central de discussão em diferentes trabalhos, pois pode servir de incentivo para executivos praticarem ações oportunistas ao invés de promover o aumento do desempenho das empresas. Diante disso, o presente trabalho investigou a influência da remuneração variável dos executivos no gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades operacionais nas empresas abertas do mercado brasileiro. A amostra foi composta por 761 observações de 108 empresas em períodos anuais de 2012 a 2019. As observações foram analisadas por meio do método dos momentos generalizado (GMM). Os resultados indicaram que há diferença no nível de manipulação por operações quando os executivos são recompensados parcialmente ou exclusivamente com planos de remuneração variável em relação aos executivos que são remunerados apenas com planos de remuneração fixa. Aumentar a proporção da remuneração variável em relação ao valor total recebido pelos gestores também é um fator motivador para que os próprios executivos de alto escalão aumentem o nível de gerenciamento por atividades operacionais. Contudo, à medida que os executivos se distanciam da meta de desempenho estipulada para o período, intensificam práticas de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. Dessa forma, esta investigação avança na discussão ao apresentar evidências empíricas de que diferentes características ligadas à

¹ Doutorando em Contabilidade na Universidade Federal do Paraná (UFPR), Universidade Federal do Paraná (UFPR), Av. Prefeito Lothário Meissner, 668-794 - Jardim Botânico, Curitiba - PR, CEP: 82590-300, Fone: (41) 3360-4193, allison.msousa@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0002-5959-6078>

² Doutora em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR), Universidade Federal do Paraná (UFPR), Av. Prefeito Lothário Meissner, 668-794 - Jardim Botânico, Curitiba - PR, CEP: 82590-300, Fone: (41) 3360-4193, Fone: (41) 3360-4193, cassianabortoli@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0003-1307-2110>

³ Doutor em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGCONT) da Universidade Federal do Paraná (UFPR), Universidade Federal do Paraná (UFPR), Av. Prefeito Lothário Meissner, 668-794 - Jardim Botânico, Curitiba - PR, CEP: 82590-300, Fone: (41) 3360-4193, Fone: (41) 3360-4193, rosoares@ufpr.br
<https://orcid.org/0000-0003-0428-8278>

Editor responsável pela aprovação do artigo: Dr. Ewerton Alex Avelar
Editor responsável pela edição final do artigo: Dr. Ewerton Alex Avelar

remuneração variável são atributos que motivam os executivos a manipularem os resultados para alcançar propósitos particulares.

Palavras-Chave: Remuneração variável. Gerenciamento por accruals discricionários. Gerenciamento de resultados por atividades operacionais.

VARIABLE REMUNERATION OF EXECUTIVES AND MANAGEMENT OF RESULTS IN EMERGENT COUNTRIES: BRAZIL CASE

ABSTRACT

Variable remuneration is the central discussion of many studies because it can be an incentive for executives to practice opportunistic actions instead of promoting the increase of companies' performance. In face of that, the present study investigated the influence of executives' variable remuneration on the management of results by accruals and operational activities in open companies of Brazilian market. The sample was composed by 761 notes on 108 companies at yearly periods from 2012 to 2019. Notes were analyzed by means of the generalized method of moments (GMM). Results indicate there is a difference on the level of manipulation by operations when executives are partially rewarded or exclusively rewarded with plans of variable remuneration when compared to executives remunerated only with plans of fix remuneration. Increasing the proportion of variable remuneration in relation to the total amount received by managers is also a motivating factor to high-level executives to increasing themselves the level of management by operational activities. However, as executives get far from the performance target established to that period, the practices of management of results by discretionary accruals are intensified. So, the present investigation advances in the discussion when presenting empirical evidence that different features linked to variable remuneration are attributes that motivate executives to manipulate results to reach particular purposes.

Keywords: Variable remuneration. Management by discretionary accruals. Management of results by operational activities.

1 INTRODUÇÃO

Os conflitos de agência ocorrem quando os interesses do principal e do agente estão desalinhados quanto aos incentivos para a maximização de sua utilidade (Jensen & Meckling, 1976; Mehran, 1995; Marques & Ramos, 2022). Um dos causadores desse desalinhamento consiste na busca pelos acionistas em aumentar o desempenho econômico-financeiro para maximizar a própria riqueza, enquanto os gestores, por serem avessos ao risco, tendem a não priorizar projetos arrojados, mas escolhem projetos menos arriscados com o objetivo de minimizar o risco não sistemático (Haugen & Senbet, 1981; Smith & Stulz, 1985; Eisenhardt, 1989; De Angelis, Grullon & Michenaud, 2017). Diante desse cenário, diferentes mecanismos foram criados para alinhar os interesses entre o principal e o agente (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; Indjejikian, 1999; Bebchuk & Fried, 2003), sendo que um dos dispositivos consiste em atrelar planos de remuneração variável a uma meta previamente estabelecida para o período (Eisenhardt, 1989; Kyricou & Mase, 2006; Harris, 2009).

Em muitos contratos, o parâmetro utilizado para estabelecer esta meta é o desempenho econômico-financeiro da companhia no período (Banker & Datar, 1989; Core, Holthausen & Larker, 1999; Fernandes & Mazzioni, 2015; Lopes, Gasparetto, Schnorrenberger, & Lunkes, 2017; Li & Singal, 2019). Como consequência, os gestores são induzidos a escolherem projetos com maior rentabilidade no curto prazo, mesmo que tais projetos sejam mais arriscados (Rengel, Sousa, Monteiro & Meurer, 2020). O aumento da propensão ao risco dos gestores é um comportamento considerado como benéfico pelos acionistas, uma vez que implica no aumento do retorno esperado (Rajgopal & Shevlin, 2002).

Nesse sentido, planos de remuneração para os executivos fundamentados no desempenho do período parecem uma alternativa interessante para alinhar os interesses dos gestores e dos acionistas, dado que maximiza a riqueza do acionista ao mitigar a aversão ao risco do gestor (Haugen & Senbert, 1981; Smith e Stulz, 1985; Low, 2009). Há, contudo, uma limitação no alinhamento de interesses sob a forma de incentivo baseado na remuneração variável atrelada ao desempenho econômico-financeiro, pois o foco tende a recair no curto prazo, podendo fazer com que os gestores se sintam incentivados a alterar as escolhas contábeis para manipular o resultado do período (Shuto, 2007; Ibrahim & Lloyd, 2011).

O gerenciamento de resultados pode trazer um benefício direto ao gestor porque eleva o desempenho da empresa e, por sua vez, aumenta o valor auferido de bônus do período (Gao & Shrieves, 2002; Shuto, 2007; Almadi & Lazic, 2016; Dal Magro, Dani & Klann, 2019). Por esse motivo, gestores que são recompensados de modo parcial ou total através de planos de remuneração variável possuem incentivos para manipular as informações contábeis de modo mais intensificado do que aqueles recompensados exclusivamente por planos de remuneração fixa. Esse raciocínio leva ao entendimento de que recompensar os gestores com mecanismos de remuneração variável pode se tornar uma “faca de dois gumes”. Isso ocorre porque, ao mesmo tempo que o gestor corre mais risco (pela exposição da escolha de projetos com retorno de curto prazo em detrimento aos de longo prazo) e procura melhores índices de rentabilidade (Lopes et al., 2017; Li & Singal, 2019; Rengel et al., 2020), também pode adotar estratégias para abastecer propósitos particulares (Shuto, 2007; Ibrahim & Lloyd, 2011; Li & Chii-Shyan, 2017; Harris, Karl & Lawrence, 2019).

Embora parte das companhias adote planos de remuneração variável, não há um padrão no que se refere à proporção dos valores variáveis recebidos pelos gestores em relação ao valor total de remuneração do período (Shuto, 2007; Sousa & Ribeiro, 2020), pois a proporção de remuneração variável depende da política interna de cada empresa. Investigações (Li & Chii-Shyan, 2017; Harris et al., 2019) descobriram que o aumento desses valores variáveis no período serve de incentivo para os gestores gerenciarem de mais intensiva os resultados. Isso está ligado à lógica de que, quanto maior a proporção de remuneração variável em relação à remuneração total do período, mais os gestores são incentivados não apenas a entregar melhores índices de desempenho, mas também a manipularem os resultados de forma mais agressiva (Gao & Shrieves, 2002).

Mesmo com a lógica de que o aumento da remuneração variável resulta em incentivos para que os gestores aumentem a deturpação das informações contábeis, estudos (Gao & Shrieves, 2002; Shuto, 2007; Ibrahim & Lloyd, 2011; Almadi & Lazic, 2016; Dal Magro et al., 2019) não consideraram se a meta de desempenho foi cumprida no período. Observar este item é importante porque quando os gestores atingem a meta estipulada para o período qualquer aumento no valor do desempenho não implica necessariamente em um aumento na remuneração variável. Essa informação pode ser interpretada pelo gestor como um desestímulo a gerenciar os resultados com o objetivo de aumentar o desempenho do período para além da meta estabelecida (Holthausen, Larcker, & Sloan, 1995).

Dessa forma, quando os gestores percebem que o desempenho da empresa atingirá valores acima da meta estipulada, tendem a manipular as informações para baixo com o propósito de reverter os *accruals* em períodos futuros (Holthausen et al., 1995). Isso ocorre porque os gestores percebem que não conseguirão aumentar os valores variáveis a serem recebidos a partir do momento em que alcançam a meta de desempenho estipulada para o período (Healy, 1985), fazendo com que diminuir o resultado no período corrente para aumentá-lo em períodos futuros seja uma alternativa mais interessante para maximizar a própria riqueza (Healy, 1985; Holthausen et al., 1995). Essa prática ainda pode ser uma forma de minimizar a elevação excessiva da meta do ano seguinte a partir de resultados "excelentes" alcançados no período anterior. Assim, a meta de resultados estipulada para o período pode ser utilizada como ponto de referência pelos gestores no que concerne ao nível de gerenciamento do resultado a ser praticado durante o ano.

Para gerenciar os resultados, os gestores alteram as escolhas contábeis em itens sensíveis à manipulação que não transitam no caixa durante o período (Scott, 2009). Os *accruals* discricionários apresentam essas características e são habitualmente utilizados pelos gestores para manipular o resultado do período (Shuto, 2007). A manipulação por *accruals* discricionários, entretanto, não é a única forma para distorcer os resultados, uma vez que a alteração das escolhas relacionadas às operações da empresa também é uma forma para que se atinja o mesmo propósito (Dechow, Kothari & Watts, 1998; Roychowdhury, 2006; Cohen & Zarowin, 2010).

