

**UNIVERSIDADE IBIRAPUERA
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

ALMIR MACHADO SILVA FILHO

**REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E ACCRUALS: UMA ANÁLISE A PARTIR DA
REMUNERAÇÃO POR *STOCK OPTIONS***

São Paulo

2021

ALMIR MACHADO SILVA FILHO

**REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E *ACCRUALS*: UMA ANÁLISE A PARTIR DA
REMUNERAÇÃO POR *STOCK OPTIONS***

Trabalho Final de Curso apresentado ao Programa de Mestrado Profissional em Administração da Universidade Ibirapuera - UNIB como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Administração**.

Orientador: Prof. Dr. Juliano Augusto Orsi de Araujo

**São Paulo
2021**

S586r

Silva Filho, Almir Machado

Remuneração de executivos e accruals: uma análise a partir da remuneração por stock options. / Almir Machado Silva Filho. São Paulo. – 2021.

48f. il.

Orientação: Prof. Dr. Juliano Augusto Orsi de Araujo.

Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Ibirapuera, São Paulo, 2021.

1. Remuneração de executivos 2. Remuneração baseada em ações 3. Teoria da agência I.Título

CDD – 658.15

**REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E ACCRUALS: UMA ANÁLISE A PARTIR DA
REMUNERAÇÃO POR STOCK OPTIONS**

Por

Almir Machado Silva Filho

Trabalho Final de Curso apresentado ao Programa de Mestrado Profissional em Administração da Universidade Ibirapuera - UNIB, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração, sendo a banca examinadora formada por:

Prof. Dr. Juliano Augusto Orsi de Araujo – Universidade Ibirapuera - UNIB

Prof. Dr. Marcus Vinicius Moreira Zittei – Universidade Federal de São Paulo – UNIFESP

Prof. Dr. Tobias Coutinho Parente – Universidade Ibirapuera - UNIB

São Paulo, 07 de dezembro de 2021.

DEDICATÓRIAS

À minha mãe Maria Branca (*in memoriam*) pelo seu amor incondicional e por ter me ensinado o valor dos estudos.

À minha amada Juliana de Sousa por me incentivar a seguir nessa jornada superando todos os obstáculos.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pelo dom da vida e por ter me amparado em cada instante onde pela fé pude superar a vontade de desistir.

Agradeço ao meu orientador, Professor Doutor Juliano Augusto Orsi de Araujo, por seu talento e dedicação nessa jornada, que tornou as tardes de terça-feira um momento agradável, no qual saía com as energias renovadas para prosseguir e concluir essa dissertação.

Agradeço ao membro interno da banca, Professor Doutor Tobias Coutinho Parente e ao membro externo da banca, Professor Doutor Marcus Vinicius Moreira Zittei, por suas contribuições que permitiram que este estudo fosse aprimorado.

Agradeço à Coordenadora do Mestrado Profissional em Administração da Universidade Ibirapuera, Professora Doutora Maria Laura Ferranty Mac Lennan, e aos professores do corpo docente deste programa pela dedicação e empenho para com todos os discentes.

Por fim, agradeço aos colegas de mestrado pela parceria e pelas conversas em que certamente aprendi muito e que foram de extrema importância para superar os desafios da jornada no mestrado.

Lista de figuras

Figura 1: Formas de remuneração	25
Figura 2: Diagrama do gerenciamento de resultados	31

Lista de tabelas

Tabela 1: Amostra da pesquisa	35
Tabela 2: Resumo das variáveis do estudo	38
Tabela 3: Estatística descritiva	39
Tabela 4: Percentual de empresas pagadoras de stock options por setor / ano	39
Tabela 5: Regressão com efeitos fixos e erros-padrão robustos.....	41

Lista de abreviaturas e siglas

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão

CEO - *Chief executive officer*

CPF - Cadastro de Pessoa Física

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

GRA - Gerenciamento de Resultados por *Accruals*

GRDO - Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

Lei SOX - Lei Sarbanes Oxley

PGC - Práticas de Governança Corporativa

PIB - Produto Interno Bruto

SOT - *Stock Options* Total

RESUMO

O objetivo deste estudo foi analisar a influência da remuneração de executivos por *stock options*, termo em inglês para remuneração baseada em ações, sobre a magnitude do uso de *accruals* discricionários. O estudo utilizou-se de dados em painel com efeitos fixos em uma amostra composta por 274 empresas brasileiras listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), que divulgaram as informações sobre as *stock options* e as variáveis necessárias para estimar os *accruals* discricionários no período de 2016 a 2020. Os achados apontaram a existência de uma relação negativa entre o valor pago por meio de *stock options* e o uso de *accruals* discricionários, ou seja, o aumento dessa remuneração inibe a discricionariade por parte dos executivos. Como contribuição teórica, o avanço na Teoria da Agência, em especial nos aspectos de Governança Corporativa, pois os achados indicam que o pagamento por *stock options* pode promover o alinhamento de interesses entre agente e principal. Como contribuição gerencial, o pagamento por *stock options* pode ser adotado por mais companhias nos contratos de remuneração de executivos, a fim de mitigar possíveis efeitos da discricionariade dos gestores na condução da empresa.

Palavras-chave: Remuneração de Executivos, Remuneração Baseada em Ações , teoria da agência.

ABSTRACT

The aim of this study was to analyze the influence of executive compensation for stock options on the magnitude of the use of discretionary accruals. The study used panel data with fixed effects in a sample of 274 Brazilian companies listed on B3 (Brazil, Stock Exchange, Over-the-Counter), which disclosed information about stock options and the variables necessary to estimate discretionary accruals in the period from 2016 to 2020. The findings pointed to the existence of a negative relationship between the amount paid through stock options and the use of discretionary accruals, that is, the increase in this remuneration inhibits executive discretion. As a theoretical contribution, the advance in the Agency Theory, especially in the aspects of Corporate Governance, as the findings indicate that the payment for stock options can promote the alignment of interests between agent and principal. As a managerial contribution, payment for stock options can be adopted by more companies in executive compensation contracts in order to mitigate possible effects of managers' discretion in running the company.

Keywords: CEO compensation, stock options, agency theory.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	13
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	16
2.1	TEORIA DA AGÊNCIA	16
2.1.1	GOVERNANÇA CORPORATIVA	19
2.1.2	REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVO	22
2.1.3	<i>STOCK OPTIONS</i>	25
2.2	GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	27
2.2.1	<i>ACCRUALS</i>.....	30
2.3	ESTUDOS ANTERIORES	33
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	35
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	38
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	42
	REFERÊNCIAS.....	44

1 INTRODUÇÃO

A B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) é, atualmente, a única bolsa de valores existente no Brasil, estando entre as 20 maiores do mundo e sendo a maior da América Latina (Haqqi, 2020). O mesmo autor salienta o tamanho da bolsa brasileira, possuindo um valor de mercado de US\$ 938 bilhões e movimentando mensalmente US\$ 62 bilhões com mais de 400 empresas listadas. Segundo o IBGE (2021), o produto interno bruto (PIB) brasileiro em 2020 foi de R\$ 7,4 trilhões. Com a cotação do dólar no início do ano de 2021 por volta dos R\$ 5,00, a movimentação mensal da B3 equivale a aproximadamente 4% do PIB nacional, demonstrando sua relevância na economia local e global.

O desempenho do mercado de ações é de interesse dos fundos de pensões e de analistas de mercado. Adicionalmente, nos últimos anos, a B3 apresentou um aumento expressivo no número de pessoas físicas investindo no mercado de ações. Em 2018, o número de investidores girava em torno de 0,7 milhões de CPFs (Cadastro de Pessoa Física) cadastrados, dobrando de tamanho ao fim de 2019 e até março de 2020 chegando a marca de 1,9 milhões de investidores cadastrados (B3, 2020).

O aumento de participação de pessoas físicas na bolsa de valores acende um alerta no sentido de proteger o capital investido na condição de minoritários e o possível conflito de agência, que consiste na separação entre propriedade e gestão, onde, o principal, detentor da propriedade, contrata o agente para que este seja responsável pela tomada de decisão. Os pacotes de remuneração concedidos ao agente têm por finalidade ser um mecanismo para a busca do alinhamento de interesses entre as duas partes.

No pacote de remuneração, no que tange a remuneração financeira, pode-se identificar uma parcela de remuneração fixa, ou seja, um valor que não se altera em função do desempenho. Estudos como Conyon (1997) e Funchal & Terra (2006) indicam que a remuneração fixa tende a ser maior em companhias de maior porte, pois estas demandam de profissionais mais experientes e que, segundo os autores, costumam receber uma parcela fixa maior, muito em função de sua experiência profissional.

Há uma parcela da remuneração variável que está diretamente atrelada ao desempenho e mensurada por métricas previamente definidas no contrato. Deste modo, Jensen e Meckling (1976) teorizam que, buscando maximizar a sua utilidade, o agente pode eventualmente se beneficiar da autoridade que lhe foi concedida e tomar decisões que favoreçam a sua remuneração em detrimento aos interesses do principal. Essas escolhas contábeis feitas pelo agente são denominadas de *accruals* discricionários e representam escolhas contábeis

temporais que podem modificar o resultado no sentido de antecipar lucros ou postergá-los (Dechow *et al.*, 1995).

As inquietações em relação à remuneração de executivos podem ser observadas em diversos episódios da história empresarial ao redor mundo. Krauter (2009) destaca o episódio dos bônus milionários, ocorrido na bolsa norte-americana. Araujo (2019) aponta para casos mais recentes, entre eles o da Enron, WorldCom, Parmalat, Volkswagen, Siemens, Samsung nos anos 2000 e o caso da Nissan em 2018.

Em 2020, no Brasil, notou-se o caso de gerenciamento de resultados da IRB Resseguros Brasil, que em 2018 aprovou um plano de remuneração atrativo à gestão, que previa bônus de remuneração no caso de a empresa duplicar seu valor de mercado em até três anos (Almeida & França, 2021). Este incentivo, colocado de forma errônea, segundo os autores, levou a empresa a uma perda de mais de 70% do seu valor de mercado.

Com o objetivo de trazer maior transparência sobre o assunto no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, editou em 2009 a Instrução 480 em que obrigou as companhias de capital aberto a divulgação de informações sobre a remuneração de executivos. Partindo de uma análise de empresas listadas na B3, a remuneração anual total média de executivos por empresa em 2010 ficava em torno de R\$ 8.872.523,12, alcançando a marca de R\$ 10.117.673,51 em 2019.

Jensen e Murphy (1990) sugerem que um possível meio de reduzir as ações oportunistas do agente é a remuneração por meio de *stock options*, dado que suas características de o executivo exercer a opção de compra num momento futuro, levaria o agente a um foco maior no desempenho da companhia no longo prazo. Assim, no ano de 2010, a remuneração por *stock options* alcançou a marca média de 57,20% e um aumento para 64,42% da remuneração total em 2019. Outro dado relevante é o número de empresas que adotaram a remuneração variável de executivos por *stock options*, que em 2010 era de 82 companhias e em 2019 foi observado em 127 empresas.

Deste modo, este estudo buscou responder à seguinte questão de pesquisa: qual a influência da remuneração de executivos por *stock options* sobre a magnitude do uso de *accruals* discricionários?

Assim, o objetivo geral do estudo é analisar a influência da remuneração de executivos por *stock options* sobre a magnitude do uso de *accruals* discricionários. Por objetivos específicos a pesquisa buscou:

- Identificar a remuneração variável por *stock options*;
- Investigar o comportamento de variáveis qualitativas como governança corporativa e

remuneração do principal em relação às práticas de *accruals* discricionários.

O estudo de Bergstresser & Philippon (2006) apresentou evidências de que quando a remuneração do executivo é sensível ao valor das ações da companhia os níveis de gerenciamento de resultados são maiores. Os autores acrescentam que para o bom funcionamento da remuneração de executivos atrelada ao preço das ações, como é o caso das *stock options*, devem estar combinados a mecanismos que controlem o uso do gerenciamento de resultados.

