

**COMPENSAÇÃO DE EXECUTIVO, GERENCIAMENTO DE RESULTADO E INVESTIMENTO:
Evidências Empíricas no Mercado Brasileiro**

POLYANDRA ZAMPIERE PESSOA DA SILVA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CARIRI (UFCA)
polyandra@live.com

MARIA AUDENORA RUFINO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE SERGIPE (UFS)
maryaudenora@hotmail.com

VICTOR RANIERI BOMFIM SAMPAIO DE ARAÚJO
ranieri.victor@gmail.com

COMPENSAÇÃO DE EXECUTIVO, GERENCIAMENTO DE RESULTADO E INVESTIMENTO: Evidências Empíricas no Mercado Brasileiro

RESUMO

O presente artigo tem como objetivo analisar a inter-relação entre remuneração de executivo, gerenciamento de resultado e investimento. Para tanto, a amostra da pesquisa foi composta por 243 empresas não-financeiras listadas na Bolsa Balcão Brasil (B3). Os dados foram coletados do banco de dados ComDinheiro e regredidos usando Mínimos Quadrados Ordinários. Os resultados demonstram que o gerenciamento de resultado é explicado pela remuneração de executivo e investimento, a um nível de 1%, no entanto, a relação entre as demais variáveis não é conclusiva e divergente do esperado.

Palavras-chave: Compensação de executivo; Gerenciamento de Resultado; Investimento.

1 INTRODUÇÃO

A literatura existente defende que, em um ambiente de fraca governança, os pacotes de remuneração de executivo podem ser utilizados pelos gestores como uma ferramenta para expropriar recurso dos acionistas, através da expansão dos investimentos pelas organizações e dos *accruals* discricionários (Julio & Yook, 2010; Chu & Song, 2012).

Conforme Kuhnen e Zwiebel (2008) os pacotes de remuneração de executivo surgiram como um meio de alinhar os interesses do principal/proprietário e do agente/administrador, reduzindo assim os problemas de agência. Os problemas de agência, conforme Jensen e Meckling (1976) ocorrem quando o interesse do principal e do agente são conflitantes, ou seja, quando o gestor busca maximizar seu interesse pessoal em detrimento do principal.

Healy e Papelu (2001) endossam que em situações oportunas, os agentes podem maximizar a utilidade pessoal, aproveitando-se de informações privilegiadas que possuem em relação a organização (assimetria informacional). Nesse contexto, diversas pesquisas foram desenvolvidas buscando verificar se os pacotes de remuneração de executivos são incentivos suficientes para os gestores atingirem o melhor interesse dos acionistas (Chu & Song, 2012).

Por exemplo, Bebchuk e Fried (2003) em seu estudo, destacaram que devido os efeitos do entrincheiramento, os pacotes de remuneração podem incentivar os gestores a alinhar os interesses com o principal, contudo, de um modo geral são considerados como ineficientes, no momento que esbarra na maximização da utilidade pessoal do gestor. Portanto, para maximizar seus prêmios (remuneração), os gestores realizam excesso de investimentos e gerenciam os resultados das organizações (Chu & Song, 2012).

Assim, com o objetivo de ter uma análise mais detalhada sobre o conflito de interesse entre os gestores e o principal, Chu e Song (2012) analisaram a inter-relação entre a remuneração de executivos, gerenciamento dos lucros e o excesso de investimento. A amostra foi composta por 196 empresas públicas da Malásia. Os resultados evidenciaram que existe uma relação positiva endógena entre a remuneração de executivo e o excesso de investimento. Além disso, os autores evidenciam que o 1% de excesso de investimento pode explicar 12% do gerenciamento dos lucros. Entretanto, o gerenciamento de resultados não explicou a variação da remuneração de executivo.

Nesse sentido, inspirado no trabalho de Chu e Song (2012) a presente pesquisa tem como objetivo analisar o inter-relacionamento entre remuneração de executivo, gerenciamento de resultado e investimento. Desse modo, espera-se contribuir com a limitada literatura que analisa a expropriação dos acionistas por meio de mecanismos de pacotes de executivos, gerenciamento e investimentos. Assim como, gerar informações que possam auxiliar os acionistas na alocação dos seus recursos de forma eficiente.

Este artigo está estruturado em cinco seções, incluindo esta introdução. Na seção 2, apresenta-se a revisão da literatura, a seção 3, metodologia da pesquisa, trata da amostra e coleta de dados, descreve a construção das variáveis e modelo empregado nesta pesquisa. A seção 4 analisa os principais resultados das estimativas. Por fim, tem-se as considerações finais, na seção 5.