O gerenciamento de resultados operacionais é mais nocivo à qualidade da informação contábil do que a manipulação via *accruals* discricionários, pois é mais difícil de ser revertido (Chi, Lisic & Pevzner, 2011). Devido a essa característica, Almadi e Lazic (2016) sinalizam a importância da realização de estudos que contemplem a ótica de que a remuneração variável também ser um motivador para que os gestores manipulem as operações da companhia. Lógica que, conforme os autores Almadi e Lazic (2016), é pouco observada pelos estudos que abordam a temática de gerenciamento de resultados e, por esse motivo, pode gerar contribuições à literatura e à prática.

A partir dessa discussão, pode-se perceber que a remuneração variável é um fator que incentiva os gestores a manipularem os resultados para suprir anseios particulares. Mas apenas a existência do plano de remuneração variável por si só pode não ser a única característica que serve como fator motivador para que os

gestores gerenciem os resultados. A depender da proporção da remuneração variável em relação ao total recebido, bem como a meta de remuneração estipulada para o período, também podem ser aspectos levados em consideração na intensidade do gerenciamento de resultados. Além disso, destaca-se que existem diferentes formas para que os gestores possam distorcer os resultados para alcançarem propósitos escusos. Por esse motivo, ao considerar os referidos aspectos dos planos de remuneração variável, os gestores podem manipular os resultados por meio de *accruals* discricionários ou operações. Assim, o presente trabalho se pauta **em investigar a influência da remuneração variável dos executivos no gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades operacionais nas empresas abertas do mercado brasileiro.**

O presente estudo se justifica ao contribuir com a discussão de que a remuneração pode, não apenas estimular os gestores a obterem maior desempenho econômico-financeiro no período, mas também incentivá-los a manipular o resultado do período. O avanço na discussão não se resume apenas se a remuneração variável implica no gerenciamento de resultados por *accruals* ou por operações, mas também ao considerar (1) se a companhia utiliza ou não da remuneração variável; (2) o nível de graduação da remuneração variável em relação à remuneração total; e (3) a distância proporcional do valor de remuneração variável pago aos gestores em relação a meta de desempenho estabelecida para o período.

Esse último fator, embora mencionado por Healy (1985) e Holthausen et al. (1995) como aspecto incentivador dos gestores manipularem os resultados, não é contemplado pelas pesquisas sobre o tema, por exemplo os trabalhos de Holthausen et al. (1995), Balsam (1998), Gao e Shrieves (2002), Shuto (2007), Ibrahim e Lloyd (2011), Almadi e Lazic (2016), Harris et al. (2019) e Dal Magro et al. (2019). Em outras palavras, o presente estudo inova ao mostrar que o gestor pode utilizar a meta estipulada para o período como ponto de referência para intensificar ou amenizar o nível de gerenciamento a fim de ajustar o resultado em relação a essa meta. O que contribui tanto sob a perspectiva teórica quanto de um ponto de vista prático no que compreende à explicação dos incentivos existentes para o aumento ou diminuição da qualidade do resultado econômico-financeiro apresentado aos usuários externos.

Outro ponto que avança a discussão é de não investigar somente como a remuneração variável impacta no gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, como visto por Holthausen et al. (1995), Balsam (1998), Gao e Shrieves (2002), Shuto (2007), Almadi e Lazic (2016), Harris et al. (2019), Dal Magro et al. (2019) e Sousa e Ribeiro (2020), mas também acatar a sugestão de Almadi e Lazic (2016) e Park (2019) ao avaliar se a remuneração variável pode instigar o uso das operações para manipular os resultados. Ponto de vista que merece atenção, pois a alteração exclusiva dos *accruals* discricionários pode não ser suficiente para que os gestores do alto escalão executivo atinjam as metas estabelecidas pela empresa, podendo estimular o uso de estratégias mais agressivas para alcançar interesses particulares. Além disso, os *accruals* discricionários são fonte de vigilância dos auditores e do conselho de administração (Pathak, Hoskisson & Johnson, 2014; Chen, Cheng & Wang, 2015; Liu, Du & Bian, 2019), enquanto as mudanças operacionais são menos associadas

à intenção de manipulação dos resultados e, portanto, são menos prováveis de serem detectadas por esses mecanismos de governança.

O Brasil possui um ambiente propício para o estudo da questão levantada, principalmente, por ser com menor proporção de remuneração variável em relação ao total, diferentemente de países da Europa Ocidental e América do Norte (Ferreira, 2012). Além disso, as pesquisas que analisaram companhias brasileiras, por exemplo Hoff e Vicente (2016), Dal Magro et al. (2019) e Sousa e Ribeiro (2020), restringiram-se a investigar o impacto da remuneração nos *accruals* discricionários sem verificar se esse impacto também ocorre no âmbito operacional. Tipo de manipulação que é mais nocivo à qualidade da informação do que se comparado ao gerenciamento por *accruals*, visto que não é fruto de uma mudança de política contábil, mas é oriundo de uma mudança de uma atividade operacional da companhia (Chi et al., 2011) que implica nos fluxos de caixa, reverberando em consequências de longo prazo.

2 DESENVOLVIMENTO E APRESENTAÇÃO DAS HIPÓTESES

A mudança das escolhas contábeis com foco em gerenciar os resultados por meio dos *accruals* discricionários é a forma mais recorrente de manipular o resultado líquido do período já que não depende da aprovação de órgãos de controle, como o conselho de administração ou comitê de auditoria (Liu et al., 2019; Costa & Soares, 2022). Além disso, as escolhas contábeis podem ser revertidas nos períodos seguintes, sendo um aspecto que pode ser benéfico ao considerar os objetivos escusos dos gestores (Healy & Wahlen, 1999; Scott, 2009).

Devido a esses aspectos, mudar as escolhas contábeis a partir dos *accruals* discricionários pode chamar a atenção do conselho de administração, da auditoria externa e do comitê de auditoria (Cohen & Zarowin, 2010; Pathak et al., 2014; Chen et al., 2015). A vigilância desses mecanismos é fonte de preocupação por parte dos gestores, visto que a comprovação do ato de manipular os resultados é percebida negativamente pelo mercado, prejudicando o prestígio e reputação dos próprios gestores frente aos acionistas (Bagnoli & Watts, 2000; Zahra, Priem & Rasheed, 2005; Martínez-Ferrero, Banerjee & García-Sánchez, 2016). Por esse motivo, os gestores buscam alternativas para manipular os resultados sem despertar a atenção de mecanismos de governança. Uma dessas alternativas consiste em gerenciar os resultados por intermédio das atividades operacionais (Cohen & Zarowin, 2010).

O uso das atividades operacionais para gerenciar os resultados é uma forma substituta ou complementar à manipulação por meio dos *accruals* discricionários (Roychowdhury, 2006; Cohen & Zarowin, 2010). Todavia, é mais difícil de ser praticado, pois está atrelada a mudanças nas operações da empresa, afetando diretamente os fluxos de caixa do período (Sun, Lan & Liu, 2014). Em alguns casos, os gestores precisam da compreensão/aprovação dos investidores para realizar algumas mudanças de cunho operacional. Quando isso ocorre, desencadeia a necessidade de os executivos ludibriarem os investidores de que a alteração operacional é salutar à companhia, apesar da verdadeira

finalidade está ligada ao suprimento de interesses particulares dos próprios gestores.

Com base nesse contexto, a manipulação por operações é menos recorrente e mais nociva à qualidade da informação contábil (Chi et al., 2011; Liu et al., 2019), já que sua reversão não se dá pela alteração das escolhas contábeis, mas por uma nova alteração nas atividades operacionais que resultarão em desembolsos de caixa fora do planejado pela companhia. Dentre exemplos de gerenciamento por atividades operacionais, tem-se a redução das despesas com publicidade, pesquisa e desenvolvimento e/ou manutenção para alcançar a meta de lucro do período (Cohen & Zarowin, 2010).

Embora gerenciar os resultados possa resultar em benefícios aos interesses pessoais dos executivos (Scott, 2009; Dechow, Ge & Schrand, 2010), não é uma prática realizada a todo momento e de qualquer forma. Isso porque é realizada a partir de incentivos (Healy & Wahlen, 1999), por exemplo, (i) ganhos decorrentes das modalidades de remuneração variável (Bergstresser & Philippon, 2006; Shuto, 2007; Almadi & Lazic, 2016); (ii) enganar a percepção do mercado quanto ao desempenho da companhia (Cheng & Warfield, 2005; Suffian, Sanusi & Mastuki, 2015), e; (iii) mudanças de regulação (Healy & Wahlen, 1999). O gerenciamento para maximizar ganhos com remuneração variável está pautado na lógica de aumentar os índices econômico-financeiros que são utilizados como parâmetro para determinar o valor da remuneração do período (Shuto, 2007; Almadi & Lazic, 2016).

Em essência, a remuneração variável tem o propósito de alinhar os objetivos dos gestores aos dos acionistas. O incentivo via remuneração variável diminui a aversão ao risco do gestor (Amihud & Lev, 1981; Smith e Stulz, 1985; Low, 2009), em virtude da autonomia que os gestores detêm para a escolha de projetos com maior probabilidade de entradas líquidas de caixa, mesmo que estejam atrelados a maiores níveis de risco (Haugen & Senbert, 1981). Assim, a remuneração variável estimula os gestores a optarem por projetos mais arriscados, já que, geralmente, estão atrelados a maiores taxas de rentabilidade (Rengel et al., 2020), além de ser um estimulador para que os executivos atinjam a meta estabelecida para o período (Rajgopal & Shevlin, 2002).