Estudando empresas americanas entre 1993 e 2001, Meek *et al.* (2007) encontraram uma relação positiva entre a remuneração por meio das *stock options* e os *accruals* discricionários, apontando que o gerenciamento de resultados é mais provável quando as *stock options* representam uma parte maior da remuneração do CEO.

Ghazali *et al.* (2015) analisaram empresas de capital aberto da Malásia, de 2010 a 2012, identificando que o gerenciamento de resultados ocorre quando a empresa está financeiramente saudável e quando o lucro da empresa é alto. Práticas de gerenciamento de resultados, segundo os autores, acabam por camuflar o desempenho operacional da empresa e reduzir a confiabilidade e a precisão das informações de desempenho relatadas.

Com uma amostra que compreendeu 183 empresas listadas na B3 de 2009 a 2015, os resultados de Dal Magro *et al.* (2019) apontaram que o último ano de mandato dos CEOs é determinante para a prática de gerenciamento de resultados. No que tange a remuneração variável, o estudo dos autores não identificou efeito sobre a relação entre tempo de mandato dos CEOs e o gerenciamento de resultados pelas escolhas contábeis.

Gomes *et al.* (2020) buscaram estimar o nível normal de gerenciamento de resultados, a partir das atividades operacionais de empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas, no período de 2007 a 2010. Segundo os autores, os resultados da pesquisa apontam que os gestores premeditadamente gerenciam resultados ajustando conforme seus interesses.

Analisando 17 empresas financeiras listadas na B3, entre 2010 e 2018, Sousa e Ribeiro (2020), identificaram que os níveis maiores e medianos de *accruals* discricionários diminuem quando existe o aumento da remuneração dos executivos. Todavia, empresas com baixos níveis de *accruals* discricionários não sofrem a influência da remuneração dos executivos.

Enquanto Jensen & Murphy (1990) apontam que o uso de *stock options* seria um instrumento para o alinhamento de interesses entre o principal e o agente, Bergstresser e Philippon (2006) e Meek *et al.* (2007) identificaram que a remuneração variável, quando atrelada ao desempenho, gera um estímulo ao gerenciamento de resultados por parte do agente. Estudos posteriores apontam a existência da prática de gerenciamento de resultados

pelos executivos como Ghazali *et al.* (2015), na Malásia, e Dal Magro *et al.* (2019), no Brasil. Sousa & Ribeiro (2020), por outro lado, apontam que uma maior remuneração do executivo diminuiria o gerenciamento de resultados.

Este estudo contribui com a teoria, no sentido de apresentar o comportamento do pagamento de executivos por *stock options* sobre o uso de *accruals* discricionários, evidenciando o efeito desse mecanismo de governança corporativa na relação agente *vs* principal. Adicionalmente, o estudo agrega à teoria no sentido de apresentar evidências de um mercado acionário distinto do apresentado por Bergstresser e Philippon (2006) e Meek *et al.* (2007) – Estados Unidos – e Ghazali *et al.* (2015) – Malásia, com características de uma economia emergente e com certa concentração acionária.

Do ponto de vista gerencial, esta pesquisa contribui como uma referência empírica para que comitês de remuneração e consultorias, ao elaborarem os pacotes de remuneração, possam definir regras capazes de inibir o gerenciamento de resultados, dado que o desempenho da empresa pode ser uma incógnita, especialmente para os acionistas e demais partes interessadas que não estão acompanhando internamente o dia a dia da empresa.

O estudo encontra-se estruturado em cinco seções, onde a primeira é introdução. A seguir temos o referencial teórico, onde são apresentados os constructos do estudo. Em seguida, temos os procedimentos metodológicos empregados no estudo. Na quarta seção é apresentada a análise e a discussão do resultado. Na última seção são feitas as conclusões e as recomendações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

A estrutura societária das empresas sofreu mudanças no início do século XX, pois anteriormente a estrutura de propriedade era condensada basicamente em um indivíduo ou num pequeno grupo, sendo composta atualmente por inúmeros acionistas (Arruda *et al.*, 2009; Jensen & Meckling, 1976). Advindo da distinção entre propriedade e gestão no meio empresarial, onde usualmente ocorre o conflito de interesses, nasceu um ambiente favorável para o surgimento da teoria da agência. Eisenhardt (1989) destacou que a existência do problema de agência surge por dois motivos: o primeiro é que o principal e o agente têm objetivos diferentes e como segundo motivo o principal não pode determinar se o agente se comportou adequadamente.

A pulverização da propriedade, devido ao aumento no número de acionistas, conforme

Saito e Silveira (2008), possui alguns custos, como o fortalecimento do poder dado aos gestores, o que abre uma brecha para que estes atuem em prol do interesse próprio, ao invés do interesse dos acionistas. Sendo assim, em uma situação de maximização de utilidade, entre principal e agente, na ótica de Jensen & Meckling (1976), provavelmente o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal. Fama (1980) destaca os mecanismos que podem corroborar para motivar o agente a agir de acordo com os interesses do principal, entre eles a ameaça de desligamento, a ameaça de tomada de controle e a compensação por meio da remuneração.

A relação de agência, segundo Ross (1973), é um modo de interação social dos mais antigos. O conflito entre propriedade e gestão consiste na relação de agência baseada em um contrato, através do qual o principal emprega outrem (agente), visando que este execute em seu nome um serviço, delegando certo nível de alçada para a decisão do agente (Jensen & Meckling, 1976; Ross, 1973). Dada a inviabilidade em descrever todos os detalhes para abranger todas as situações possíveis, os contratos se tornam incompletos (Hart & Moore, 1988).

Nesse contexto, existem dois problemas de relacionamento, na percepção de Morck *et al.* (1988). O primeiro é o principal monitorar as atitudes do agente, enquanto o segundo advém da percepção ao risco que surge quando principal e agente tem diferentes atitudes em relação ao risco.

A temática das relações contratuais é antiga, tendo como marco o trabalho de Coase (1937), que teve por objetivo estudar as relações contratuais dentro das empresas, partindo da perspectiva que as empresas são basicamente umnexo de contratos entre clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de material e capital.

Anjos *et al.* (2015) reforçam que a separação entre o controle e a propriedade dá incumbência ao gestor de atingir os objetivos da empresa através da estratégia, assim sendo, o principal buscará formas de controlar o agente.

Elementos de agência, conforme Ross (1973), estão presentes em quaisquer áreas com relações contratuais de trabalho, como em empresas na relação empregador e empregado ou na esfera governamental, na relação entre o Estado e os governados. O principal pode restringir as divergências referentes aos seus interesses, utilizando contratos, por meio da aplicação de incentivos adequados para o agente e incorrendo em custos de monitoramento, visando limitar as atividades irregulares do agente (Jensen & Meckling, 1976).

O contrato aparece na relação entre principal e agente com o intuito de convergir os interesses. Ross (1973) levanta a importância do contrato, devido à dificuldade por parte do

principal em monitorar todas as atitudes do agente, o que seria economicamente inviável de ser feito.

Jensen & Meckling (1976) defendem que a redução dos problemas decorrentes do conflito de interesses entre principal e agente poderia ser atingida de diversas formas (sempre envolvendo custos de agência para uma ou ambas as partes), entre as quais: procedimentos de monitoramento, restrições contratuais, elaboração periódica de diversos tipos de relatórios, realização de auditorias e criação de um sistema de incentivos para que alinhem os interesses das partes divergentes.

Mecanismos de governança são percebidos quando os contratos baseados em resultados são eficazes no combate ao oportunismo do agente, levando-o a se comportar em prol dos interesses do principal (Bueno *et al.*, 2018; Eisenhardt, 1989).

A teoria da agência fornece uma perspectiva empiricamente testável sobre problemas de esforço cooperativo (Morck *et al.*, 1988). Três contribuições de Jensen & Meckling (1976), destacam-se: a) a teoria da estrutura de propriedade empresarial, fundada no conflito de agência e suas previsões empiricamente testáveis; b) um conceito novo de custo de agência, originado da distinção entre propriedade e gestão; e c) a perspectiva da firma sendo vista como uma simples ficção legal que permite a relação contratual entre pessoas.

O avanço das questões relacionadas à teoria da agência ao longo das décadas corrobora com a relevância no estudo do conflito de interesses. Fama e Jensen (1983), ao discutirem a perspectiva da empresa vista como umnexo de contratos, defenderam a importância de mecanismos de controle para mitigar os problemas de agência na tomada de decisão, indicando a sua importância para a sobrevivência das empresas.

Oliveira e Silva Junior (2018) salientam que mitigar o conflito de agência depende de contratos concisos e transparentes, e dentre os aspectos tratados no contrato a questão da remuneração pode assumir várias tipologias de incentivos, dentre eles: remuneração variável atrelada ao desempenho da empresa, indicadores de performance do agente e a concessão de *stock options*.

O agente detém maiores e melhores informações sobre a situação da empresa para tomada de decisão em questões que afetam, por exemplo, a estrutura de capital (Myers & Majluf, 1984). Desse modo, os executivos possuem a capacidade de interferir nos termos do contrato e podem manipular as informações contábeis e com isso gerenciar resultados a fim de potencializar suas respectivas remunerações (Oliveira & Silva Junior, 2018).

Na economia moderna, segundo Ermel e Do Monte (2018), o problema de agência é subdividido em três pontos principais: 1. O agente é o tomador de decisão no dia a dia da

empresa; 2. O controlador define a estratégia e políticas da empresa, e; 3. O acionista minoritário não participa nem do cotidiano da empresa nem do controle dela. Os pontos levantados pelos autores salientam a importância de um olhar minucioso ao problema de agência.

A busca do alinhamento de interesses entre principal e agente fez com que práticas de governo fossem adotadas para esse fim, sendo um assunto tratado pela governança corporativa. O conjunto dessas práticas - dentre elas os contratos, por exemplo - visam mitigar o conflito de interesses.

2.1.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Governança corporativa é um conjunto de mecanismos que buscam direcionar para que as decisões corporativas sejam sempre tomadas com o intuito de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio (Silveira, 2010).

Um marco para a governança corporativa foi a obra de Berle e Means (1932), onde foram discutidos os benefícios e custos potenciais decorrentes da separação entre propriedade e controle, já vigente em algumas grandes corporações americanas. No que tange os custos potenciais, os autores salientam que, com a dispersão da propriedade, o poder dos gestores aumenta, crescendo as possibilidades de estes agirem em prol dos seus interesses em detrimento dos interesses dos acionistas.

A governança corporativa, segundo Peixoto *et al.* (2014), é um instrumento extremamente relevante para que as empresas tenham uma boa imagem no mercado, propiciando uma transparência maior à empresa, assim como maiores retornos ao principal, valorização das ações e melhora da imagem da empresa no mercado perante os *stakeholders*. A adoção das Práticas de Governança Corporativa (PGC) corrobora a necessidade das empresas em captarem recursos financeiros, tanto de investidores internos quanto externos (Cunha *et al.*, 2016).

Souza e Baidya (2016) indicam que um significativo instrumento de aperfeiçoamento na qualidade da tomada de decisão pelo agente e pela responsabilidade nas empresas emergiu com a governança corporativa, de modo a buscar a eficiência empresarial.

Na década de 1990 ocorreu a abertura econômica no Brasil e conseqüente crescente presença de capital estrangeiro, o que estimulou o interesse pela governança corporativa no cenário nacional (Antonelli *et al.*, 2016). Na segunda metade dos anos 2000, o tema governança corporativa ganh-ou destaque nos estudos acadêmicos brasileiros, devido à

promulgação da Lei SOX (Sarbanes Oxley), que ocorreu nos Estados Unidos em 2002 (Ribeiro & Santos, 2015).