2. GERENCIAMENTO DE RESULTADO, COMPENSAÇÃO DE EXECUTIVO E INVESTIMENTO

Segundo Schipper (1989), o gerenciamento de resultados pode ser entendido como uma intervenção intencional no processo de divulgação externa financeira, com a finalidade de obter algum benefício particular, que pode ocorrer em qualquer etapa do processo de divulgação externa. Para Healy e Wahlen (1999), o gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores utilizam julgamento em relatórios financeiros e na estruturação de operações para alterar os relatórios financeiros, principalmente para influenciar resultados contratuais que dependem dos números contábeis divulgados.

Na década de 1990, as preocupações com a interferência dos gestores no desempenho das empresas aumentaram, tendo em vista a implantação da remuneração variável baseada no desempenho, preço das ações e opções (Bergstresser & Philippon, 2006). Embora essas mudanças tenham sido motivadas pelo desejo de alinhar os interesses dos gerentes aos dos acionistas, os resultados sugerem que esses trouxeram um novo conjunto de problemas; a vinculação dos incentivos de gestão ao preço das ações pode ter tido o efeito perverso de incentivar os gestores a explorar sua discricionariedade na divulgação dos resultados, com o objetivo de manipular os preços das ações de suas empresas e sua remuneração (Bergstresser & Philippon, 2006).

A explicação para o desequilíbrio envolvendo os interesses dos gestores, que pode divergir das finalidades pelos quais os proprietários e acionistas instituíram independência para a gestão de seus negócios, resultam da diferença entre o que poderia ter sido ganho se os principais fossem os administradores e o que foi conseguido sob a atuação de executivos (Kim & Mahoney, 2005). Para reduzir essa diferença, os proprietários desenvolvem formas de monitorizar e controlar as ações dos agentes, definindo sistemas de recompensas que visam elevar o desempenho do agente e manter um comportamento que minimize o perigo moral e material (Panucci Filho & Carmona, 2016).

As condições que dão origem ao gerenciamento de resultados estão relacionadas ao comportamento humano, como a gestão oportunista e os interesses particulares, como os incentivos contratuais que se utilizam de metas contábeis (Machado & Beuren, 2014). Considerado a hipótese dos planos de remuneração, Healy (1985), argumenta que estudos de decisões de gerenciamento contábil, quando os executivos são recompensados por bônus baseados nas escolhas de procedimentos contábeis que aumentem sua remuneração, produzirão conflitantes resultados empíricos. Portanto, a relação próxima entre a remuneração dos executivos e o gerenciamento de resultados pode ser afetada por decisões gerenciais.

Martins e Paulo (2014) defendem a ideia de que o mercado de capitais brasileiro teve seu desenvolvimento baseado em empresas com estrutura familiar e investidores institucionais que se posicionam fora do controle da empresa, por outro lado, mercados emergentes como o brasileiro, possuem um grande volume de ações nas mãos de poucos investidores, o que, aliado a deficiência do sistema regulatório, abre espaço para a prática de *insider trading*. Isso, segundo os autores, potencializa a assimetria informacional. Em um ambiente que a assimetria da informação é alta, os executivos podem usar o gerenciamento de resultado para impulsionar os preços das ações de curto prazo, que está intimamente ligado aos seus pacotes de compensação (Chu & Song, 2012).

Panucci Filho e Carmona (2016) investigaram evidências da relação entre os sistemas de recompensas de altos executivos e o gerenciamento de resultados contábeis, mediada por estruturas de governança corporativa, atuantes em uma amostra de 126 empresas de capital aberto, no período de 2012 a 2014. Os resultados dessa pesquisa apontam que executivos gerenciam resultados de *accruals* em favor de suas recompensas, o qual se pode atestar pela tendência positiva na remuneração variável. Além disso, quando inseridas variáveis de governança corporativa, como mediadoras da remuneração, os resultados confirmam que a governança corporativa explica a relação entre os sistemas de recompensas e as práticas de gerenciamento de resultados.

Hoff e Vicente (2016) investigaram a relação existente entre a remuneração variável dos executivos e o gerenciamento de resultados, em 96 empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, período de 2012 a 2014. Segundo os autores, os pacotes de remuneração fornecem incentivos para que os gestores gerenciem os resultados contábeis com a finalidade de aumentar a sua própria compensação financeira. Os resultados da pesquisa sugerem uma relação linear entre as acumulações discricionárias, utilizadas como *proxy* para gerenciamento de resultados, e a remuneração variável dos executivos. As evidências encontradas demonstram que as acumulações discricionárias possuem poder preditivo para explicar o comportamento da remuneração variável. À medida que os *accruals* aumentam, a remuneração tende a aumentar, ou seja, há uma relação positiva e significativa entre as variáveis estudadas.