O uso da remuneração variável como ferramenta para alinhar interesses, entretanto, apresenta uma fragilidade quando é pautado no desempenho econômico-financeiro, pois pode haver o deslocamento do foco para o curto prazo (Shuto, 2007). Essa fragilidade decorre da informação assimétrica entre os gestores e os acionistas, a qual instiga os executivos a adotarem práticas de manipulação de resultados com a finalidade de aumentar o desempenho do período e, por sua vez, elevar os valores recebidos de bônus e outras modalidades decorrentes de planos de remuneração variável (Shuto, 2007; Ibrahim & Lloyd, 2011). Nesse sentido, a utilização de modalidades de remuneração variável dos executivos, de forma parcial ou exclusiva, aumenta a probabilidade de gerenciamento de resultados por parte das empresas (Gao & Shrieves, 2002). Assim, apresenta-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1a: *Empresas que recompensam seus gestores por meio de remuneração variável (de forma exclusiva ou complementar à modalidade de remuneração fixa) apresentam maior nível de gerenciamento de resultados por accruals discricionários do que empresas que adotam exclusivamente o sistema de remuneração por salário fixo no período.*

H1b: *Empresas que recompensam seus gestores por meio de remuneração variável (de forma exclusiva ou complementar à modalidade de remuneração fixa) apresentam maior nível de gerenciamento de resultados por atividades operacionais do que empresas que adotam exclusivamente o sistema de remuneração por salário fixo no período.*

Embora as companhias que adotam planos de remuneração variável possam apresentar resultados mais gerenciados do que as empresas que recompensam seus gestores exclusivamente por planos de remuneração fixa (Gao & Shrieves, 2002), não existe um padrão para a proporção desses planos em relação ao valor total do plano de remuneração. A falta desse padrão faz com que se tenha proporções distintas de decorrentes de planos de remuneração variável recebidos pelos gestores quando diferentes empresas são comparadas (Goh & Gupta, 2010; Ferreira, 2012).

Algumas companhias remuneram seus gestores com maior parcela de valores variáveis do que valores fixos (Gao & Shrieves, 2002). Esse comportamento resulta em diferentes níveis de incentivos percebidos pelos executivos para deturpar os resultados. À vista disso, companhias que possuem planos de remuneração com maior proporção de valores distribuídos aos gestores via remuneração variável do que via planos de remuneração fixa tendem a apresentar demonstrações com resultados mais gerenciados do que as organizações que possuem menores níveis dessa proporção (Shuto et al., 2007; Li & Chii-Shyan, 2017; Harris et al., 2019). Assim, ao invés de os investidores estarem alinhando os gestores aos seus interesses (Eisenhardt, 1989; Harris, 2009; Low, 2009), podem estar incentivando-os a manipularem os resultados (Ibrahim & Lloyd, 2011; Almadi & Lazic, 2016; Dal Magro et al., 2019).

Diante dessa perspectiva, pesquisas em diferentes países se dedicaram a investigar o impacto da proporção de remuneração variável (com relação a fixa) no gerenciamento de resultados. Shuto (2007) descobriu que os gestores de companhias japonesas, da mesma forma que os executivos dos EUA, apresentam informações contábeis mais gerenciadas quando obtém maiores recebimentos advindos dos planos de remuneração variável baseadas no desempenho do período. Em uma análise considerando diferentes países desenvolvidos, foi encontrado resultados similares (Almadi & Lazic, 2016). Harris et al. (2019) identificaram que o aumento da remuneração variável oferecida aos gestores implica no aumento do nível de manipulação das informações contábeis nos EUA, independentemente do gênero do executivo. Além disso, a remuneração também interfere na relação entre mandato do CEO e manipulação de resultados, incentivando-o a distorcer mais os resultados (Dal Magro et al., 2019).

Mesmo com essas evidências, a maior parte dos trabalhos se restringiram a analisar como a remuneração variável estimula o uso de práticas escusas pelos gestores ao considerar o uso de *accruals* discricionários (Gao & Shrieves, 2002; Shuto, 2007; Almadi & Lazic, 2016; Li & Chii-Shyan, 2017). Entretanto, essa não é a única forma de deturpar os resultados. Os executivos, à medida que são expostos a planos de remuneração variável mais agressivos, também podem utilizar as atividades operacionais para distorcer os resultados com o objetivo de maximizar a riqueza pessoal, como sugerido por Almadi e Lazic (2016) e evidenciado por Harris et al. (2019) e Dal Magro et al. (2019). A partir dessas discussões, apresenta-se a seguintes hipóteses:

H2a: O aumento da proporção de modalidades de remuneração variáveis em relação à fixa impacta de forma positiva e significativa o gerenciamento de resultados por accruals discricionários.

H2b: O aumento da proporção de modalidades de remuneração variáveis em relação à fixa impacta de forma positiva e significativa o gerenciamento de resultados por atividades operacionais.

A remuneração variável como incentivador para os gestores deturparem os resultados do período, ainda que contemplada em diferentes investigações (Gao & Shrieves, 2002; Shuto, 2007; Almadi & Lazic, 2016; Li & Chii-Shyan, 2017; Harris et al., 2019; Dal Magro et al., 2019), não foi estudada em sua plenitude. Um ponto faltante nessas pesquisas consiste na meta de remuneração estabelecida para o período.

Essa meta define qual será o valor variável a ser recebido pelos gestores, caso seja cumprida (Eisenhardt, 1989; Scott, 2009). Quando a meta de remuneração não é atingida, os gestores têm a receber valores menores decorrentes de planos de remuneração variável. Por esse motivo, sentem-se motivados a manipularem as informações contábeis em direção à meta para aumentar o valor a ser recebido no fim do período (Healy, 1985; Holthausen et al., 1995). Contudo, a partir do momento em que os executivos extrapolam a meta, muitas vezes, não há aumento do valor a ser recebido de planos de remuneração variável (Murphy, 1999). Nesse sentido, quando os gestores atingem a meta, não há incentivos adicionais para que haja aumento no resultado do período como o propósito de elevar o valor de remuneração variável a ser recebido ao fim do período. Por outro lado, a partir do ponto de atingimento da meta, pode-se acionar práticas para diminuir os resultados do período, deixando-o o mais próximo possível da meta (Holthausen et al., 1995). Isso transforma a remuneração variável em um recurso finito, já que se baseia em uma meta de desempenho.

A meta de desempenho pode ser vista como um ponto de referência para os executivos, porque, de acordo com Eisenhardt (1989), é o ponto ótimo que propicia o maior valor de remuneração variável ao considerar o esforço de desempenho. Desse modo, pode servir como um parâmetro que define a intensidade da manipulação provocada pelos executivos (Holthausen et al.,

1995). Ao atingir a meta do período, o gestor reduz a incerteza que os investidores têm quanto ao seu trabalho (Ali & Zhang, 2015) e, por sua vez, aumenta a chance de continuidade na administração da companhia no próximo período (Gibbons & Murphy, 1992; Ryan, Wang & Wiggins, 2009). Destaca-se também que pode haver duas questões ocultas para que o gestor se mantenha próximo da meta e fazer uso do gerenciamento de resultados para isso, sendo: (1) não aumentar excessivamente a meta do período subsequente; e (2) facilitar a reversão dos *accruals* durante os períodos subsequentes.

A partir dessa discussão, elucida-se que investigar a distância da remuneração em relação à meta estipulada no período contribui para a discussão da temática, haja vista que os executivos podem enxergar essa meta como um ponto de referência. Ao contemplar este ponto, pode-se contribuir à literatura, em especial aos trabalhos de Gao e Shrieves (2002), Shuto (2007), Almadi e Lazic (2016), Li e Chii-Shyan (2017), Harris et al. (2019) e Dal Magro et al. (2019), que nem sempre os gestores irão gerenciar os resultados do período de modo infinito para aumentar a remuneração, uma vez que a meta é o ponto ótimo que maximiza esses ganhos monetários e, dessa forma, tais executivos podem distorcer os resultados em direção a este ponto ótimo. Com base nesses fundamentos são propostas as seguintes hipóteses:

H3a: A maior distância proporcional do valor de remuneração variável pago aos gestores em relação à meta de remuneração do período está relacionada de forma negativa e significativa ao gerenciamento de resultados por accruals discricionários.

H3b: A maior distância proporcional do valor de remuneração variável pago aos gestores em relação à meta de remuneração do período está relacionada de forma negativa e significativa ao gerenciamento de resultados por atividades operacionais.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Definição da amostra e coleta de dados

A população desta pesquisa abrange todas as empresas que negociaram, em algum momento, ações entre o intervalo temporal de 2012 a 2019. O primeiro ano do intervalo temporal foi escolhido devido ao início da publicação de informações sobre a remuneração e as respectivas metas de remuneração variável dos gestores da alta cúpula executiva. Isso ocorreu porque tais informações apenas foram disponibilizadas, pela maior parte das empresas, a partir de 2011. Como os dados foram analisados por meio do Generalized Method of Moments (GMM) que necessita de um período defasado, escolheu-se como o primeiro período de análise o ano de 2012. O ano de 2019 foi escolhido para ser o último ano do intervalo temporal por ter sido o período antecedente que não foi influenciado pela pandemia de Covid-19. Com isso, considerou-se o ano de

2019 como o último período da análise para que não houvesse distorções nos resultados causados por um evento externo que impactou significativamente as operações das empresas brasileiras, sobretudo em 2020 e 2021.

A amostra foi composta pelas companhias que tinham dados disponíveis para o cálculo das medidas de gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades operacionais, bem como sobre a remuneração dos executivos e as informações necessárias para o cálculo das variáveis de controle. Em decorrência dessas restrições, a amostra da pesquisa foi composta por 108 empresas pertencentes a 39 setores de acordo com a classificação a North American Industry Classification System (NAICS), em nível 2. É válido ressaltar que o número máximo possível de observações foi 864, mas devido à falta de informações necessárias para composição da amostra, 103 observações foram excluídas. Isso fez com que a amostra fosse composta por 761 observações. Ainda sobre a amostra, informações discrepantes podem distorcer a análise e a interpretação sobre os resultados da pesquisa (Fávero & Belfiore, 2017). E, devido a essa característica, os dados quantitativos foram submetidos à técnica de winsorização em 1% e 99%.

As informações econômico-financeiras necessárias para o cálculo das variáveis de controle e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades operacionais foram coletadas por intermédio da base de dados Refinitiv Eikon®. Os dados sobre a remuneração recebida pelo gestor no período foram extraídos por meio do Formulário de Referência (FR) no endereço eletrônico da Comissão de Valores (CVM). Após a coleta dessas informações no FR, foi possível realizar o cálculo referente às variáveis: remuneração variável, proporção da remuneração variável e distância da remuneração variável em relação à meta estabelecida para o período.