Antonelli *et al.* (2016) entendem que a governança corporativa abrange quatro campos de atuação, inexistindo uma definição única, passando pela proteção dos *stakeholders*; sistemas de monitoramento dos agentes; estrutura de poder observada no interior das empresas; e sistema normativo que rege as relações internas e externas das empresas. Deste modo, a governança corporativa tem a incumbência de desenvolver um conjunto de mecanismos para mitigar os problemas de agência (Oliveira & Silva Junior, 2018).

Os *stakeholders*, segundo Mazzioni *et al.* (2015), consistem no conjunto de indivíduos, grupos ou entidades que têm interesses em certa empresa, os quais afetam e são impactados pelas condutas definidas por esta empresa, sendo elementos primordiais para sua existência, pois além de ser a empresa em si (acionistas e colaboradores), representam o ambiente no qual ela está inserida (credores, consumidores e governo).

Na perspectiva de Silveira (2010), a governança corporativa trata do processo decisório na alta gestão e com os relacionamentos entre os principais personagens das organizações empresariais: executivos, conselheiros e acionistas. Adicionalmente, o autor destaca que o conflito de agência é um dos potenciais problemas que os mecanismos de governança buscam mitigar, além de questões referentes a limitações técnicas individuais e vieses cognitivo.

Gomes (2016) salienta a governança corporativa como um gerador de mecanismos eficientes de alinhamento de interesses em prol do principal, os quais possibilitam uma gestão estratégica na empresa e o monitoramento dos agentes. Uma referência em governança corporativa é o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), fundado no Brasil em 1995, contribuindo para o desempenho sustentável das empresas por meio da propagação das PGC (IBGC, 2021). Dentre as contribuições para a propagação da governança corporativa o IBGC disponibiliza o código das melhores práticas de governança corporativa, onde são tratadas questões diversas dentre elas a remuneração da diretoria.

Para Mazzioni *et al.* (2015), com a pulverização do capital, que ocorre particularmente nas sociedades de capital aberto, a governança vem sendo constituída entre a propriedade e a gestão de forma recíproca, tendo o intuito de mitigar por meio das PGC os possíveis conflitos existentes entre principal e agente, a fim de aumentar tanto o valor da empresa quanto o destinado ao principal.

Bomfim *et al.* (2015) entendem como mecanismo de governança corporativa a política adotada pela empresa, que passa necessariamente pela sua alta gestão, a qual é responsável

pela implantação das normas e mecanismos que conduzem a relação com os investidores e os demais interessados nas atividades corporativas.

As PGC podem ser entendidas como um conjunto de mecanismos, por meio dos quais se delegam responsabilidades, criando mecanismos que visam monitorar princípios e práticas com vistas a assegurar direitos à comunidade interna (como acionistas minoritários e empregados) e comunidade externa (como fornecedores e clientes), possibilitando uma melhor percepção dos objetivos da empresa e de como atingi-los e propiciando uma eficiente fiscalização do desempenho da sociedade (Mazzioni, Gubiani, *et al.*, 2015).

Com a adoção das PGC, busca-se mitigar eventuais conflitos de interesses (Bomfim *et al.*, 2015). Além disso, as PGC corroboram, segundo Vargas *et al.* (2021), para melhorar a qualidade da informação contábil, aumentar a proteção dos acionistas e diminuir a assimetria informacional.

A eficiência de um programa de governança corporativa advém de um mix entre os mecanismos internos e externos, que buscam que a tomada de decisão seja efetuada pensando no longo prazo e atendendo aos interesses do principal. Silveira (2010) destaca que mecanismos internos podem ser exemplificados por: sistema de remuneração; conselho de administração e concentração acionária e que proteção legal aos investidores; possibilidade de *take over*; grau de competição no mercado de produtos; fiscalização dos agentes de mercado e estrutura de capital são exemplos dos mecanismos externos de governança corporativa.

A prática da governança corporativa muitas vezes somente é evidenciada em momentos de crise, buscando evidenciar apenas as fraquezas por ela apresentada, enquanto em momentos de situação econômica estável o interesse pela governança corporativa acaba ficando em segundo plano (Peixoto *et al.*, 2014).

O plano de incentivos concedido ao executivo atua como um mecanismo interno de governança, podendo este traçar a estrutura remuneratória com um sistema primordial para gestão empresarial, estimulando a busca por melhores desempenhos, além de alinhar o objetivo do agente com o principal (Oliveira & Silva Junior, 2018)

Ferreira *et al.* (2019) salientam que a adoção da governança corporativa pode objetivar apenas o atendimento de normas institucionais, ou, por estarem relacionadas em listagem específicas de ações, por meio dos níveis de governança da B3, as empresas passam a apresentar um comportamento mais atrativo, desfrutando de algumas vantagens, dentre elas, a captação de recursos de forma mais acessível e, conseqüentemente, um custo agregado menor.

Os investidores externos acabam tendo dificuldades em manter um acompanhamento

constante da gestão efetuada pelo agente, a fim de colaborar com um maior alinhamento de interesses, além de questões previstas em contrato o uso de uma remuneração flexível, tendo uma parcela fixa em outra remuneração variável que esteja ligada aos interesses do principal (Peixoto *et al.*, 2014).

Cunha *et al.* (2016) e Peixoto *et al.* (2014) destacam a relevância da remuneração dos executivos, apesar de ser um tema controverso no cenário brasileiro, como sendo uma importante ferramenta de alinhamento de interesses. Para que o agente consiga maximizar a sua remuneração ele necessita alinhar os seus interesses aos do principal (Peixoto *et al.*, 2014).

A política de remuneração pode fazer uso de variados artifícios, visando apresentar incentivos ao agente para que ele atue em prol dos interesses do principal. Jensen e Murphy (1990) destacam que a remuneração pode conter benefícios como: bônus baseados no desempenho, revisões salariais, *stock options* e decisões de demissão baseadas no desempenho.

2.1.2 REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVO

O pacote de remuneração de executivos faz parte da relação contratual entre principal e agente, visando o alinhamento de interesses. Na percepção de Krauter (2009), este instrumento é um dos sistemas mais importantes e complexos da administração de Recursos Humanos. A autora complementa que a remuneração se subdivide em dois grupos: financeira e não financeira. Adicionalmente, o IBGC (2015) trata da remuneração de executivos como um instrumento de atração, motivação e retenção e proporciona o alinhamento de seus interesses com os da organização.

A discussão sobre a remuneração de executivos usualmente parte da problemática levantada por Ross (1973), sobre a qual a obra de Jensen & Meckling (1976) traz um modelo matemático para a compreensão do problema de agência.

As PGC e a remuneração de executivos apresentam divergências entre as economias mundiais e continuamente chamam a atenção acadêmica e da mídia, visto que, os salários elevados de executivos seniores, como ocorre nos Estados Unidos, por exemplo, contrastam rotineiramente com os salários relativamente baixos de empresas em algumas outras economias, como no caso do Japão (Conyon & Schwalbach, 2000).

Em um levantamento efetuado pelo estudo de Araujo e Ribeiro (2017), os estudos envolvendo a remuneração de executivos concentram-se principalmente: em encontrar

relações com o retorno; governança corporativa e ambientes regulatórios; revisões de literatura; remuneração vs consultorias; críticas às metodologias empregadas; comparativos e as determinantes de remuneração.

A divulgação da remuneração de executivos se iniciou nos Estados Unidos para as empresas listadas na bolsa de valores de forma compulsória desde 1938 (Machado & Beuren, 2015; Murphy, 1999).

Jensen e Murphy (1990) destacam a política de remuneração como uma ferramenta que permite vincular a utilidade esperada pelo agente ao objetivo do principal, deste modo, mitigando o problema de agência. Ainda, segundo os autores, um dos objetivos do principal é maximizar o seu retorno, propiciando-lhe bem-estar, o que, segundo a teoria da agência, faz com que a política de remuneração seja ajustada com o propósito de atender a utilidade do principal. A remuneração dos executivos, entre vários mecanismos de governança corporativa, busca mitigar o conflito de interesses entre principal e agente (Jiang *et al.*, 2017).

Ainda que a remuneração seja considerada como um custo de agência, ela é um dos PGC para mitigar o conflito de interesses entre principal e agente (Jensen & Meckling, 1976). Em uma perspectiva complementar, Hanashiro e Marcondes (2009) entendem que além da abordagem pela perspectiva da utilidade e dos custos de agência, a remuneração tem um papel na retenção de talentos, o que arremete a tratar o executivo como um recurso estratégico na empresa.

A relação entre principal e agente é intermediada por um contato assinado entre as partes, o qual não consegue prever todas as situações possíveis, porém define alguns aspectos como o comportamento do agente em termos de investimento e como os lucros serão alocados (Jiang *et al.*, 2017).

Os incentivos ofertados aos executivos de uma empresa representam um componente importante na estrutura da governança corporativa, visto que, na perspectiva da teoria da agência, o agente possui o poder de tomada de decisão e o principal possui a necessidade que a tomada de decisão do agente seja em prol dos seus interesses (Fernandes & Mazzioni, 2015).

Existe a preferência dos executivos, segundo Murphy (1999), na composição da sua remuneração pelo salário fixo, por conta da sua aversão ao risco, porém, a parcela fixa da remuneração tem uma pequena representatividade em relação a remuneração total. Ainda, segundo o autor, a remuneração variável é paga anualmente e é baseada em desempenho mensurado por métricas contábeis e financeiras, dentre elas: receita, lucro operacional, lucro líquido ou valor gerado aos acionistas. Nos Estados Unidos, por exemplo, é usual que grande

parte da remuneração seja variável, chegando até mesmo a sua totalidade (Anjos *et al.*, 2015).

A composição da remuneração pode ser diversificada, conforme as características de cada empresa. Quanto a isso, Murphy (1999) destaca quatro principais componentes: o salário mensal, bônus atrelado ao desempenho contábil, plano de incentivos em longo prazo e as *stock options*.

Adicionalmente Machado & Beuren (2015) destacaram benefícios especiais que podem fazer parte do pacote de remuneração, como seguro de vida e planos de aposentadoria complementar.

Dentre os tipos de remuneração existe a não financeira, que, segundo Krauter (2009), refere-se a pontos relacionados à carreira e ao desenvolvimento pessoal e profissional. Quanto à remuneração como retorno econômico ou financeiro do trabalho realizado pelo executivo, dentro do contexto do estudo, pode ser dividida em remuneração direta, sendo esta subdividida em fixa e variável, as quais combinadas representam a remuneração total e a remuneração indireta, que consiste nos benefícios concedidos por conta do trabalho executado (Oliveira & Silva Junior, 2018).

São exemplos de remuneração variável: bônus, comissão, participações nos lucros (PLR) e participações acionárias já a remuneração indireta pode ser exemplificada por: assistência médica e odontológica, automóvel corporativo, seguro de vida em grupo dentre outros (Krauter, 2009).

O presente estudo concentrou-se na remuneração variável, mais especificamente nas *stock options*, a qual, assim como as demais remunerações variáveis, segundo Anjos *et al.* (2015), estimula ao atingimento dos objetivos, sendo responsáveis pela atração, avaliação e retenção de talentos nas empresas.