Assim, com o objetivo de reduzir os conflitos de agência entre gestores e acionistas, as organizações optam por compor o pacote de compensação dos executivos com remuneração fixa e remuneração variável. Como o próprio nome sugere, a remuneração fixa é constante. Enquanto a remuneração variável vezes está atrelada ao desempenho da empresa. Desta forma, ao buscar maximizar a utilidade pessoal, o gestor também está maximizando a riqueza dos sócios, reduzindo assim o conflito de interesse. No entanto, os gestores, utilizando-se de uma visão oportunista, fazem uso de decisões internas visando maximizar sua remuneração, através do gerenciamento de resultado e decisões sobre novos investimentos (Chu & Song, 2012).

Estudos têm demonstrado que, o gerenciamento dos resultados, afeta significativamente as decisões de investimento, isto é, a alocação de recursos da organização (McNichols & Stubben, 2008; Biddle, Hilary & Verdi, 2009; Chen, Esperança, Li & Wang, 2011; Gomariz & Ballesta, 2014). McNichols e Stubben (2008) analisaram se as empresas que gerenciam os relatórios financeiros tomam decisões de investimento menos favoráveis. Para tanto, foram examinadas as empresas: investigadas por manipulação de resultados pela SEC; as processadas por seus acionistas; e as empresas que reformularam seus relatórios por alguma irregularidade na evidenciação de informações, durante o período de 1978 a 2002. Sendo assim, os resultados indicaram que durante o período de manipulação dos relatórios financeiros há um excesso de investimento nas empresas.

Biddle *et al.* (2009) verificaram se relatórios financeiros de alta qualidade melhora a eficiência dos investimentos, reduzindo o subinvestimento e superinvestimento. A amostra do

estudo compôs-se de 34.791 observações de firmas norte-americanas, no período de 1993 a 2005. Para a análise dos resultados, foram utilizadas três *proxies* para gerenciamento de resultado, a saber: a proposta por Dechow e Dichev (2002), a de Wysocki (2008) e a de Li e Tang (2008). Os autores evidenciaram que a qualidade dos relatórios financeiros reduz o superinvestimento, enquanto que tem um efeito positivo em relação a falta de investimento. Dessa forma, tem-se que o gerenciamento de resultados tem um efeito positivo no de investimento das organizações.

Chen *et al.* (2011) pesquisaram o papel da qualidade dos relatórios financeiros (FRQ) nas empresas privadas dos mercados emergentes, visando verificar se maior FRQ mitigaria a ineficiência de investimentos. Para tanto, utilizaram de quatro *proxies* para FRQ, baseadas em acréscimos discricionários, a proposta por: Dechow e Dichev (2002); a de Kothari, Leone e Wasley (2005); McNichols e Stubben (2008); e a de Srindih e Gul (2007). Os dados foram estimados utilizando do método de Mínimos Quadrados Ordinários. Assim, as evidências sugerem que a qualidade dos relatórios financeiros afeta positivamente a eficiência dos investimentos das empresas.

Conforme McNichols e Stubben (2008) as decisões de investimento de uma organização são definidas baseando-se nas expectativas dos benefícios do investimento, que por sua vez dependem das expectativas de crescimento futuro e da demanda do produto. Essas decisões, conforme Chu e Song (2012), refletem as habilidades gerenciais dos administradores, que são bonificados ao maximizarem a riqueza dos acionistas da organização.

Julio e Yook (2010) afirmam que em algumas situações, os administradores aceleram e/ou inflam os ganhos de um investimento, por meio do gerenciamento de resultados, para aumentar a sua compensação. Concomitantemente, ao gerenciarem os resultados da organização, pode ocorrer uma distorção das decisões futuras de investimento, uma vez que, os relatórios financeiros não estarão demonstrando o real desempenho empresa (McNichols & Stubben, 2008).

Convém destacar que a relação entre compensação de executivos e investimentos pode ser observada de forma ambígua, tanto uma relação positiva, quanto negativa, tendo em vista que o crescimento na compensação pode estar alinhado com as habilidades do executivo em aumentar os investimentos da firma. Contudo, seguindo o raciocínio de Jensen (1986), os executivos também têm incentivos para aplicar os fluxos de caixa livre em projetos com VPL negativo (Chu e Song, 2012). Desta forma, os referidos autores analisaram 196 empresas e identificaram uma relação positiva, endógena, entre investimento e compensação de executivos.

Diante do exposto, foi possível propor as seguintes hipóteses:

H₁ – Existe uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e o gerenciamento dos resultados.

H₂ – Existe uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados e o investimento.

H₃ – Existe uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e o investimento.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra e Coleta de Dados

A amostra compreende todas as companhias não-financeiras listadas na Bolsa Balcão Brasil (B3), durante o período de 2010 a 2016. Este período foi escolhido devido às alterações das normas contábeis (*Full IFRS*) que influenciaram a estrutura das demonstrações financeiras e dessa forma distorceriam os resultados das variáveis financeiras utilizadas.