3.2 Variáveis utilizadas

O gerenciamento por meio de *accruals* discricionários consiste em uma das variáveis dependentes, mensurada com base no modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). Os detalhes sobre os procedimentos realizados para o cálculo dessa variável são expostos no Apêndice A. A segunda variável dependente é o gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais (REM), calculada com base no modelo proposto por Dechow et al. (1998) e amplamente divulgada por Roychowdhury (2006). Os pormenores a respeito do cálculo da REM são descritos no Apêndice B. Vale lembrar que, durante o procedimento de estimação dessas variáveis, recorreu-se ao software estatístico Stata 13®. Na Tabela 1, além das variáveis dependentes, é exposta a descrição e operacionalização das variáveis independentes (interesse e controle) utilizadas nos modelos de regressão.

Tabela 1
Variáveis da pesquisa

Variável	Variável Dependente		
	Descrição	Operacionalização	Referências

Accruals Discrecionários (AD)	Gerenciamento de resultados por meio dos Accruals Discrecionários	$TA_{it} = \alpha_1/A_{t-1} + \beta_1 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) + \varepsilon_{it}$	Dechow et al. (1995)
Real Management Earnings Global (REM)	Gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais	$REM_{it} = REM_{REC_{it}} + REM_{CUSTO_{it}} + REM_{DES_{it}}$	Dechow et al. (1998) e Roychowdhury (2006)

Variáveis Independentes**Variáveis de Interesse**

Variável	Lógica relacional	Operacionalização	Referências
Remuneração Variável (RVAR)	O recebimento de remuneração variável estimula ações oportunísticas e, conseqüentemente realização de gerenciamento de resultados por AD e por REM para maximização de seus anseios privados.	Variável <i>dummy</i> com duas categorias: (0) período em que os executivos foram recompensados exclusivamente por planos de remuneração fixa e (1) período em que os executivos foram recompensados parcialmente ou exclusivamente por planos de remuneração variável	Gao e Shrieves, (2002)
Proporção da Remuneração Variável (PROPVAR)	O recebimento de maior proporção de remuneração variável provoca maior estímulo de ações oportunísticas e, conseqüentemente a realização de gerenciamento de resultados por AD e por REM para maximização de seus anseios privados.	$(\text{Valor recebido com planos de remuneração variável}_{it} / \text{Valor total recebido}_{it}) * 100$	Goh e Gupta (2010)
Distância da Meta (DMETA)	A maior distância proporcional do valor de remuneração variável à meta estabelecida provoca maior estímulo a ações oportunistas de gerenciamento de resultados por AD e REM, tendo em vista a necessidade de aproximar-se da meta para maximização de objetivos privados.	$(\text{Valor de remuneração variável pago aos gestores}_{it} / \text{Valor de meta de remuneração baseado no desempenho do período}_{it}) $	Proposta pelos autores

Variáveis de Controle

Variável	Lógica relacional	Operacionalização	Referências
Rentabilidade sobre o Ativo (ROA)	Quanto maior for o desempenho sobre o ativo da empresa, maior é a propensão da empresa ter se utilizado do gerenciamento de	$(\text{Lucro Líquido}_{it} / \text{Ativo Total}_{it}) * 100$	Dechow et al. (1995) e Consoni, Colauto e Lima (2017)

	resultados por AD e por REM.		
Grau de Alavancagem Operacional (GAO)	Quanto maior for o desempenho operacional considerando a estrutura de custos da empresa, maior é a propensão da empresa ter se utilizado do gerenciamento de resultados por AD e por REM.	$\text{Lucro Bruto}_{it}/(\text{Lucro Bruto}_{it} - \text{Despesas com Vendas e Administrativas}_{it})$	Ribeiro, Carmo, Fávero e Carvalho (2016)
Crescimento da Receita (CRESC)	Quanto maior for o crescimento da receita líquida de vendas, maior é a propensão da empresa ter se utilizado do gerenciamento de resultados por AD e por REM.	$((\text{Receita Líquida de Vendas}_{t}/\text{Receita Líquida de Vendas}_{t-1}) - 1) * 100$	Hochberg (2012) e Sincerre et al. (2016)
Endividamento Geral (END)	Quanto maior for o nível de endividamento da empresa, maior é a necessidade de utilizar do gerenciamento de resultados por AD e por REM para refletir o bom desempenho da empresa.	$((\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante})/\text{Ativo}) * 100$	Marra, Mazzola e Prencipe (2011) e Rodrigues, Melo e Paulo (2019)
Tenure da Firma de Auditoria (TEN)	À medida que a <i>tenure</i> da firma de auditoria aumenta, há aumento no nível de gerenciamento de resultados, já que a independência da firma de auditoria diminui com o aumento da <i>tenure</i>	Número em anos da permanência da firma de auditoria responsável pela auditoria dos relatórios financeiros em uma mesma empresa	Harris e Whisenant (2012) e Bell Causholli e Knechel (2015)
BIG4	Empresas auditadas pelas quatro maiores firmas internacionais (PwC, KPMG, Deloitte, EY) possuem menores níveis de gerenciamento de resultados	Variável <i>dummy</i> com duas categorias: (0) empresa auditada por firma de auditoria não BIG4 e (1) empresa auditada por firma de auditoria BIG4.	Tendeloo e Vanstralen (2008) e Francis e Yu (2009)
Dualidade do CEO (DUAL)	CEO's que também são presidentes do conselho de administração tendem a gerenciar mais os resultados	Variável <i>dummy</i> com duas categorias: (0) CEO que não é presidente do conselho de administração e (1) CEO que é presidente do conselho de administração.	Kamarudin, Ismail e Samsuddin (2012) e Chi, Hung, Cheng e Lieu (2015)

Tamanho (TAM)	Quanto maior for o tamanho da empresa, maior é a propensão da empresa utilizar do gerenciamento de resultados por AD e por REM, pois maior é o fluxo de informações e chances para se fazer tais manobras contábeis.	Logaritmo Natural do Ativo Total	Roychowdhury (2006) e Doyle, Ge e McVay. (2007)
---------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------------------------

Fonte: Elaborada pelos autores (2023).

3.3 Modelo econométricos e tratamento de dados

Inicialmente os dados de todas as variáveis foram analisados por meio da estatística descritiva com o propósito de entender a distribuição dos dados das empresas da amostra. De modo complementar à análise descritiva, algumas variáveis foram analisadas sob a perspectiva temporal. Para isso, realizou-se o teste de Kruskal-Wallis com o propósito de averiguar se houve diferenças significativas ao longo do lapso temporal das variáveis quantitativas referentes à remuneração, como a proporção da remuneração variável e a distância da meta. Após essas análises, realizou-se a aplicação de testes com o propósito de averiguar as três hipóteses da presente pesquisa. Isso foi viabilizado por intermédio do desenvolvimento de seis modelos de econométricos multivariados.

$$\begin{aligned}
 AD_{it} \text{ ou } REM_{it} &= \beta_0 + \beta_1 RVAR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 GAO_{it} + \beta_4 CRESC_{it} + \beta_5 END_{it} \\
 &+ \beta_6 TEN + \beta_7 BIG4 + \beta_8 DUAL + \beta_9 TAM_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 AD_{it} \text{ ou } REM_{it} &= \beta_0 + \beta_1 PROPVAR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 GAO_{it} + \beta_4 CRESC_{it} + \beta_5 END_{it} \\
 &+ \beta_6 TEN + \beta_7 BIG4 + \beta_8 DUAL + \beta_9 TAM_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
 AD_{it} \text{ ou } REM_{it} &= \beta_0 + \beta_1 DMETA_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 GAO_{it} + \beta_4 CRESC_{it} + \beta_5 END_{it} \\
 &+ \beta_6 TEN + \beta_7 BIG4 + \beta_8 DUAL + \beta_9 TAM_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{3}$$

AD_{it} = *accruals* discricionários da empresa i no período t ; REM_{it} = *real management earnings* global da empresa i no período t ; $RVAR_{it}$ = remuneração variável da empresa i no período t ; $PROPVAR_{it}$ = proporção da remuneração variável da empresa i no período t ; $DMETA_{it}$ = distância da meta de desempenho da empresa i no período t ; ROA_{it} = rentabilidade do ativo da empresa i no período t ; GAO_{it} = grau de alavancagem operacional da empresa i no período t ; $CRESC_{it}$ = crescimento da receita da empresa i no período t ; END_{it} = endividamento total da empresa i no período t ; TEN_{it} = tenure da firma de auditoria da empresa i no período t ; $BIG4_{it}$ = demonstrações contábeis auditadas por firma de auditoria BIG4 (PwC, Deloitte, KPMG ou EY) da empresa i no período t ; $DUAL_{it}$ = dualidade do CEO no conselho de administração da empresa i no período t ; e TAM_{it} = tamanho da empresa i no período t .

As regressões multivariadas foram analisadas por meio do Generalized Method of Moments (GMM). O uso desse modelo é baseado na estimação em primeira diferença e faz com que haja a amenização de alguns problemas, por exemplo, a existência de variáveis omitidas e endogeneidade (Heckman, 1979). Isso ocorre porque tal modelo conduz à análise com base na instrumentação das próprias variáveis participantes do modelo multivariado. O modelo GMM, de acordo com Roodman (2009), é uma estimação robusta quando empregada em algumas situações, por exemplo, quando: (i) a variável dependente é dinâmica e, por esse motivo, é influenciada por resultados passados em forma de defasagens, (ii) as variáveis independentes do modelo estatístico são exógenas, mas podem apresentar correlações em períodos anteriores ou até com o resíduo da regressão e (iii) há a presença de heterogeneidade, mesmo que não observada e (iv) ocorrência de autocorrelação serial de primeira ordem e heterocedasticidade inerente a cada grupo amostral, mas sem a presença desses aspectos ao comparar os grupos amostrais. Por esses motivos, adotou-se o GMM para as estimações das regressões multivariadas.