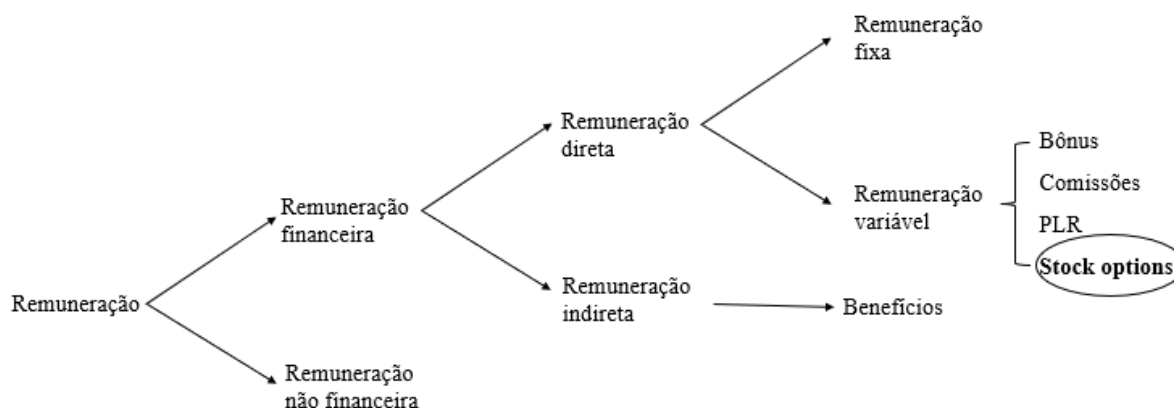
Para Krauter (2009), a remuneração é um dos sistemas de extrema importância e de grande complexidade na administração de recursos humanos, já que corrobora com a busca de melhores desempenhos, por meio de incentivos às pessoas para alcançar as metas da organização. A Figura 01 ilustra algumas formas de remuneração.

Dentre as PGC, a remuneração de executivos pode ser entendida como um mecanismo de governança corporativa que visa o alinhamento de interesses entre principal e agente, sendo as *stock options* um componente que corrobora com o alinhamento de interesses e com a maximização do valor da companhia (Oliveira & Silva Junior, 2018).

As *stock options* possuem potencial como mecanismo de governança corporativa, sendo que sua adoção feita de forma cautelosa e bem elaborada através dos contratos para que não se tenha um efeito contrário ao pretendido (Perobelli *et al.*, 2012). Este tipo de

remuneração, por ser de longo prazo, incentiva os executivos a ter um foco maior no longo prazo, no que se refere a desempenho superior de mercado (Jensen & Murphy, 1990).

Figura 1: Formas de remuneração



Fonte: Adaptado de Krauter (2009)

O IBGC (2015), em seu código de melhores práticas de governança corporativa, no que se refere a remuneração de executivos, salienta algumas questões, dentre elas: a importância de um mix de remuneração baseada em desempenho tanto de curto como de longo prazo, uma análise minuciosa dos pros e contras da política pretendida e que a política escolhida não estimule o executivo a buscar resultado de curto prazo em detrimento do longo prazo.

2.1.3 STOCK OPTIONS

A remuneração por meio das *stock options* consiste em contratos outorgando o direito do agente à compra de ações da empresa por um preço de exercício juntamente com um período previamente definido (Murphy, 1999). As *stock options* surgiram na Inglaterra e nos Estados Unidos da América entre 1950 e 1960. Na Inglaterra, a evidenciação da remuneração do executivo passou a ser obrigatória a partir de 1995, pela produção do *Greenbury Report*, pelo Comitê da Confederação de Negócios e Indústrias sobre Governança Corporativa do Reino Unido (Machado & Beuren, 2015). Na China, um país de economia emergente, a remuneração por stock options passou a ser permitida após uma mudança regulatória, em 2006 (Jiang *et al.*, 2017).

No cenário brasileiro, a Lei n. 6.404 (1976), que trata da sociedade por ações, em seu

art. 168, parágrafo 3º, traz a possibilidade, por parte da empresa, do uso das *stock options* como forma de remuneração a administradores e empregados, dentro do limite do capital autorizado. A preocupação com o sistema de remuneração foi intensificado com a Instrução Normativa CVM nº 480/2009, que entrou em vigor a partir de 2010, propiciando uma evolução no que se refere à evidenciação da remuneração em companhias abertas no Brasil (Oliveira & Silva Junior, 2018).

O CPC 10 (R1) (2010) propiciou que as *stock options*, já permitidas pela Lei n. 6.404 (1976), se tornassem mais transparentes com a definição de procedimentos contábeis específicos para o reconhecimento e divulgação dessas transações, quando efetuadas pela entidade. Esses procedimentos são refletidos nas demonstrações contábeis (Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado do Exercício), com a inclusão das despesas associadas às *stock options*. Araujo e Ribeiro (2017) enfatizam a importância da obrigatoriedade da divulgação das políticas de remuneração, a qual permitiu o avanço das pesquisas envolvendo essa temática.

Existem diversos mecanismos para o alinhamento de interesses de longo prazo entre principal e agente, por meio dos quais a política de remuneração pode fornecer incentivos para aumento de valor, incluindo bônus baseados no desempenho e revisões salariais, *stock options* e decisões de demissão baseadas no desempenho (Jensen & Meckling, 1976).

A temática das *stock options* é considerada nova no Brasil, segundo Kaveski *et al.* (2015), existindo uma expectativa de amadurecimento do mercado acionário local, possibilitando dessa forma, a popularização deste tipo de remuneração. A teoria da agência prevê que o plano de remuneração cria um elo entre a utilidade esperada do agente ao objetivo do principal (Jensen & Meckling, 1976).

Uma política de remuneração que se baseia em desempenho, como ocorre nas *stock options*, atrela o aumento da riqueza do principal para que a riqueza do agente seja aumentada (Jensen & Murphy, 1990). São variados os incentivos dados por uma remuneração baseada em desempenho, podendo estes ocorrer através de políticas como ajustes do salário a partir do desempenho, concessão de *stock options*, dentre outros (Kaveski *et al.*, 2015).

Para Hall & Murphy (2003), um argumento favorável para a adoção das *stock options* é o de que possibilitam, aos executivos, incentivos maiores para agir em prol dos acionistas, fornecendo, deste modo, um elo entre a remuneração e o desempenho das ações. Outro ponto de destaque pelos autores na remuneração por *stock options* é a troca de parte da compensação em dinheiro, permitindo que as empresas consigam atrair executivos motivados sem gastar dinheiro, já que as opções geralmente são estruturadas, de modo que apenas os funcionários

que permanecem com a empresa possam ser beneficiados.

Machado & Beuren (2015) sintetizam as principais características da remuneração por meio das *stock options* como um contrato no qual o executivo tem o direito de adquirir ações da companhia por um preço e data previamente estabelecidos, de forma fracionada ao longo do tempo. As autoras acrescentam que essas opções não podem ser negociadas e usualmente caso o executivo saia da empresa perde o direito sobre elas.

Os contratos envolvendo as *stock options* permitem aos empregados o direito (e não a obrigação) de comprar uma parte do estoque de ações pertencente a um exercício, por um preço pré-determinado para um período, sendo que usualmente as *stock options* concedidas a empregados expiram no prazo de dez anos e são concedidas a um preço igual ao do mercado na data da concessão (Hall & Murphy, 2003). Além disso, os autores reforçam que a concessão de *stock options* não pode ser exercida de imediato, mas sim, ao longo do tempo, e, para que os colaboradores possam exercer a opção de ações, é necessário que atinjam determinadas metas que são estipuladas pela empresa.

Outro destaque importe é que a remuneração por *stock options* incentiva o executivo a gerir a empresa de forma a valorizar o preço das ações, e não somente o retorno ao acionista, deste modo aumentando a sua riqueza e não os dividendos que serão percebidos pelo principal (Machado & Beuren, 2015). Deste modo, caso as empresas sejam acometidas em prejuízos financeiros, os executivos também participarão do processo (Ermel & Medeiros, 2020).

A propriedade de ações faz com que a riqueza de um executivo varie conforme o valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976). Como instrumento para o alinhamento de interesses entre principal e agente, as *stock options* tornaram-se uma forma importante de compensação e incentivo, cada vez mais populares (Jiang *et al.*, 2017).

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Considera-se uma prática de gerenciamento de resultados a intervenção intencional no processo de elaboração dos relatórios da contabilidade, dentro do permitido pela legislação, ocasionado pelo julgamento dos administradores sobre as escolhas contábeis e/ou na estruturação das atividades operacionais da firma, visando influenciar a análise do desempenho empresarial pelos usuários externos e, dessa forma, obter algum benefício pessoal (Healy & Wahlen, 1999).

Os contratos são o instrumento no qual se definem as políticas de remuneração, entretanto, segundo Degenhart *et al.* (2018) eles nem sempre são perfeitos, visto que os

agentes podem exercer influência sobre a elaboração e a implantação desses por meio de sua autoridade gerencial. O modelo adotado para a remuneração de executivos necessita da existência de diferentes formas de incentivos (Murphy, 1999).

De forma geral, o gerenciamento de resultados ocorre, segundo Healy e Wahlen (1999), com o intuito de criar demonstrações financeiras antes de IPO (*Initial Public Offering*), ofertas de títulos públicos, para aumentar a remuneração dos gerentes corporativos e a segurança no emprego, evitar a violação de contratos de empréstimo, reduzir os custos regulatórios ou aumentar os benefícios regulatórios.

Healy (1985) levanta a questão de que as metas definidas ao agente, caso não possam ser alcançadas no exercício atual, ele tende a se utilizar de procedimentos contábeis a fim de rolar para o exercício seguinte resultados positivos, buscando garantir ganhos futuros, ou então antecipar resultados, a fim de garantir compensações no exercício atual, conforme o que lhe for mais conveniente.

Como forma de estabelecer a remuneração de executivos, especialmente a remuneração variável, o uso de informações contábeis e financeiras tende a ser um critério claro e objetivo. No entanto, os resultados apurados pela contabilidade podem sofrer algum grau de gerenciamento de resultados pelos executivos, quando estes optam por não realizar projetos de longo prazo que gerariam valor e acabam prejudicando a empresa no curto prazo (Degenhart *et al.*, 2018).

Remunerar executivos com base nos lucros contábeis, em vez de mudanças na riqueza dos acionistas, além de estimular a manipulação do sistema contábil, pode gerar incentivos para ignorar projetos com grandes valores presentes líquidos em favor de projetos menos valiosos com maior contabilidade imediata lucros (Jensen & Murphy, 1990).

A prática de gerenciamento de resultados foi investigada por Jensen & Murphy (2012) na relação entre gerentes, membros de conselhos e analistas de mercado. Neste estudo, os autores identificaram que esta prática é tipificada pela tomada de decisões por parte de executivos que se alinham com determinados agentes de mercados para “produzir” resultados previamente acordados. Os mesmos autores acrescentam que esta prática culmina em perdas para a própria empresa, além de perdas para todos os *stakeholders*, além de delapidar o valor em longo prazo.

Conforme Degenhart *et al.* (2018), o gestor pode utilizar artifícios para manipular dados contábeis. Os gestores que recebem remuneração variável poderão utilizar-se de métodos contábeis visando aumentar o resultado no curto prazo, transferindo, deste modo, resultados de exercícios futuros para o exercício presente, com o intuito de aumentar seus

rendimentos próprios, prejudicando a acurácia da informação contábil reportada (Watts & Zimmerman, 1990). Assim sendo, o agente pode não somente influenciar os índices econômico-financeiros da empresa para atingir maior desempenho, como também utilizar de técnicas de gerenciamento de resultados para esse propósito (Sousa & Ribeiro, 2020).

Quando abordamos o gerenciamento dos resultados e/ou tributário, não se pode confundi-los com fraude, visto que é praticado dentro da regulamentação vigente, sobretudo, no processo de mensuração e evidenciação que oferecem alternativas de julgamento por parte dos gestores que utilizam a sua discricionariedade para reportar o resultado desejado (Formigoni *et al.*, 2009). A interferência nos relatórios da contabilidade é um procedimento que compromete as demonstrações financeiras responsáveis por sintetizar o desempenho da entidade (Martinez, 2013).

Os gestores, ao utilizarem o seu julgamento, interferem nos relatórios contábeis, por exemplo, com a escolha dos métodos de depreciação linear ou acelerada, ou ainda, pelos os métodos de avaliação de estoque existentes e permitidos (Healy & Wahlen, 1999). O gerenciamento de resultado não indica uma contabilidade fraudulenta, visto que se encontra estruturada dentro da permissividade das regras contábeis (Martinez, 2013). Todavia, essa pratica preocupa investidores, analistas e auditores, por tornar menos confiáveis os resultados da empresa como uma medida de desempenho (Meek *et al.*, 2007).