É válido ressaltar que, para avaliar o ajustamento adequado dos modelos multivariados por meio do GMM, foi necessária a realização dos testes de autocorrelação serial de primeira e segunda ordem em primeira diferença, denominados de AR(1) e AR(2), sugeridos por Arellano e Bond (1991), Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). De forma complementar, os dados também foram submetidos ao teste de Hansen. Esse teste indica se os instrumentos utilizados são válidos. É válido salientar que todos esses testes foram estimados considerando a significância ao nível de 5%.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O primeiro procedimento realizado para a análise de dados foi submeter todas as variáveis à estatística descritiva com a finalidade de averiguar aspectos como média, desvio-padrão, máximo e mínimo. A análise desses aspectos é importante para entender a distribuição dos dados. A partir disso, apresenta-se na Tabela 2 os resultados descritivos das variáveis utilizadas nesta pesquisa:

Tabela 2

Estatística descritiva

Variáveis	Média	Desvio-Padrão			Mínimo	Máximo	Total de Obs.
		O	B	W			
AD	0,065	0,079	0,052	0,06	0,001	0,546	761
REM	0,178	0,161	0,144	0,074	0,002	0,749	761
PROPVAR	48,565	22,654	19,045	12,395	0,000	89,085	761
DMETA	42,661	44,272	25,484	37,854	0,000	269,298	761
ROA	2,516	9,21	7,007	6,474	-41,387	23,269	761
GAO	2,153	3,631	1,831	3,208	-16,295	17,696	761
CRESC	5,916	21,657	11,698	18,849	-57,142	108,014	761
TEN	2,752	1,501	0,673	1,397	1	10	761
END	60,459	23,905	22,302	9,349	11,203	143,411	761

TAM	15,522	1,501	1,502	0,277	12,231	19,592	761
Variável	Gestores recompensados parcialmente ou totalmente com modalidades de remuneração variável		Obs.	Gestores recompensados exclusivamente com modalidades de remuneração fixa		Obs.	Total de Obs.
RVAR	94,88%		722	5,12%		39	761
Variável	Empresas auditadas por firmas de auditoria BIG4 ou com CEOs que possuem dualidade		Obs.	Empresas auditadas por firmas de auditoria não BIG4 ou CEOs que não possuem dualidade		Obs.	Total de Obs.
BIG4	85,81%		653	14,19%		108	761
DUAL	78,84%		600	21,16%		161	761

Legenda: AD = Accruals Discricionários; REM = Real Management Earnings Global; RVAR = Remuneração Variável; PROPVAR = Proporção da Remuneração Variável; DMETA = Distância da Meta; ROA = Rentabilidade sobre o Ativo; GAO = Grau de Alavancagem Operacional; CRESC = Crescimento da Receita; END = Endividamento Geral; TEN = Tenure da Firma de Auditoria; BIG4 = Empresas auditadas pelas quatro maiores firmas de auditoria internacionais; DUAL = Dualidade do CEO; TAM = Tamanho; O = Overall; B = Between; W = Within; e Obs. = Observações.

Fonte: Elaborada pelos autores (2023).

A partir dos resultados da Tabela 2, nota-se que a maioria das observações (94,88%) são de empresas recompensaram os gestores, em algum nível, com modalidades de remuneração variável. É válido destacar que das 108 empresas participantes da amostra, a Cambuci S/A e a General Shopping & Outlets foram as únicas companhias que, em nenhum período do intervalo analisado, recompensaram seus executivos de alto escalão com qualquer valor oriundo de planos de remuneração variável. Com isso, pode-se entender que a massiva parte das empresas brasileiras de capital aberto se utilizam da remuneração variável como mecanismo de incentivo para os gestores alcançarem as metas desejadas pelos acionistas.

A respeito da proporção da remuneração variável em relação ao total pago aos gestores, em média, a proporção das modalidades de remuneração variável em relação ao valor total pago aos acionistas foi de 48,56%. Isso indica que as companhias não financeiras, em média, recompensam seus gestores em menor proporção com planos de remuneração variável do que planos de remuneração fixa. Esse resultado é próximo ao encontrado por Goh e Gupta (2010), já que os autores descobriram que, em média, 40% dos valores recebidos pelos executivos de companhias do Reino Unido tiveram como base planos de remuneração variável. Ainda sobre a proporção da remuneração variável, salienta-se que, das 761 observações, 423 (55,58%) são de executivos que foram recompensados com maior proporção de valores provenientes de planos de remuneração variável do que de planos de remuneração fixa. No que concerne à distância percentual da meta estabelecida, as evidências da Tabela 2 sugerem que, em média, os gestores se distanciam em 42,66% do valor da meta estabelecida para o período.

Os resultados descritivos dão um panorama geral sobre o comportamento da proporção da remuneração variável e da distância percentual da meta estabelecida. Contudo, tais variáveis podem ter apresentado variações significativas ao longo do tempo. Por esse motivo, os dados dessas duas variáveis foram submetidos ao teste de médias de Kruskal-Wallis. Tal teste indicou que a proporção da remuneração variável não apresentou diferença significativa ao longo do tempo [$\chi^2(7) = 10,335$; valor- $p < 0,1703$]. O que pode ser considerado um resultado interessante, já que, apesar do Brasil ter enfrentado períodos de recessão econômica e picos de incerteza da política econômica que, de acordo com Wasiuzzaman (2015), contribuem para queda no desempenho econômico-financeiro das companhias, não houve diferença na proporção da remuneração variável destinada aos executivos. Sobre a distância percentual da meta estabelecida, os resultados indicaram que também não houve diferença significativa desta variável ao longo do tempo [$\chi^2(7) = 10,341$; valor- $p < 0,1681$]. Assim, mesmo com momentos turbulentos na economia brasileira entre 2011 e 2019, a distância em relação à meta não apresentou diferenças significativas.

Em momento posterior às análises ao longo do tempo, as variáveis independentes que pertence a cada um dos seis modelos multivariados foram analisadas por meio do teste Variance Inflation Factor (VIF) com a finalidade de averiguar se há a presença de multicolinearidade. Os resultados desse teste indicaram que todas as variáveis independentes pertencentes às seis regressões múltiplas apresentaram valor de VIF inferior a 5. Esse resultado sugere que não há a presença de multicolinearidade em nenhum dos seis modelos multivariados, uma vez que esta característica somente está presente quando o teste VIF apresenta valores superiores a cinco, conforme mencionado de Fávero e Belfiore (2017).

A partir disso, as variáveis foram submetidas à análise de regressão por meio do GMM. Mas, antes da realização do GMM, há testes que se configuram como pressupostos necessários para validação desse método de regressão multivariada. Dentre esses testes, tem-se o AR(1) e AR(2), os quais indicaram que todas as regressões multivariadas possuem apenas autocorrelação de primeira ordem, ou seja, aquelas que são controladas pelo modelo GMM. Em todas as estimações multivariadas, o teste de Hansen se mostrou não significativo, ao nível de significância de 5%, indicando que os instrumentos utilizados nas regressões são adequados. Diante disso, apresenta-se na Tabela 3 os resultados referentes às análises multivariadas.

Tabela 3

Análise Multivariada de dados

Variáveis	AD	REM	AD	REM	AD	REM
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
<i>Accruals</i> Discrecionários _{t-1}	0,0445		0,0528		0,0517	
<i>Real Management Earnings Global</i> _{t-1}		0,2821*		0,2952**		0,281*
Remuneração Variável	-0,0285	0,2072*				
Proporção da Remuneração Variável			0,0001	0,0005*		
Distância da Meta					0,0001**	-0,0001
Rentabilidade sobre o Ativo	-0,0003	0,0018**	-0,0003	0,0017*	-0,0002	0,0018**
Grau de Alavancagem Operacional	-0,0006	-0,0005	-0,0005	-0,0005	-0,0005	-0,0005
Crescimento da Receita	-0,0001	0,0002	-0,0001	0,0002	-0,0001	-0,0001
Endividamento Geral	0,0005*	0,0065	0,0005**	0,0006	0,0005**	0,0006
<i>Tenure</i> da Firma de Auditoria	0,0010	0,0042	0,0012	0,0044	0,0013	0,041
BIG4	0,0123	-0,0039	0,0057	-0,0077	0,0072	0,0001
Dualidade do CEO	0,0132	0,0078	0,0112	0,0053	0,0107	0,0092
Tamanho	-0,0118***	-0,0176***	-0,126***	-0,0198***	-0,0122***	-0,0172***
Constante	0,2305***	0,3281***	0,2159***	0,3592***	0,2071***	0,3414***
Teste Wald	43,94***	30,09***	40,76***	37,63***	45,08***	29,24***
Observações	761	761	761	761	761	761
Pressupostos da regressão						
VIF (mínimo)	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01
VIF (máximo)	1,42	1,46	1,41	1,45	1,44	1,47
AR(1)	-3,66***	-5,00***	-3,62***	-5,06***	-3,62***	-5,06
AR(2)	1,60	1,53	1,65	1,45	1,70	1,58
Hansen	4,06	5,38	4,30	4,67	4,44	5,63

Legenda: *significância ao nível de 5% e **significância ao nível de 1% ao considerar a estimação bicaudal. Coef. = Coeficientes; AD = *Accruals* Discrecionários; REM = *Real Management Earnings Global*; AR(1): Teste de Arellano-Bond para autocorrelação serial de primeira ordem em primeira diferença; AR(2): Teste de Arellano-Bond para autocorrelação serial de segunda ordem em primeira diferença; e Hansen: Teste de Hansen.

Fonte: Elaborada pelos autores (2023).

As evidências do modelo de regressão multivariada 1 revela que não há relação significativa (Coef. = -0,0285; p-valor < 0,216) entre a forma de remuneração, exclusiva ou complementar a modalidade de remuneração fixa com a prática de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, rejeitando a H1a. Por outro lado, nota-se relação positiva e significativa, ao nível de 10% (Coef. 0,2072; p-valor < 0,094), entre o uso de modalidades de remuneração variável e a manipulação de resultados por atividades operacionais. Evidência que implica no aceite da H1b e indica que a remuneração variável é um incentivo para os executivos alterarem o resultado do período.

A partir desses resultados, entende-se que apenas o ato de implementar modalidades de remuneração variável não incentiva os gestores de empresas brasileiras a distorcerem os resultados por meio dos *accruals* discricionários, divergindo de estudos (Gao & Shrieves, 2002; Shuto, 2007) que constataram esse comportamento em outros países. No entanto, a adoção de modalidades de remuneração variável para recompensar os executivos de alto escalão os incentiva a praticar a manipulação de resultados por intermédio das atividades operacionais da empresa. Isso vai ao encontro do discutido por Ibrahim e Lloyd (2011), haja vista que os autores constataram que, quando a companhia possui planos de remuneração variável, implica no aumento de gerenciamento de resultados por meio das operações da própria companhia.