É levantada por Martinez (2001) a existência de três tipos de gerenciamento de resultados: *target earnings*, que visa ajustar os resultados contábeis com a finalidade de alcançar metas estabelecidas; *income smoothing*, que busca a redução da variabilidade de resultados; e, finalizando, *o take bath accounting*, que objetiva reduzir os resultados contábeis, com o propósito de aumentar os resultados futuros.

Formas de inibir as práticas de gerenciamento de resultados são sugeridas por Jensen e Murphy (2012), sendo a primeira delas evitar que os executivos sejam premiados por um crescimento rápido do preço das ações da empresa. A seguir, sugerem que as empresas devem cessar o gerenciamento de resultado com o intuito de direcionar os lucros para satisfazer a empresa e analistas, e, por fim, que os principais executivos se comuniquem diretamente com os mercados de capitais.

Em países que adotam PGC, a questão do gerenciamento de resultado tende a ser mitigada, como por exemplo, nos países que adotam as IFRS (*International Financial Reporting Standards*), que são normas internacionais de padrão contábil, adotadas no Brasil desde 2010, alterando a lei das sociedades anônimas Lei 6.404/1976 por meio da promulgação da Lei 11.638/2007 e da Lei 11.941/2009 (Sousa & Ribeiro, 2020).

O gerenciamento de resultados pode ser classificado em categorias: por *accruals* (GRA) e por decisões operacionais (GRDO), onde, segundo Martinez (2013), existem algumas diferenças fundamentais, entre elas, o impacto no fluxo de caixa operacional. O autor complementa, salientando que enquanto as decisões operacionais têm impacto direto no fluxo de caixa da entidade, os *accruals* não guardam, obrigatoriamente, essa relação.

A dinâmica do gerenciamento por *accruals* (GRA) ocorre normalmente entre o encerramento do exercício social e a publicação das demonstrações financeiras, onde o agente avalia o resultado das operações realizadas ao longo do exercício e define o montante a ser lançado a título de gerenciamento pelos *accruals* (Martinez, 2013). Desta forma, segundo o autor, enquanto as decisões operacionais constituem uma forma *ex ante* de gerenciamento de resultados, os *accruals* são considerados uma maneira *ex post* de manipulação.

No cenário brasileiro, estudos envolvendo o gerenciamento de resultados são concentrados, em sua maioria, no gerenciamento de resultados por meio de *accruals* (Martinez, 2013). Este estudo segue a mesma linha e discorre sobre os *accruals* no tópico a seguir.

2.2.1 ACCRUALS

Os *accruals*, termo em inglês para acumulação contábil, são definidos por Formigoni *et al.* (2009) como fruto da diferença entre a adoção do regime de competência e do regime de caixa, ocasionando uma diferença entre o lucro líquido contábil e o fluxo de caixa líquido. A diferença no resultado contábil resultante da adoção do regime de caixa e do regime de competência, segundo os autores, é o elemento temporal do reconhecimento das receitas e despesas. Os *accruals* são uma proxy para o gerenciamento de resultados (Martinez, 2008).

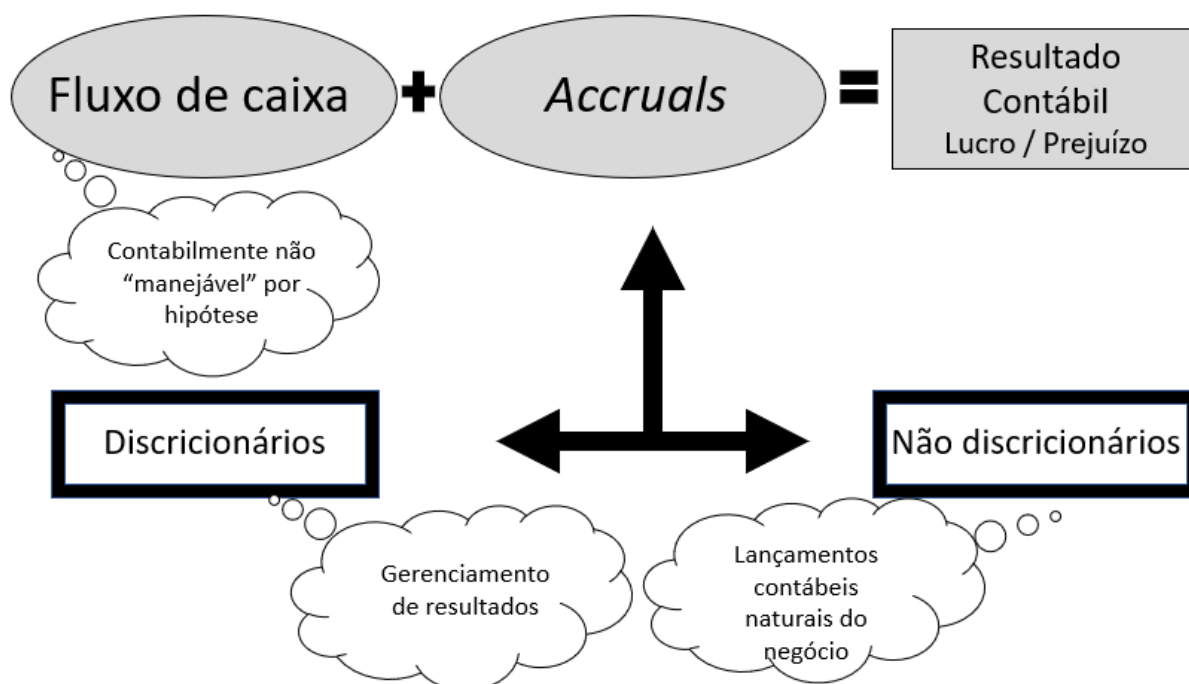
A classificação dos *accruals* ocorre em duas categorias: não-discrecionários (nondiscretionary), provenientes das atividades da empresa, ou discrecionários (discretionary), artificialmente gerados, que teriam como intuito somente manipular o resultado contábil (Dechow *et al.*, 1995).

Mensurar o gerenciamento de resultados através dos modelos de *accruals* discrecionários apresenta limitações, constituindo um mecanismo objetivo para poder desmembrar comparativamente empresas que gerenciam resultados em maior ou menor proporção (Martinez, 2013). O autor conclui que as *proxies* de *accruals* discrecionários podem fornecer subsídios para confiar mais ou menos nos resultados contábeis publicados.

Formigoni *et al.* (2009) reforçam que, em cumprimento ao regime de competência, o

reconhecimento pela contabilidade das transações e eventos econômicos que não geram entradas ou saídas de disponibilidades, ou seja, não geram fluxos de caixa, são considerados como *accruals*. A figura 02 ilustra os conceitos tratados sobre *accruals* e gerenciamento de resultados.

Figura 2: Diagrama do gerenciamento de resultados



Fonte: Adaptado de (Martinez, 2008)

Os *accruals* são afetados pelas escolhas contábeis, que poderão ou não refletir um resultado contábil adequado no que esperam investidores ou conforme os resultados pré-estabelecidos pelas previsões dos analistas (Almeida *et al.*, 2011). Alguns fatores podem influenciar a existência do gerenciamento de resultados, segundo os autores, como por exemplo, o intuito de manter o valor de mercado da empresa superior ao seu valor contábil.

Martinez (2013) observou que as pesquisas mais populares, no cenário brasileiro, adotaram como métrica para o gerenciamento de resultados por *accruals* o Modelo Jones Modificado e o Modelo KS. O primeiro modelo, segundo Dechow *et al.* (1995), apresentou uma maior capacidade em detectar o gerenciamento de resultados em comparação a outros modelos, incluindo o Modelo KS e o Modelo Jones original. Assim sendo, o modelo de Jones modificado foi eleito como forma de mensuração dos *accruals* neste estudo.

O modelo Jones modificado, que mensura os *accruals* não discricionários, segundo Paulo (2007), “busca diminuir o incremento nas contas a receber pelas variações das vendas,

assim levando em consideração a possibilidade de manipulação das vendas a prazo”. Dechow *et al.* (1995) argumentaram que as receitas podem, eventualmente, sofrer gerenciamento de resultados. A equação a seguir apresenta a primeira etapa do cálculo do modelo de Jones modificado:

Equação 1:

$$NDA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 (PPE_{it})$$

Onde:

NDA_{it} = *accruals* não-discricionários da empresa *i* no período *t*;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderada pelos ativos totais no final do período *t-1*;

ΔCR_{it} = variação das contas a receber (clientes) da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderada pelos ativos totais no final do período *t-1*;

PPE_{it} = saldo das contas do Ativo Imobilizado empresa *i* no final do período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

A_{it-1} = ativos totais da empresa no final do período *t-1*;

O modelo de Jones Modificado, que foi adaptado por Dechow (1995), apresenta um único ajuste em relação ao Modelo Jones original, o ajuste da variação nas receitas pela variação nas contas a receber no período do evento. Os autores complementam que o modelo original de Jones subentende que o arbítrio não é exercido sobre a receita no período de estimativa ou no período do evento.

Após apurar os *accruals* não discricionários, mensurados pela equação acima, encontra-se os *accruals* totais pela equação:

Equação 2:

$$AT_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) + \varepsilon_{it}$$

O que difere a equação dos *accruals* não discricionários dos totais é o termo de erro, o qual captura a discricionariade do executivo (Dechow *et al.*, 1995; Martinez, 2001, 2008, 2013). Assim sendo, os *accruals* discricionários são obtidos por:

Equação 3:

$$AD_{it} = AT_{it} - NDA_{it}$$

2.3 ESTUDOS ANTERIORES

Evidências foram encontradas de que, quando a remuneração do executivo é sensível ao valor das ações da empresa, os níveis de gerenciamento de resultados são maiores (Bergstresser & Philippon, 2006). Executivos tendem ao gerenciamento de resultados em prol de sua remuneração, segundo os autores, quando esta é atrelada ao preço das ações, como ocorre com as *stock options*, necessitando-se de mecanismos que controlem o uso do gerenciamento de resultados, por parte da empresa.

Uma relação positiva entre a remuneração por meio das *stock options* e os *accruals* discricionários foi encontrada por Meek *et al.* (2007), apontando que o gerenciamento de resultados é mais provável quando as *stock options* representam uma parte maior da remuneração do CEO. Os autores acrescentam que o tamanho da empresa é uma boa proxy para a assimetria de informação da empresa e força da governança corporativa.

Rodrigues Sobrinho *et al.* (2014) em sua investigação sobre a qualidade do lucro no cenário brasileiro, entre 2003 e 2012, identificaram que o pagamento de dividendos, especialmente nos maiores níveis, está associado a um maior gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários.

Ghazali *et al.* (2015) analisaram empresas de capital aberto da Malásia, de 2010 a 2012, identificando que o gerenciamento de resultados ocorre quando a empresa está financeiramente saudável e quando o lucro da empresa é alto. Os autores identificaram que a lucratividade apresentou uma relação positiva ao gerenciamento de resultados, enquanto o tamanho da empresa apresentou uma relação negativa.

Com uma amostra que compreendeu 183 empresas listadas na B3 de 2009 a 2015, os resultados de Dal Magro *et al.* (2019) apontaram que o último ano de mandato dos CEOs é uma determinante para a prática de gerenciamento de resultados. No que tange a remuneração variável, o estudo dos autores não identificou efeito sobre a relação entre tempo de mandato dos CEOs e o gerenciamento de resultados pelas escolhas contábeis.

Baseados em seus achados, Dal Magro *et al.* (2019) afirmam que executivos com longo mandato moderam o gerenciamento de resultados, afim de não afetar a própria imagem, o que acaba por corroborar em prol de mitigar o conflito de agência.

Gomes *et al.* (2020) buscaram estimar o nível normal de gerenciamento de resultados, a partir das atividades operacionais de empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas, no período de 2007 a 2010. Segundo os autores, os resultados da pesquisa apontam que os gestores premeditadamente gerenciam resultados, ajustando conforme seus interesses,

com exceção ao ano de 2010 para o Brasil, que não apresentou significância estatística.

Adicionalmente, Gomes *et al.* (2020) salientam que o tamanho da empresa é uma *proxy* oportuna para captar efeitos de governança corporativa, porém, essa variável não apresentou significância em seus estudo.

Analisando 17 empresas financeiras, mais especificamente do setor bancário, listadas na B3, entre 2010 e 2018, Sousa e Ribeiro (2020) identificaram que os maiores níveis e os níveis medianos (0,50; 0,75 e 0,90) de *accruals* discricionários diminuem quando existe o aumento da remuneração dos executivos, enquanto empresas com baixos níveis de *accruals* discricionários não sofrem a influência da remuneração dos executivos.

Diante da possibilidade das *stock options* promoverem o alinhamento de interesses de longo prazo, como sugerem Jensen e Murphy (1990) e as recomendações do código das melhores práticas de governança corporativa IBGC (2015), com isso, desestimulando o executivo de se utilizar de *accruals* discricionários com o intuito de maximizar a sua utilidade, o estudo pretende testar a seguinte hipótese:

H1: A remuneração por *stock options* reduz o uso de *accruals* discricionários.

Os estudos anteriores apresentaram algumas variáveis de controle que fazem parte deste estudo. Uma delas é o tamanho, que, segundo Meek *et al.* (2007), pode ser um indicativo de uma estrutura mais robusta de governança. Sousa e Ribeiro (2020) entendem que existe uma preocupação pela preservação da reputação empresarial em relação aos usuários, que exigem qualidade nas demonstrações contábeis.

Bergstresser e Philippon (2006) identificaram que os resultados das empresas não são impulsionados pelos ambientes operacionais mais voláteis, no que se refere ao tamanho da empresa. A incidência do gerenciamento de resultados foi encontrada por Meek *et al.* (2007), de forma moderada, em grandes empresas. Nos quantis mais elevados (0,75 e 0,90), encontrou-se uma relação negativa aos *accruals* em relação ao tamanho da empresa (Sousa & Ribeiro, 2020).

Uma das formas possíveis para remunerar os acionistas é por meio da distribuição de dividendos, sendo adicionada como variável de controle. Partindo do pressuposto de que o pagamento de dividendos seria um indicador para menores níveis de gerenciamento de resultados, Rodrigues Sobrinho *et al.* (2014) tiveram achados divergentes dessa premissa, onde, empresas pagadoras de dividendos praticam o gerenciamento de resultados. Uma possível causa levantada pelos autores advém do fato da legislação brasileira obrigar que uma parcela do lucro seja distribuída e de que eles não são tributados.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo classifica-se como uma pesquisa descritiva, com coleta de dados secundários originados das demonstrações contábeis publicadas pelas empresas da amostra. Neste sentido, Gil (2002) contribui ao afirmar que a pesquisa descritiva faz a mensuração das informações, e, posteriormente, faz a avaliação, ou seja, faz a associação entre variáveis.

A amostra é composta por 274 empresas brasileiras listadas na B3, que divulgaram as informações sobre as *stock options* e as variáveis necessárias para estimar os *accruals* discricionários no período de 2016 à 2020. As empresas com dados faltantes são aquelas que não disponibilizaram as informações necessárias para a apuração tanto das variáveis dependente e/ou independente.

A determinação desse período de pesquisa se deu em função da adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS) no Brasil, a partir do ano de 2010, dado que as variáveis explicativas são puramente contábeis – o que sugere uma maior consistência dos dados coletados. Adicionalmente, como sugerido por Wooldridge (2010), o período analisado reduziu-se a 5 anos, pois aumenta a “lente estatística” sobre os dados estudados e pode resultar em uma conclusão mais precisa.

As informações foram coletadas da base de dados do ComDinheiro.com, disponibilizada pela Universidade Ibirapuera. Todos os dados financeiros foram coletados em real (R\$). A escolha das companhias se deu em função da disponibilidade dos dados e das variáveis durante o período de análise, sendo a amostra sintetizada na tabela 1.

Tabela 1: Amostra da pesquisa

	Empresas	Observações
2016 à 2020		
Total de empresas	406	2.030
(-) Empresas com dados faltantes	132	787
(=) Amostra final para análise	274	1.243

Fonte: B3 (2020)

Para o tratamento dos outliers nas observações referentes tanto aos *accruals* como as *stock options* foram aplicadas técnicas de winsorização a 1%.

A técnica empregada é a de regressão múltipla com dados em painel. Nesta técnica, utilizam-se dados de corte transversal (i), relacionados com as características das organizações, ao longo de uma série temporal (t), de 2016 a 2020 - o que envolveu tanto uma dimensão espacial quanto temporal - e levou à análise de dados em painel.

Dados em painel podem ser balanceados quando existem todas as observações para o período analisado. Porém, quando existem dados faltantes, o painel é considerado desbalanceado (Gujarati & Porter, 2011). Devido a entrada e saída de empresas da B3 ao longo do período analisado e eventual indisponibilidade de alguns dados, como, ativo total e remuneração por *stock options*, em determinados períodos, os dados da pesquisa estão em um painel desbalanceado.

Os testes preliminares da regressão que foram elaborados são: i) teste de Heterocedasticidade, de White ii) teste de Autocorrelação, de Wooldridge; e iii) teste de Multicolinearidade, que avalia a existência de relação linear entre as variáveis.

Teste de White para a heteroscedasticidade

H0: sem heteroscedasticidade

Estatística de teste: LM = 412,3984

com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(12) > 412,3984) = 8,9e-81$

Fonte: O autor

A amostra não apresentou homocedasticidade, demonstrado pelo Teste de White. Todavia, os dados apresentaram heterocedasticidade, o que levou o estudo a adotar a modelagem com erro padrão robusto para corrigir este problema.

Teste para diferenciar interceptos de grupos:

H0: Os grupos têm um intercepto comum

Estatística de teste: Welch $F(3,273) = 3,68$

com p-valor = $P(F(3,273) > 3.68) = 0,0125$

Teste de Breusch-Pagan:

H0: Variância do erro de unidade-específica = 0

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(1) = 0,00

com p-valor = 1,0000

Teste de Hausman:

H0: As estimativas GLS são consistentes

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(3) = 4,84

com p-valor = 0,1842

Fonte: O autor

Foram feitas regressões com pooled ordinary least squares (POLS), efeitos fixos e efeitos aleatórios. Para comparativo dos modelos, observam-se os testes de Breusch-Pagan e Hausman, e em todos os modelos desenvolvidos os p-valores rejeitaram as hipóteses nulas.

Os testes para escolha do modelo elegeram o modelo de dados em painel com efeitos fixos. Assim sendo, a equação 4 apresenta o modelo de regressão com dados em painel desbalanceado e efeitos fixos:

Equação 4:

$$Accruals_{W_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 SOT_{W_{i,t}} + \beta_2 Ln(assets)_{i,t} + \beta_3 Dividendos_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

$Accruals_{W_{i,t-1}}$: proxy para gerenciamento de resultados da empresa i, no período t-1, conforme equação (3) com winsorização dos dados;

$SOT_{W_{i,t}}$: Valor total das *stock options* pagos pela empresa i, no período t com winsorização dos dados;

$Ln(assets)_{i,t}$: Logaritmo natural do ativo total da empresa i, no período t;

$Dividendos_{i,t}$: Variável *dummy* indicando 1 caso a empresa tenha distribuído dividendos e 0 em caso contrário pela empresa i, no período t.

Quando relacionamos o uso de *accruals* discricionários à remuneração variável de executivos, vale-se ressaltar a questão temporal. Uma maneira mais apropriada de analisar a remuneração é a relacionando ao desempenho passado (Aguiar & Pimentel, 2017). O desempenho obtido em um ano tende a ser a referência para a compensação no ano seguinte, deste modo, existe a necessidade de defasar as variáveis relacionadas ao desempenho em um período (Ermel & Medeiros, 2020).

A mensuração do tamanho foi efetuada pelo Ln do ativo, assim como efetuado por Bergstresser e Philippon (2006), Meek *et al.* (2007) e Sousa e Ribeiro (2020). Estudos relacionados as *stock options*, como os de Ermel e Medeiros (2020), Jiang *et al.* (2017), Luo (2015), Mazzioni *et al.* (2015) e Oliveira e Silva Junior (2018) também adotam o Ln do ativo como instrumento para mensurar o tamanho da empresa.

Os dividendos foram controlados por meio de uma variável *dummy*, onde 1 indica que a empresa distribuiu dividendos naquele ano e 0 indica o contrário (Kato *et al.*, 2005; Luo, 2015; Tzioumis, 2008; Uchida, 2006).

Na construção do modelo, outras variáveis foram testadas, porém, não apresentaram significância estatística, com isso sendo omitidas, sendo elas: a presença do CEO como presidente do conselho de administração (Ermel & Medeiros, 2020; Jiang *et al.*, 2017; Moura *et al.*, 2016; Tzioumis, 2008); empresas auditadas por Big 4 (Leite, 2012); empresas pertencentes ao Novo Mercado (Oliveira & Silva Junior, 2018); e último ano de mandato do CEO (Dal Magro *et al.*, 2019), sendo controladas cada uma delas por uma variável *dummy* indicando 1 em caso afirmativo e 0 em caso contrário. Adicionalmente, uma variável para

controlar o percentual de ações em poder do controlador, como feito por Ermel e Medeiros (2020), e uma variável *dummy* para controlar o efeito da Covid ano de 2020 foram testadas, sendo está última aplicada se forma análoga ao feito por Avallone *et al.* (2014) na crise financeira de 2009.

As variáveis do modelo e os respectivos sinais esperados encontram-se compilados na Tabela 2.

Tabela 2: Resumo das variáveis do estudo

	Forma de mensuração	Estudos anteriores
VD: <i>Accruals</i> discricionários	$AD_{it} = AT_{it} - NDA_{it}$	Dechow <i>et al.</i> (1995)
VI: <i>Stock options</i>	Total pago em <i>stock options</i> no ano t	Bergastresser & Philippon (2006), Meek <i>et al.</i> (2007), Rodrigues Sobrinho <i>et al.</i> (2014), Ghazali <i>et al.</i> (2015), Dal Magros <i>et al.</i> (2019), Gomes <i>et al.</i> (2020), Sousa & Ribeiro (2020)
VC: Ln(<i>Assets</i>)	Logaritmo do ativo total	Ding e Sun (2001), Kato <i>et al.</i> (2005), Uchida (2006), Chourou <i>et al.</i> (2008), Dias (2010), Avallone <i>et al.</i> (2014), Luo (2015), Moura <i>et al.</i> (2016), Jiang <i>et al.</i> (2017), Oliveira & Silva Junior (2018), Ermel & Medeiros (2020)
VC: Dividendos	<i>Dummy</i> : 1 caso a empresa tenha distribuído dividendos e 0 em caso contrário	Kato <i>et al.</i> (2005), Uchida (2006), Tzioumis (200), Luo (2015)

Variável dependente (VD), Variável independente (VI) e Variável de controle (VC)

Fonte: O autor

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os primeiros achados trazidos pela estatística descritiva são apresentados na tabela 3. Nela encontram-se as variáveis utilizados no modelo juntamente com os respectivos valores médios, desvio padrão mínimo e máximo. A tabela 3 contempla os dados do período analisado de 2016 à 2020, com as suas 1.243 observações.