Nesse sentido, constata-se que a inclusão de planos de remuneração variável é um comportamento que implica no incentivo de os executivos gerenciarem os resultados. No entanto, os achados divergem de estudos (Roychowdhury, 2006; Cohen & Zarowin, 2010) que mencionam o uso, em primeiro momento, dos *accruals* discricionários para distorcer os resultados e, de forma complementar, as operações para gerenciar os resultados por executivos da alta cúpula executiva. Isso porque, no Brasil, a adoção de planos de remuneração variável pelas empresas para esses executivos estimula apenas práticas de gerenciamento ligadas às atividades operacionais. Algumas motivações podem explicar a existência de somente essa relação, por exemplo, o menor foco de mecanismos de governança – como auditoria externa e conselho de administração – em atos ligados ao gerenciamento por meio das operações operacionais em detrimento do gerenciamento por *accruals* discricionários (Pathak, Hoskisson & Johnson, 2014; Chen, Cheng & Wang, 2015; Liu, Du & Bian, 2019).

Embora apenas a característica de ter planos de remuneração variável como forma de compensar os executivos ser um incentivador no uso de práticas de gerenciamento de resultados, como visto no Modelo 2 da Tabela 3, não existe um padrão quanto à proporção da remuneração variável sobre o valor total pago ao gestor pelas empresas (Goh e Gupta, 2010). Com isso, pode haver aumento de incentivo para manipular os resultados à medida que a proporção da remuneração variável aumenta em relação ao total pago no período. Isso faz com que as companhias que recompensam seus executivos com maiores proporções de remuneração criem um ambiente que incita os próprios gestores de alto escalão a gerenciarem mais os resultados em comparação com os executivos que estão à frente de organizações que tenham baixa ou nenhuma

proporção de pagamento por meio de planos de remuneração variável (Shuto et al., 2007; Li & Chii-Shyan, 2017; Harris et al., 2019).

Os resultados do Modelo 3 e Modelo 4 indicam que a proporção da remuneração variável influencia no aumento do nível de gerenciamento de resultados apenas por meio das atividades operacionais ao nível de significância de 10% (Coef. 0,0005; p-valor < 0,051). Isso porque não foi detectada relação significativa entre proporção da remuneração variável e gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários (Coef. 0,0001; p-valor < 0,741). Com isso, há a confirmação da H2b com contribuição às discussões apresentadas por Harris et al. (2019) de que os gestores se sentem motivados a aumentarem o nível de manipulação dos resultados por meio das operações à medida que a remuneração tem maior proporção de planos de remuneração variável.

Os resultados dos modelos 1, 2, 3 e 4 indicam que a existência de planos de remuneração variável, bem como o aumento da parcela de importância desse plano em relação ao valor total, é um motivador para que os gestores manipulem os resultados, mas apenas no âmbito operacional. O que pode ser uma prática mais segura para os diretores executivos, haja vista que é uma forma de gerenciar os resultados sem recorrer à alteração de escolhas contábeis que possa ser descoberta pela auditoria externa ou mecanismos internos de governança. Além disso, vale lembrar que a descoberta de práticas de gerenciamento pode ter efeito negativo na reputação dos próprios gestores de alto escalão por não ser bem-vista pelos acionistas da empresa.

Embora a proporção da remuneração variável seja um fator que motiva os executivos a praticarem atos para abastecer propósitos particulares, a meta de remuneração pode ser um atributo que implica no nível de manipulação. À medida que esses gestores se afastam da meta de desempenho estipulada pelos acionistas para o período, podem aumentar as condutas de manipulação para se aproximar dessa meta. Essa perspectiva não foi considerada em estudos anteriores, de forma que sua observância conduz a um novo patamar de investigação sobre a prática de gerenciamento de resultados como possível consequência do oportunismo surtido pela remuneração variável.

Os resultados dos modelos 5 e 6 fornecem evidências de que a distância da meta está estatisticamente relacionada de forma positiva ao gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários (Coef. = 0,0001; p-valor < 0,037). Contudo, não apresenta relação significativa com o gerenciamento por atividades operacionais (Coef. = -0,0001; p-valor < 0,629). Evidências que implicou na rejeição da H3a e H3b. Mesmo que esses achados sejam dissonantes das hipóteses propostas, há uma contribuição para a literatura, visto que avança na discussão de estudos (Almadi & Lazic, 2016; Li & Chii-Shyan, 2017; Harris et al., 2019; Dal Magro et al., 2019) que concentraram esforços na temática. A contribuição para esses estudos é de que a distância da meta de remuneração variável é um componente levado em consideração pelos gestores a adotarem práticas de gerenciamento de resultados por *accruals*.

O uso de *accruals* discricionários para alterar a meta de remuneração pode estar atrelado a maior facilidade de gerenciar os resultados quando comparado a medidas que estão baseadas na alteração de atividades operacionais da empresa. Ainda mais que os gestores de alto escalão têm uma

previsão mais precisa se atingirão ou não a meta do período nos últimos meses do ano. Tornando assim, o uso dos *accruals* discricionários mais atrativo e efetivo para atingir ou tentar se aproximar da meta do período para os executivos que estão mais distantes da meta estipulada no início do período. Além disso, é necessário ressaltar que para a execução do gerenciamento operacional é necessário planejamento e tempo para que surta o efeito esperado e, dessa forma, pode ser menos eficiente em uma situação que demanda mais urgência.

5 CONCLUSÕES

O presente estudo teve por objetivo investigar a influência da remuneração variável dos executivos no gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades operacionais nas empresas abertas do mercado brasileiro. Os resultados da pesquisa remetem a três reflexões. A primeira é que o fato de a companhia adotar parcialmente ou totalmente a modalidade de remuneração variável não é um fator que contribui para o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. Contudo, é um fator contributivo para o aumento da manipulação por meio de atividades operacionais, indicando que o ato de compensar os executivos com planos de remuneração variável implica em demonstrações com menor nível de qualidade.

Isso mostra uma faceta diferente que ocorre especificamente no Brasil e contribui diretamente aos trabalhos de Gao e Shrieves (2002), Shuto (2007) e Ibrahim e Lloyd (2011), visto que apenas a adoção desses planos é vista como fator motivador para os gestores utilizarem as operações com o objetivo de deturparem o resultado do período. Essas contribuições não se limitam à academia, mas também auxiliam os usuários externos das informações contábeis, sobretudo os investidores. Isso ocorre porque somente a inclusão de planos de remuneração variável pelas empresas brasileiras induz à diminuição da qualidade do resultado e, por sua vez, à diminuição da capacidade informacional desses usuários.

Na mesma linha, a proporção da remuneração em relação ao total é uma característica que está ligada ao aumento da manipulação de resultados por atividades operacionais. O que emergiu uma segunda reflexão, pois os gestores se sentem motivados a adotarem condutas oportunistas ao passo que a proporção dos valores referente à remuneração variável aumenta em relação ao valor total pago. Dessa forma, elucida-se, como constatado por Harris et al. (2019), que o aumento da proporção da remuneração incentiva os gestores a realizarem práticas que suprem anseios particulares, mas apenas no que concerne à manipulação operacional.

Essa evidência pode gerar contribuições aos usuários externos, especialmente para os investidores. Contribuições que ocorrem porque gestores com maior proporção da remuneração variável em relação ao total recebido podem não utilizar os *accruals* discricionários, uma vez que a alteração de escolhas contábeis para gerenciar os resultados pode ser mais facilmente detectável por mecanismos de governança, por exemplo, a auditoria externa. Em termos teóricos, também gera contribuições ao debate travado, em especial, por Almadi e Lazic (2016) e Li e Chii-Shyan (2017), porque no Brasil o aumento da

proporção também pode agir de modo contraproducente ao alinhamento dos objetivos entre gestores e acionistas.

A terceira e última reflexão advém do resultado sobre a relação da distância da meta de remuneração variável e o gerenciamento por *accruals* discricionários. Essa relação é positiva e mostra que gestores mais distantes da meta de remuneração tendem a gerenciar os resultados. O que pode contribuir aos trabalhos de Holthausen et al. (1995) e Ali e Zhang (2015), uma vez que, a depender da distância da meta de remuneração em que o gestor se encontra, pode levar à intensificação de práticas de gerenciamento de resultados. Assim, é uma forma de gestores que se encontram mais distantes da meta reduzirem os danos que podem ser provocados à reputação e estabilidade no cargo do CEO quando o desempenho foi abaixo do esperado.

Nesse sentido, os achados deste estudo acendem a discussão de que os gestores gerenciam os resultados a partir do plano de remuneração variável oferecido pela empresa. O que, de certa forma, elucida que os mecanismos de governança devem possuir maior preocupação com práticas para distorcer os resultados à medida que há o aumento distância do resultado alcançado pela gestão em relação à meta traçada no início do período pelo conselho de administração. Tais mecanismos também devem reforçar condutas de monitoramento diante da proporção da remuneração variável em relação ao valor total de remuneração, pois essa proporção é utilizada pelos próprios executivos como uma fonte motivadora para intensificar práticas de gerenciamento de resultados. Assim, os investidores e credores poderão ter acesso a informações contábeis de qualidade e, por sua vez, potencializarão a capacidade de tomada de decisão devido à redução da assimetria informacional.

A presente pesquisa não foi isenta de limitações. Não foi aprofundada a análise quanto à segmentação dos diferentes planos de remuneração variável. Por esse motivo, é interessante analisar o efeito das diversas modalidades de incentivo por remuneração variável no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. Isso pode ser uma forma de analisar quais são os planos mais efetivos quanto ao aumento do desempenho nas companhias brasileiras. Outra limitação concerne ao não controle do ambiente macroeconômico, o qual interfere em atos oportunistas dos executivos (Paulo & Mota, 2019). Por esse motivo, os trabalhos futuros podem se debruçar em analisar quais são as implicações do contexto macroeconômico na relação entre a proporção e distância da meta da remuneração variável e o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e atividades operacionais.