Os *accruals*, variável dependente do estudo, apresentaram um valor médio de R\$ 251.421,14, apontando o valor que em média os executivos fariam uso de gerenciamento de resultados. A amplitude do uso de *accruals* foi de R\$ 116.700.000,00, sugerindo que o seu volume pode oscilar consideravelmente nas empresas. Desse modo, a fim de minimizar o efeito dos outliers, aplicou-se a winsorização a 1%.

Tabela 3: Estatística descritiva

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Accruals</i> t-1	251.421,1360	4.549.738.633,3947	- 41.400.000.000,0000	75.300.000.000,0000
SOT	2.453.643,3222	12.141.408,3554	- 10.400.000,0000	218.050.759,0000
Ln(<i>assets</i>)	21,7903	2,1715	9,8552	28,3337
Dividendos	0,5241	0,4996	0,000	1,0000

Fonte: O autor

O valor total pago por meio das *stock options* (SOT) também passou pelo processo de winsorização a 1%, tendo seu valor médio em R\$ 2.453.643,32. A dispersão de seus valores é percebida pelo desvio padrão de R\$ 12.141.408,36.

Tabela 4: Percentual de empresas pagadoras de *stock options* por setor / ano

Setor	2016	2017	2018	2019	2020
Bens Industriais	27,4%	29,0%	27,4%	27,4%	25,8%
Comunicações	57,1%	57,1%	57,1%	71,4%	71,4%
Consumo Cíclico	35,2%	33,0%	35,2%	36,3%	37,4%
Consumo não cíclico	29,6%	37,0%	40,7%	40,7%	48,1%
Financeiro	36,7%	33,3%	38,3%	45,0%	43,3%
Financeiro e Outros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Materiais Básicos	25,8%	25,8%	25,8%	22,6%	22,6%
Outros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	16,7%	16,7%	25,0%	33,3%	50,0%
Saúde	33,3%	37,5%	41,7%	41,7%	45,8%
Tecnologia da Informação	28,6%	28,6%	35,7%	42,9%	57,1%
Utilidade Pública	11,1%	9,3%	9,3%	13,0%	16,7%
Total	27,3%	27,1%	29,1%	31,3%	33,3%

Fonte: O autor

A presença de valores negativos para variável SOT chamou a atenção e em uma verificação observou-se que esse fenômeno ocorreu em cinco observações, sendo duas em 2020 e as demais em 2016. Uma justificativa encontrada nas notas explicativas para uma das empresas, a qual apresentou em ambos os anos esse fenômeno, foi devido à desvalorização das ações da empresa no respectivo ano e pela baixa de outorgas em função da expectativa de não cumprimento da meta de desempenho atrelada ao plano de incentivos de longo prazo. Para as demais observações com essa característica não se encontrou a evidenciação de uma justificativa.

O uso de *stock options* pelas empresas da amostra, conforme apresentado na tabela 4, vem aumentando ao longo dos anos, partindo de aproximadamente 27%, em 2016, e

chegando a pouco mais de 33%, no ano de 2020. Alguns setores possuem uma maior tendência a fazer o uso deste tipo de remuneração, como o de comunicações, financeiro, saúde e tecnologia da informação, os quais, durante o período analisado, estiverem sempre acima da média na frequência com que as *stock options* foram pagas.

Foram utilizadas duas variáveis de controle, sendo a primeira, $\text{Ln}(\text{assets})$, com o intuito de mensurar o tamanho das empresas, onde foi encontrada uma média de 21,7903, a qual sofre um desvio padrão de 2,1715, demonstrando a heterogeneidade da amostra no que se refere ao tamanho das empresas. A segunda variável de controle foi a distribuição de dividendos, controlada por uma variável *dummy*, a qual indica que mais de 52% das empresas da amostra distribuíram dividendos durante o período analisado.

Os testes efetuados por meio da regressão apontaram que tanto as variáveis de controle como a variável independente apresentaram significância. Os resultados da regressão são apresentados na tabela 5.

Uma relação negativa foi encontrada entre a remuneração por *stock options* e a utilização de *accruals* discricionários com significância a 5%, ou seja, quanto maior é a compensação do executivo por meio das *stock options* menor é a utilização do gerenciamento de resultados através da discricionariedade. Os achados, para esta amostra e período estudados, indicam que os incentivos pagos por meio de *stock options* aos executivos podem mitigar o uso de discricionariedade por parte dos executivos (Sousa & Ribeiro, 2020). Relações positivas tinham sido encontradas entre a remuneração por *stock options* e a utilização de *accruals* discricionários por Bergstresser e Philippon (2006), Gomes *et al.* (2020) e Meek *et al.* (2007).

Nesse sentido, dentro do cenário do estudo, cada R\$1 de acréscimo na remuneração por *stock options* tem a capacidade de reduzir em aproximadamente R\$ 42,47 o montante de *accruals* discricionários.

Esse achado converge com as PGC indicadas por IBGC (2015), que sugerem que uma parcela da remuneração seja de longo prazo, assim como Murphy (1999) já havia sugerido. Ao incentivar o executivo com uma remuneração atrelada ao desempenho, encontrou-se uma forma de incentivá-lo a interferir menos nas demonstrações contábeis de forma oportunística (Jensen & Murphy, 1990).

Gomes *et al.* (2020) salientam que o tamanho da empresa é uma *proxy* oportuna para captar efeitos de governança corporativa. Nesse sentido, Meek *et al.* (2007) convergem com a afirmativa anterior, entendendo que o tamanho pode ser um indicativo de uma estrutura de governança mais robusta. Uma relação positiva entre o tamanho e o uso de *accruals*

discricionários foi encontrada com 10% de significância, divergindo do posicionamento de Gomes *et al.* (2020) e Meek *et al.* (2007), sugerindo que empresas maiores estariam mais suscetíveis ao gerenciamento de resultados. Esse achado diverge do resultado encontrado por Ghazali *et al.* (2015) na Malásia, onde a relação foi negativa.

Tabela 5: Regressão com efeitos fixos e erros-padrão robustos

	Sinal esperado	Dados em painel
_cons		-6,59E+09*** (0,0066)
SOT_W	(-)	-42,46823** (0,039)
Ln(<i>assets</i>)	(-)	2,87E+08* (0,079)
Dividendos	(+)	5,71E+08** (0,023)
Prob > F = 0,0125		
R ² within = 0,0169		
R ² between = 0,0130		
R ² overall = 0,0081		

*** significante a 1%, ** significante a 5%, *significante a 10%

Fonte: O autor

A relação negativa entre os uso *accruals* discricionários e o tamanho das empresas, no contexto da Malásia, pode ser incentivada pelo fato das grandes empresas desse país serem apoiadas pelo governo com medidas para auxiliar as empresas em momentos de crise (Ghazali *et al.*, 2015). No contexto brasileiro, com base nos dados deste estudo, cada R\$ 1,00 de ativo total ocasionou um incremento nos *accruals* discricionários da ordem de R\$ 2,87.

A premissa quanto ao pagamento de dividendos pelas empresas, é que elas possuem maior qualidade dos lucros reportados e, conseqüentemente, menor gerenciamento dos *accruals* discricionários (Rodrigues Sobrinho *et al.*, 2014). Neste estudo, os autores controlarem os dividendos por uma variável *dummy*, onde o pagamento de dividendos foi acompanhado pela sua frequência, de quatro ou mais anos consecutivos.

Todavia, a distribuição de dividendos encontrou o uma relação positiva com os *accruals* discricionários, onde tal pagamento agrega *accruals* discricionários na ordem de R\$ 5,71. A mesma relação foi encontrada no estudo de Rodrigues Sobrinho *et al.* (2014), indicando que os acionistas podem acabar sendo beneficiados em partes pelo gerenciamento de resultados. Vale-se salientar a obrigatoriedade de se distribuir uma parcela dos lucros no cenário

brasileiro e que essa variável não levou em consideração o montante distribuído.

Desse modo, H1 é confirmada dado que a remuneração por *stock options* reduz o uso de *accruals* discricionários, como demonstrado a partir da relação negativa apresentada no resultado da regressão.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este estudo cumpriu com o objetivo geral, de analisar a influência da remuneração de executivos por *stock options* sobre a magnitude do uso de *accruals* discricionários. Para esse fim, fez-se o uso do modelo de Jones Modificado para mensurar o uso de discricionariade pelos executivos.

Os achados obtidos pelos dados da pesquisa confirmaram a hipótese apresentada, pois demonstra a existência de uma relação negativa entre o valor pago por meio de *stock options* e o uso de *accruals* discricionários, ou seja, o aumento dessa remuneração inibe a discricionariade por parte dos executivos. Adicionalmente, as variáveis de controle $\text{Ln}(\text{assets})$, que foram utilizadas como *proxy* para tamanho e a distribuição de dividendos, apresentaram uma relação positiva aos *accruals* discricionários.

Adicionalmente, o estudo cumpriu com os objetivos específicos ao compilar os dados referentes à remuneração por *stock options* e buscar incluir no modelo variáveis de controle como o tamanho, a fim de captar o efeito de uma estrutura mais robusta de governança, como também o uso da variável *dummy* para os dividendos, com o intuito de captar a relação da remuneração do principal aos *accruals*.

Por contribuição teórica entende-se como o avanço na Teoria da Agência, em especial nos aspectos de Governança Corporativa, pois os achados indicam que o pagamento por *stock options* pode promover o alinhamento de interesses entre agente e principal. Nesse sentido, o estudo avança em relação ao proposto por Bergstresser e Philippon (2006) e Meek *et al.* (2007) – Estados Unidos – e Ghazali *et al.* (2015) – Malásia, ao testar eficácia deste mecanismo de governança corporativa no cenário brasileiro.

Sob a ótica gerencial, esta pesquisa contribui como uma referência empírica para que comitês de remuneração e consultorias, ao elaborarem os pacotes de remuneração, possam definir regras capazes de inibir o gerenciamento de resultados, utilizando-se das *stock options*, como um instrumento para este fim.

O estudo enfrentou limitações quanto à coleta de dados referentes aos comitês de remuneração e auditoria para todos os indivíduos investigados. Estas informações não foram

disponibilizadas no banco de dados ComDinheiro.com em sua totalidade, o que não permitiu o tratamento dessas características, podendo estas variáveis ser incluídas em estudos futuros.

Outra limitação se dá pelo fato de o estudo ter focado em somente um tipo de remuneração variável, sendo possível que outros mecanismos dessa natureza possam influenciar a magnitude dos *accruals* discricionários. Assim sendo, fica como sugestão para estudos futuros a inclusão de outras formas de remuneração variável, como por exemplo, bônus ou participação nos resultados.

Outra sugestão se aplica no sentido de que o estudo não controlou variáveis de concentração acionária, e se as empresas possuem controle familiar, o que também pode ser utilizado em estudos futuros.

REFERÊNCIAS

- Aguiar, A. B. de, & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545–568. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- Almeida, J. E. F. de, Lopes, A. B., & Corrar, L. J. (2011). Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 44–62. <https://doi.org/10.14392/asaa.2011040103>
- Almeida, K. K. N. de, & França, R. D. de. (2021). Teorias aplicadas à pesquisa em contabilidade. In *Editora UFPB* (Issue 1).
- Anjos, L. C. M. dos, Tavares, M. F. N., Do Monte, P. A., & Lutosa, P. R. B. (2015). Relações entre controle acionário e remuneração de executivos. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 34(1), 45–56. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v34i1.22493>
- Antonelli, R. A., Clemente, A., Silva, W. V., & Longhi, F. L. (2016). Adesão e migração aos níveis diferenciados de governança corporativa: investigação da janela do evento. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 19(1), 23–48. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/40923/adesao-e-migracao-aos-niveis-diferenciados-de-governanca-corporativa--investigacao-da-janela-do-evento>
- Araujo, J. A. O. (2019). Remuneração de executivos e informação contábil: um estudo sobre a qualidade do lucro e o fluxo de caixa operacional. *Tese de Doutorado*, 1–77.
- Araujo, J. A. O., & Ribeiro, M. S. (2017). Trinta anos de pesquisa em Remuneração Executiva e Retorno para o Acionista. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 11(0), 21–40. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i0.1622>
- Arruda, G. S. de, Madruga, S. R., & Freitas Junior, N. I. de. (2009). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração Da UFSM*, 1(1), 71–84. <https://doi.org/10.5902/19834659570>
- Avallone, F., Quagli, A., & Ramassa, P. (2014). The Effects of Accounting Treatment and Financial Crisis on the Stock Option Plans of Italian Companies. *Economic and Business Review*, 16(1), 77–95.
- B3. (2020). Uma análise da evolução dos investidores pessoas físicas na b3. *Site Da B3*, 1–16. http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/
- 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>
- Berle, A., & Means, G. (1932). The Modern Corporation and Private Property. *New York: Macmillan*.
- Bomfim, E. T. do, Teixeira, W. D. S., & Monte, P. A. do. (2015). Relação entre o disclosure da sustentabilidade com a governança corporativa: um estudo nas empresas listadas no Ibrx-100. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 10(1), 6–28. https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v10i1.13341
- Bueno, G., Nascimento, K., Lana, J., Gama, M. A. B., & Marcon, R. (2018). Mecanismos externos de governança corporativa no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 120–141. https://doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n1a7
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4, 386–405.
- Conyon, M. J. (1997). Corporate governance and executive compensation. *International Journal of Industrial Organization*, 15(4), 493–509. [https://doi.org/10.1016/S0167-7187\(96\)01032-6](https://doi.org/10.1016/S0167-7187(96)01032-6)
- Conyon, M. J., & Schwalbach, J. (2000). European Differences in Executive Pay and Corporate Governance. *Gabler Verlag, Wiesbaden. Horst Albach*, 1, 97–114.

- CPC 10 (R1). (2010). 10, 1–37.
- Cunha, P., Vogt, M., & Degenhart, L. (2016). Governança corporativa e remuneração dos diretores executivos das empresas Brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 1–16. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.30924>
- 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>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeny, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225. <https://doi.org/10.5694/j.1326-5377.1952.tb109167.x>
- Degenhart, L., Beckhauser, S. P. R., & Klann, R. C. (2018). Remuneração de executivos e conservadorismo condicional de empresas brasileiras. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(2), 160–177. https://doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n2a1
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building Theories from Case Study Research Published by : Academy of Management Stable. *The Academy of Management Review*, 14(4), 532–550.
- Ermel, M. D. A., & Do Monte, P. A. (2018). Controle acionário, remuneração de executivos e desempenho empresarial: evidências para o mercado brasileiro. *Brazilian Review of Finance*, 16(3), 455. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v16n3.2018.55898>
- Ermel, M. D. A., & Medeiros, V. (2020). Plano de remuneração baseado em ações: Uma análise dos determinantes da sua utilização. *Revista Contabilidade e Finanças*, 31(82), 84–98. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201907620>
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(21), 288–308. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511817410.022>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Separation of Ownership and Control Eugene*, XXVI(June 1983), 163–188.
- Fernandes, F. C., & Mazzioni, S. (2015). A Correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 26(49), 41–64.
- Ferreira, R. M., Lima, S. L. L. de, Gomes, A. R. V., & Mello, G. R. de. (2019). Governança Corporativa: Um estudo bibliométrico da produção científica entre 2010 a 2016. *Revista Organizações Em Contexto*, 15(29), 323. <https://doi.org/10.15603/1982-8756/roc.v15n29p323-342>
- Formigoni, H., Antunes, M. T. P., & Paulo, E. (2009). Diferença entre o Lucro Contábil e Lucro Tributável: Uma Análise sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis e Gerenciamento Tributário nas Companhias Abertas Brasileiras. *BBR: Brazilian Business Review*, 6(1), 44–61.
- Funchal, J. de A., & Terra, P. R. S. (2006). Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Governança Corporativa: um Estudo Empírico em Empresas Latino-Americanas. *EnANPAD 2006, 2002*, 1–16.
- Ghazali, A. W., Shafie, N. A., & Sanusi, Z. M. (2015). Earnings management: an analysis of opportunistic behaviour, monitoring mechanism and financial distress. *Procedia Economics and Finance*, 28(April), 190–201. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01100-4](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01100-4)
- Gil, A. C. (2002). Como elaborar projetos de pesquisa. In *Editora Atlas* (Vol. 4). <https://doi.org/10.1590/s0100-55022014000400014>
- Gomes, A. P. M. H. (2016). Características da governança corporativa como estímulo à gestão fiscal. *Revista Contabilidade e Finanças*, 27(71), 149–168. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201500750>
- Gomes, D. de, Souza, M. A. de, & Beuren, I. M. (2020). Gerenciamento de resultados por

- meio de atividades operacionais: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. *Revista de Contabilidade Do Mestrado Em Ciências Contábeis Da UERJ*, 25(1), 51–67. <https://doi.org/10.12979/rcmccuerj.v25i1.59246>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica* (5th ed.). Bookman.
- Hall, B. J., & Murphy, K. J. (2003). The trouble with stock options. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 49–70. <https://doi.org/10.1257/089533003769204353>
- Hanashiro, D. M. M., & Marcondes, R. C. (2009). Oportunidades E Desafios Strategic System of Rewards for Executives : Opportunities and. *Gestão e Sociedade*, 3(5), 48–72.
- Haqqi, T. (2020). *20 Largest stock exchanges in the world*. Yahoo Finance. <https://finance.yahoo.com/news/20-largest-stock-exchanges-world-175549152.html>
- Hart, B. Y. O., & Moore, J. (1988). Incomplete Contracts and Renegotiation. *Econometrica*, 56(4), 755–785.
- 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. *Accounting Horizons*, 13(4), pp.365-383. <http://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- IBGC. (2015). Código das melhores práticas de governança corporativa. In *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa*. <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMPGPT.pdf>
- IBGC. (2021). *Quem somos*. <https://www.ibgc.org.br/quemsomos>
- IBGE. (2021). *Produto Interno Bruto - PIB*. IBGE. <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990a). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264. <https://doi.org/10.1086/261677>
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990b). Performance pay and top management. *The Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (2012). The Earnings Management Game: It's Time To Stop It. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1894304>
- Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Jiang, L., Kling, G., Bo, H., & Driver, C. (2017). Why do firms adopt stock options and who benefits? A natural experiment in China. *Pacific Basin Finance Journal*, 46, 124–140. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.09.007>
- Kato, H. K., Lemmon, M., Luo, M., & Schallheim, J. (2005). An empirical examination of the costs and benefits of executive stock options: Evidence from Japan. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 435–461. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.09.001>
- Kaveski, I. D. S. S., Vogt, M., Degenhart, L., Hein, N., & Scarpin, J. E. (2015). Fatores determinantes da remuneração baseada em ações de empresas brasileiras. *Revista de Administração Da Unimep*, 13(2), 100–116. <https://doi.org/10.15600/1679-5350/rau.v13n2p100-116>
- Krauter, E. (2009). Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras. *Tese de Doutorado*. <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-29052009-092957/pt-br.php>
- Lei 6404* (pp. 1–91). (1976). http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm
- Leite, R. R. (2012). Avaliação do uso de accruals aiscricionários: uma abordagem qualitativa quanto às práticas de auditoria e seu poder de mitigação. *Dissertação de Mestrado*.
- Luo, L. (2015). Determinants of stock option use by chinese companies. *Journal of Applied*

- Business Research*, 31(4), 1355–1376. <https://doi.org/10.19030/jabr.v31i4.9323>
- Machado, D. G., & Beuren, I. M. (2015). Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. *Gestão & Regionalidade*, 31(92). <https://doi.org/10.13037/gr.vol31n92.2088>
- Martinez, A. L. (2001). “Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. *Tese de Doutorado*, 154.
<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/%5Cnhttp://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/pt-br.php%5Cnhttp://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/publico/tde.pdf>
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(46), 7–17.
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR - Brazilian Business Review*, 10(4), 1–31.
- Mazzioni, S., Gubiani, C. A., Folletto, E. P., & Kruger, S. D. (2015). Governança Corporativa: Análise Bibliométrica Do Período De 2000 a 2012. *REUNIR: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 5(1), 1.
<https://doi.org/10.18696/reunir.v5i1.204>
- Mazzioni, S., Prigol, V., Moura, G. D. de, & Klann, R. C. (2015). Influência da governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. In *Revista Contemporânea de Contabilidade* (Vol. 12, Issue 27, p. 61).
<https://doi.org/10.5007/2175-8069.2015v12n27p61>
- Meek, G. K., Rao, R. P., & Skousen, C. J. (2007). Evidence on factors affecting the relationship between CEO stock option compensation and earnings management. *Review of Accounting and Finance*, 6(3), 304–323. <https://doi.org/10.1108/14757700710778036>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation. An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(C), 293–315.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Moura, G. D. de, Padilha, E. S., & Silva, T. P. da. (2016). Fatores determinantes para adoção de planos de opções de ações em companhias abertas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 10(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v10i3.1361>
- Murphy, K. J. (1999). Executive Compensation. In *Handbook of Labor Economics* (Vol. 3, pp. 2486–2557). O. Ashenfelter and D. Card.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Oliveira, I. G. S. de, & Silva Junior, A. Da. (2018). Determinantes econômicos do uso de stock options em companhias brasileiras de capital aberto. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(1), 55–70. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i1.32889>
- Peixoto, F. M., Amaral, H. F., Correia, L. F., & Das Neves, J. C. C. (2014). Governança Corporativa e Crises: mecanismos importantes durante ciclos econômicos distintos. *Revista de Ciências Da Administração*, 0(0), 119. <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2014v16n39p119>
- Perobelli, F. F. C., Lopes, B. D. S., & Silveira, A. D. M. da. (2012). Planos de Opções de Compra de Ações e o Valor das Companhias Brasileiras. *Brazilian Review of Finance*, 10(1), 105. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v10n1.2012.2654>
- Ribeiro, H. C. M., & Santos, M. C. dos. (2015). Perfil e Evolução da Produção Científica do Tema Governança Corporativa nos periódicos Qualis / Capes Nacionais: Uma Análise Bibliométrica e de Redes Sociais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(3), 4–27.
- Rodrigues Sobrinho, W. B., Rodrigues, H. S., & Sarlo Neto, A. (2014). Dividendos e accruals

- discricionários: um estudo sobre a relação entre a política de distribuição de dividendos e a qualidade dos lucros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(24), 03.
<https://doi.org/10.5007/2175-8069.2014v11n24p3>
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: the principal's problem. *American Economic Review*, 63: 134-9, 81–88.
- Saito, R., & Silveira, A. D. M. da. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 79–86.
<https://doi.org/10.1590/s0034-75902008000200007>
- Silveira, A. D. M. da. (2010). *Governança corporativa no Brasil e no mundo*.
- Sousa, A. M. de, & 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>
- Souza, F. D. P. e, & Baidya, T. K. N. (2016). Governança Corporativa na Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL) como mecanismo de aperfeiçoar a Gestão na Agência. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 11(1), 66–83.
https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v11i1.13373
- Tzioumis, K. (2008). Why do firms adopt CEO stock options? Evidence from the United States. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 68(1), 100–111.
<https://doi.org/10.1016/j.jebo.2007.06.008>
- Uchida, K. (2006). Determinants of stock option use by Japanese companies. *Review of Financial Economics*, 15(3), 251–269. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2005.08.001>
- Vargas, L. A., Magro, C. B. D., & Mazzioni, S. (2021). Influência do gerenciamento de resultados e da governança corporativa no custo de capital de terceiros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(46), 32–46. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e67387>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156. <http://www.jstor.org/stable/247880>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Introdução à econometria. uma abordagem moderna* (4th ed.). Cengage learning.