REFERÊNCIAS

- Almadi, M., & Lazic, P. (2016). CEO incentive compensation and earnings management. *Management Decision*, 54(10), 2447-2461. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2016-0292>

- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The bell journal of economics*, 605-617. <https://doi.org/10.2307/3003575>
- Bagnoli, M., & Watts, S. G. (2010). Oligopoly, Disclosure, and Earnings Management. *The Accounting Review*, 85(4), 1191-1214. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.4.1191>
- Balsam, S. (1998). Discretionary accounting choices and CEO compensation. *Contemporary Accounting Research*, 15(3), 229-252. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00558.x>
- Banker, R. D., & Datar, S. M. (1989). Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation. *Journal of Accounting Research*, 27(1), 21-39. <https://doi.org/10.2307/2491205>
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of economic perspectives*, 17(3), 71-92. <https://doi.org/10.1257/089533003769204362>
- Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of financial economics*, 80(3), 511-529. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.011>
- Chen, X., Cheng, Q., & Wang, X. (2015). Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms. *Review of Accounting Studies*, 20(2), 899-933. <https://doi.org/10.1007/s11142-015-9316-0>
- Cheng, Q., & Warfield, T. D. (2005). Equity incentives and earnings management. *The accounting review*, 80(2), 441-476. <https://doi.org/10.2307/4093065>
- Chi, W., Lisic, L. L., & Pevzner, M. (2011). Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management?. *Accounting horizons*, 25(2), 315-335. <https://doi.org/10.2308/acch-50082>
- Chi, C. W., Hung, K., Cheng, H. W., & Lieu, P. T. (2015). Family firms and earnings management in Taiwan: Influence of corporate governance. *International Review of Economics & Finance*, 36, 88-98. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.11.009>
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of accounting and Economics*, 50(1), 2-19. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>
- Consoni, S., Colauto, R. D., & Lima, G. A. S. F. D. (2017). Voluntary disclosure and earnings management: evidence from the Brazilian capital market. *Revista*

Contabilidade & Finanças, 28(74), 249-263. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703360>

Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)

Costa, C. M., & Soares, J. M. M. V. (2022). Jones Padrão e Jones Modificado: Um Tutorial de Gerenciamento de Resultados. *Revista de Administração Contemporânea*, 26(2), 1-13. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2022200305.en>

Cupertino, C. M., Martinez, A. L., & Costa Jr., N. C. A. D. (2016). Consequências para a rentabilidade futura com o gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais reais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(71), 232-242. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201602520>

Dal Magro, C. B., Dani, A. C., & Klann, R. C. (2019). Remuneração variável no tempo de mandato é a causa do oportunismo dos CEOs? Evidências do gerenciamento de resultados no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(3), 77-92. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i3.42193>

De Angelis, D., Grullon, G., & Michenaud, S. (2017). The effects of short-selling threats on incentive contracts: Evidence from an experiment. *The Review of Financial Studies*, 30(5), 1627-1659. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw105>

Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>

Dechow, P. M., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of accounting and Economics*, 25(2), 133-168. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00020-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00020-2)

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.

DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of accounting and economics*, 17(1-2), 145-176. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90008-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90008-6)

Doyle, J., Ge, W., & McVay, S. (2007). Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting. *Journal of accounting and Economics*, 44(1-2), 193-223. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.10.003>

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.

Fernandes, F. C., & Mazzioni, S. (2015). A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. *Contabilidade Vista & Revista*, 26(2), 41-64.

Ferreira, L. O. G. (2012). *Padrões e características da remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto*. (Dissertação de mestrado) Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília, DF, Brasil.

Gibbons, R., & Murphy, K. J. (1992). Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence. *Journal of political Economy*, 100(3), 468-505.

Gao, P., & Shrieves, R. E. (2002). Earnings management and executive compensation: A case of overdose of option and underdose of salary. *Unpublished, University of Tennessee, Knoxville, TN*. <http://ssrn.com/abstract,302843>.

Goh, L., & Gupta, A. (2010). Executive compensation, compensation consultants, and shopping for opinion: Evidence from the United Kingdom. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(4), 607-643. <https://doi.org/10.1177/0148558X1002500407>

Gunny, K. A. (2005). *What are the consequences of real earnings management?*. University of California, Berkeley.

Harris, J. D. (2009). What's wrong with executive compensation?. *Journal of Business Ethics*, 85(1), 147-156. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9934-6>

Harris, O., Karl, J. B., & Lawrence, E. (2019). CEO compensation and earnings management: Does gender really matter?. *Journal of Business Research*, 98, 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.01.013>

Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1981). Resolving the agency problems of external capital through options. *The Journal of Finance*, 36(3), 629-647. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1981.tb00649.x>

Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 85-107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)

Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.

- Hochberg, Y. V. (2012). Venture capital and corporate governance in the newly public firm. *Review of Finance*, 16(2), 429-480. <https://doi.org/10.1093/rof/rfr035>
- Hoff, J., & Vicente, E. F. R. (2016). O Gerenciamento de Resultados e a Remuneração Variável dos Executivos das Companhias Brasileiras Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(2), 64-81. <https://doi.org/10.9771/rc-ufba.v10i2.17027>
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F., & Sloan, R. G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of accounting and economics*, 19(1), 29-74. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)00376-G](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)00376-G)
- Ibrahim, S., & Lloyd, C. (2011). The association between non-financial performance measures in executive compensation contracts and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(3), 256-274. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.10.003>
- Indjejikian, R. J. (1999). Performance evaluation and compensation research: An agency perspective. *Accounting Horizons*, 13(2): 147-157.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kamarudin, K. A., Ismail, W. A. W., & Samsuddin, M. E. (2012). The influence of CEO duality on the relationship between audit committee independence and earnings quality. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 919-924. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.220>
- Kyriacou, K., & Mase, B. (2006). The adverse consequences of share-based pay in risky companies. *Journal of Management & Governance*, 10(3), 307-323. <https://doi.org/10.1007/s10997-006-9002-5>
- Li, L., & Chii-Shyan, K. (2017). CEO equity compensation and earnings management: The role of growth opportunities. *Finance Research Letters*, 20, 289-295. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.10.013>
- Li, Y., & Singal, M. (2019). Firm Performance in the Hospitality Industry: Do CEO Attributes and Compensation Matter?. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 43(2), 272-282. <https://doi.org/10.1177/1096348018776453>
- Liu, F., Du, J., & Bian, C. (2019). Don't Touch My Cheese: Short Selling Pressure, Executive Compensation Justification, and Real Activity Earnings Management. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(9), 1969-1990. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1501675>
- Lopes, I. F., Gasparetto, V., Schnorrenberger, D., & Lunkes, R. J. (2017). Relação do desempenho financeiro e dos riscos operacionais na remuneração de

- executivos de empresas brasileiras com ADRs. *Contabilidade Vista & Revista*, 28(3), 22-52.
- Low, A. (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 470-490. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.05.004>
- Marques, J. S., & Ramos, F. (2022). Custos considerados na escolha das modalidades de gerenciamento de resultados: estudo empírico em empresas listadas na B3. *Contabilidade Vista & Revista*, 33(2), 84-105. <https://doi.org/10.22561/cvr.v33i2.6829>
- Marra, A., Mazzola, P., & Prencipe, A. (2011). Board monitoring and earnings management pre-and post-IFRS. *The international journal of Accounting*, 46(2), 205-230. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2011.04.007>
- Martínez-Ferrero, J., Banerjee, S., & García-Sánchez, I. M. (2016). Corporate social responsibility as a strategic shield against costs of earnings management practices. *Journal of Business Ethics*, 133(2), 305-324. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2399-x>
- Martins, V. G., Paulo, E., & do Monte, P. A. (2016). O gerenciamento de resultados contábeis exerce influência na acurácia da previsão de analistas no Brasil?. *Revista Universo Contábil*, 12(3), 73-90. <https://doi.org/doi:10.4270/ruc.2016322>
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00809-F](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00809-F)
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of labor economics*, 3, 2485-2563. [https://doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30024-9](https://doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30024-9)
- Paulo, E., & Mota, R. H. G. (2019). Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(81), 216-233. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806870>
- Park, K. (2019). Does peer firm executive compensation affect earnings management?. *Managerial Finance*.45(1), 54-71. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2018-0148>
- Pathak, S., Hoskisson, R. E., & Johnson, R. A. (2014). Settling up in CEO compensation: The impact of divestiture intensity and contextual factors in refocusing firms. *Strategic Management Journal*, 35(8), 1124-1143. <https://doi.org/10.1002/smj.2153>
- Rajgopal, S., & Shevlin, T. (2002). Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 145-171. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00042-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00042-3)

- Rengel, R., de Sousa, A. M., Monteiro, J. J., & Meurer, R. M. (2020). Análise da relação entre riscos e remuneração dos executivos nas empresas listadas na B3. *Iberoamerican Journal of Strategic Management-IJSM*, 19(1), 148-168. <https://doi.org/10.5585/riae.v19i1.16787>
- Ribeiro, A. M., do Carmo, C. H. S., Fávero, L. P. L., & Carvalho, L. N. (2016). Poder discricionário do gestor e comparabilidade dos relatórios financeiros: Uma análise do processo de transição regulatória da contabilidade brasileira. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 27(70), 12-28. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201601900>
- Rodrigues, R. M. R. C., Melo, C. L. L. D., & Paulo, E. (2019). Gerenciamento de Resultados e Nível dos Accruals Discricionários Trimestrais no Mercado Acionário Brasileiro. *BBR. Brazilian Business Review*, 16(3), 297-314. <https://doi.org/10.15728/bbr.2019.16.3.6>
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Ryan, H. E., Wang, L., & Wiggins, R. A. (2009). Board-of-director monitoring and CEO tenure. Available at SSRN 992857.
- Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting horizons*, 3(4), 91.
- Scott, W. R. (2009). *Financial Accounting Theory*, Ontario.
- Shuto, A. (2007). Executive compensation and earnings management: Empirical evidence from Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16(1), 1-26. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2007.01.004>
- Sincerre, B. P., Sampaio, J. O., Famá, R., & dos Santos, J. O. (2016). Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 291-305. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201601660>
- Smith, C. W., & Stulz, R. M. (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of financial and quantitative analysis*, 20(4), 391-405. <https://doi.org/10.2307/2330757>
- Soschinski, C. K., Schlup, D., Bogoni, N. M., & da Cunha, P. R. (2020). Influência da governança corporativa na assimetria de informação: uma comparação entre empresas brasileiras e americanas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(43), 149-163.

- Sousa, A. M., Figari, A. K. P., & Colauto, R. D. (2022). Influência da tenure da auditoria no gerenciamento de resultados em empresas abertas do mercado brasileiro. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 41(3), 74-95. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v41i3.57044>
- Sousa, A. M., & Ribeiro, A. M. (2020). A remuneração dos executivos mitiga os *accruals* discricionários? Uma análise em bancos brasileiros de capital aberto. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 18(3), 25-38. <https://doi.org/10.19094/contextus.2020.42452>
- Suffian, M. T. M., Sanusi, Z. M., & Mastuki, N. A. (2015). Real earnings management and firm value: Empirical evidence from Malaysia. *Management & Accounting Review (MAR)*, 14(1), 25-47. <http://dx.doi.org/10.24191/mar.v14i1.347>
- Sun, J., Lan, G., & Liu, G. (2014). Independent audit committee characteristics and real earnings management. *Managerial Auditing Journal*, 29(2), 153-172. <https://doi.org/10.1108/MAJ-05-2013-0865>
- Wasiuzzaman, S. (2015). Working capital and firm value in an emerging market. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 60-79. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2013-0016>
- Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage learning.
- Zahra, S. A., Priem, R. L., & Rasheed, A. A. (2005). The antecedents and consequences of top management fraud. *Journal of Management*, 31(6), 803-828. <https://doi.org/10.1177/0149206305279598>

APÊNDICE A – GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS

Os *accruals* discricionários foram calculados com base no modelo de Dechow et al. (1995). Para calculá-los, o primeiro passo consistiu em mensurar os *accruals* totais do período pela técnica do balanço, como sugerido por Dechow et al. (1995).

$$TA_{it} = (\Delta AC_{it} - \Delta Caixa_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta FinEmp_{it}) - Depreciação_{it}/A_{it-1} \quad (4)$$

Em que: TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ; ΔAC_{it} = variação do ativo circulante da empresa i no período t em relação ao período $t-1$; $\Delta Caixa_{it}$ = variação do caixa da empresa i no final do período t em relação ao período $t-1$; ΔPC_{it} = variação do passivo circulante da empresa i no período t em relação ao período $t-1$; $\Delta FinEmp_{it}$ = variação dos empréstimos e

financiamentos da empresa i no período t em relação ao período $t-1$; Depreciação $_{it}$ = depreciação da empresa i no período t ; e A_{it-1} = ativo total da empresa i no período $t-1$.

Após o cálculo dos *accruals* totais, foi possível proceder à separação dos *accruals* discricionários dos *accruals* não discricionários. Separação que é importante para identificar quais são os *accruals* suscetíveis à manipulação pelos executivos. Os *accruals* discricionários foram discriminados por meio da métrica de Dechow et al. (1995) ao considerar o método de regressão Ordinary Least Squares (OLS), expressa na Equação 5:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_i \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta RL_{it} - \Delta CR_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Em que: TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ; A_{it-1} = ativos totais do fim do exercício da empresa i no período $t-1$; ΔRL_{it} = variação da receita líquida da empresa i no período t ; ΔCR_{it} = variação das contas a receber da empresa i no período t ; PPE_{it} = ativo imobilizado do fim do período da empresa i no período t ; e ε_{it} = termo de erros (resíduos) da regressão da empresa i no período t .

Na Tabela 4 são apresentados os resultados decorrentes da estimação de regressão multivariada conforme a Equação 5:

Tabela 4

Estimação dos *accruals* discricionários

Variáveis	Coefficientes	Erro-padrão	Estatística T	Valor-p
$1/A_{t-1}$	-16,214,77	4,816,52	-3,37	0,001
$(\Delta RL - \Delta CR)/A_{t-1}$	0,0763	0,0323	2,36	0,019
PPE/A_{t-1}	0,0759	0,0221	3,44	0,001
Constante	0,0785	0,0082	9,61	0,000
R^2		0,0346		
Teste F		11,67**		
Observações		893		

Legenda: *significância ao nível de 5% e **significância ao nível de 1% ao considerar a estimação bicaudal. Coef. = Coeficientes; Estat. T = Estatística T.

Fonte: Elaborada pelos autores (2023).

Os *accruals* discricionários correspondem ao termo de erro da Equação 5. Com isso, quanto mais distante o termo de erro da reta da regressão, maior o nível de gerenciamento de resultados por *accruals* realizado pelos gestores. Devido a essa característica, os termos de erro foram submetidos ao módulo para que o nível o número reflita adequadamente o nível de manipulação por meio dos *accruals* discricionários praticada pelo gestor. Assim, quanto mais distante da reta o termo de erro se encontra, maior foi o nível de gerenciamento realizado no período.

APÊNDICE B – GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES OPERACIONAIS REAIS

O cálculo do gerenciamento de resultados por atividades operacionais foi realizado por meio da métrica proposta por Dechow, Kothari e Watts (1998) e operacionalizada por Roychowdhury (2006). Esses autores descrevem que o gerenciamento por atividades operacionais tem como parâmetro as operações da empresa englobando a receita, custo e despesa. Dessa forma, para saber o nível de manipulação dos gestores por meio de questões operacionais da empresa, é necessário mensurar o nível de gerenciamento por cada tipo de atividade, isto é, pela receita, custo e despesa.

Para captar essas nuances, estimou-se três modelos multivariados (equações 6, 7 e 8) com a finalidade de estimar o gerenciamento de resultados via receita, custo e despesa, respectivamente. Essas nuances do gerenciamento de resultados por operações concernem aos termos de erro dessas equações que indicam a parcela que pode ser manipulada para suprir os objetivos escusos dos gestores (Dechow et al., 1998; Roychowdhury, 2006; Chi et al., 2011). Apresenta-se a seguir as equações utilizadas para captar o gerenciamento de resultados por meio da receita, custo e despesa:

$$\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_{1i} \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left(\frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$\frac{PROD_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_{1i} \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left(\frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{3i} \left(\frac{\Delta S_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$\frac{DISEXP_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_{1i} \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{S_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

CFO_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa i no período t ; $PROD_{it}$ = custos de produção do fim do período da empresa i no período t ; $DISEXP_{it}$ = despesas com vendas e administrativas da empresa i no período t ; A_{it-1} = ativo total do final do período da empresa i no período t ; S_{it} = receita líquida do período da empresa i no período t ; ΔS_{it} = variação da receita total do período em relação à receita total do exercício anterior da empresa i no período t , ε_{it} = termo de erros (resíduos) da regressão da empresa i no período t .

Os resultados referentes às estimações das regressões multivariadas provenientes das equações 6, 7 e 8 com o propósito de calcular as três facetas da manipulação de resultados por intermédio das atividades operacionais são apresentados na Tabela 5.

Tabela 4

Estimação dos modelos de Real Earnings Management

Variáveis	REMREC		REMCUSTO		REMDESPESA	
	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	Coef.	Estat. T	Coef.	Estat. T	Coef.	Estat. T
$1/A_{t-1}$	-11.1136,37	-4,65**	-16.904,42	-3,85**	26.569,78	8,84**
S/A_{t-1}	0,0177	3,35**	0,8453	90,82**		
$\Delta S/A_{t-1}$	0,0854	4,91**	-0,0963	-3,16**		
$\Delta S_{t-1}/A_{t-1}$			-0,0445	-2,62**	0,1310	19,80**
Constante	0,0650	14,05**	-0,0814	-10,15**	0,0198	3,39**
R ²	0,0909		0,9186		0,3487	
Teste F	29,62**		2.503,83**		238,27**	
Observações.	893		893		893	

Legenda: *significância ao nível de 5% e **significância ao nível de 1% ao considerar a estimação bicaudal. Coef. = Coeficientes; Estat. T = Estatística T.

Fonte: Elaborada pelos autores (2023).

Como mencionado acima, os termos de erro das equações 6, 7 e 8 correspondem ao gerenciamento por meio da receita, custo e despesa. Esses resíduos foram denominados em *Real Earnings Management* da Receita (REMREC), *Real Earnings Management* do Custo (REMCUSTO) e *Real Earnings Management* da Despesa (REMDESPESA), respectivamente. A partir da obtenção das três nuances do gerenciamento de resultados por atividades operacionais, foi necessário realizar a combinação destas nuances para estimar o gerenciamento global de resultados por atividades operacionais (Dechow et al., 1998; Roychowdhury, 2006; Zang, 2012).

Para essa combinação, Dechow et al. (1998) Roychowdhury (2006) explanam que é necessário fazer a multiplicação da REMRECEITA e REMDESPESA por -1. Os autores discorrem que essa multiplicação é necessária para que os valores dessas variáveis se refiram aos maiores níveis de gerenciamento de resultados. A REMCUSTO não precisa ser submetida à multiplicação por -1, dado que, quanto maior o valor desta variável, maior é o nível de gerenciamento de resultados por meio dos custos utilizado pelos gestores (Cohen & Zarowin, 2010, Zhang, 2012; Cupertino, Martinez & Costa Jr. 2016; Paulo & Mota, 2019; Sousa et al., 2022).

Como a REM corresponde à soma de três variáveis estimadas a partir do termo de erro, quanto mais distante de zero, maior é o gerenciamento de resultados por atividades operacionais reais. Por esse motivo, submeteu-se a REM ao módulo com o objetivo de verificar o nível de gerenciamento por atividades operacionais que foi adotado no período. Com isso, quanto maior a distância da reta de regressão, maior o nível de gerenciamento de resultados por operações.

Planilha de Contribuição dos Autores			
Contribuição	Allison Manoel de Sousa	Cassiana Bortoli	Rodrigo Oliveira Soares
1. Idealização e concepção do assunto e tema da pesquisa	X	X	X
2. Definição do problema de pesquisa	X	X	X
3. Desenvolvimento da Plataforma Teórica	X	X	
4. Delineamento da abordagem metodológica da pesquisa	X	X	X
5. Coleta de dados	X	X	
6. Análises e interpretações dos dados coletados	X	X	
7. Conclusões da pesquisa	X	X	
8. Revisão crítica do manuscrito	X	X	X
9. Redação final do manuscrito, conforme as normas estabelecidas pela Revista.	X	X	X
10. Orientação			X