Destaca-se que foram excluídas as empresas que não divulgaram os dados necessários para a pesquisa. Desta forma, foram analisadas em média 232 empresas, totalizando 1393 observações. Quanto à coleta de dados, todos os dados, financeiros e de mercado, necessários para a presente pesquisa, foram coletados no banco de dados da consultoria Comdinheiro.

3.2 Mensuração das Variáveis

As três principais variáveis do presente estudo são: i) remuneração de executivo (EXEC); ii) gerenciamento de resultados (GEREN); e iii) investimentos (INV). Como proxy para a variável Remuneração de Executivo foi utilizado a remuneração da diretoria, composta por remuneração fixa e variável (bônus). Para medir o grau do gerenciamento de resultado, foi utilizado como *proxy* os *accruals* discricionários, calculado conforme modelo de Subramanyam (1996) e Polk e Sapienza (2009), Equação 1.

$$\frac{ACCR_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha \frac{1}{TA_{it-1}} + \beta \frac{\Delta Rev_{it}}{TA_{it-1}} + \gamma \frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} + e_{it} \quad (1)$$

Onde, $ACCR_{it}$ é a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional da empresa i no tempo t ; TA_{it-1} é o ativo total da empresa i no tempo $t-1$; ΔRev_{it} a variação da receita líquida; PPE_{it} é o imobilizado da empresa; e_{it} representa os *accruals* discricionários da empresa i no tempo t , definindo assim a *proxy* para gerenciamento de resultado.

A terceira variável, investimento, é definida como o total de imobilizado ($Imob_{it}$) da empresa deflacionado pelo total de ativos em $t-1$ ($AT_{i,t-1}$), de acordo com Equação 2.

$$INV_{it} = \frac{Imob_{it}}{AT_{i,t-1}} \quad (2)$$

Como variáveis de controle, foram utilizadas neste estudo, as mesmas variáveis da pesquisa de Chu e Song (2012), a saber: capacidade dos executivos da empresa; fluxo de caixa; Q de Tobin; alavancagem; e tamanho, uma vez que se relacionam tanto com a remuneração de executivos, gerenciamento de resultados e investimentos. A capacidade dos executivos foi medida pela diferença do retorno do ativo da empresa (ROA_i) e a média do retorno do ativo do setor (ROA_{ind}). O fluxo de caixa, representa o logaritmo natural do fluxo de caixa operacional da empresa (FCO_i). O Q de Tobin (TBQ), foi calculado por meio da Equação (3), seguindo o estudo de Chung e Pruitt (1994):

$$TBQ_{it} = \frac{VMA_{it} + VCD_{it} - AC_{it}}{VAT_{it}} \quad (3)$$

Onde, VMA_{it} é o valor de mercado da empresa i no tempo t ; VCD_{it} o valor contábil do passivo da empresa i no tempo t ; AC_{it} o valor contábil do ativo circulante da empresa i no tempo t ; e, VAT_{it} o valor contábil dos ativos da empresa i no tempo t .

A variável alavancagem (ALAVAN) foi calculada pelo quociente entre passivo total e ativo total da empresa. E por fim, o tamanho (TAM) da empresa foi calculado pelo logaritmo natural do ativo total.

3.2 Modelo Econométrico

O modelo adotado nesta pesquisa teve como base o trabalho de Chu e Song (2012), sendo assim, para mensurar a inter-relação entre remuneração de executivo, gerenciamento de resultado e investimento, utilizou-se das Equações 4 e 5.

$$EXEC_{it} = \alpha + \beta_1 GEREN_{it} + \beta_2 INV_{it} + \beta_3 CAP_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 TBQ_{it} + \beta_6 ALAVAN_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \varepsilon \quad (4)$$

Onde, a variável dependente, $EXEC_{it}$ representa compensação de executivo da empresa i no tempo t . Quanto às variáveis independentes, tem-se: $GEREN_{it}$ que é o gerenciamento de resultado da empresa i no tempo t ; INV_{it} investimento na da empresa i no tempo t ; CF_{it} é o fluxo de caixa operacional da empresa; CAP_{it} é a capacidade dos executivos da empresa i no tempo t ; TBQ_{it} é o q de Tobin da empresa i no tempo t ; $ALAVAN_{it}$ é a alavancagem; e, TAM_{it} ativo total.

$$GEREN_{it} = \alpha + \beta_1 EXEC_{it} + \beta_2 INV_{it} + \beta_3 CAP_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 TBQ_{it} + \beta_6 ALAVAN_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \varepsilon \quad (5)$$

Na Equação 5, houve apenas uma alteração da variável DAC_{it} que passou a ser variável dependente, e $EXEC_{it}$, variável independente, conforme o estudo de Chu e Song (2012). Quanto ao sinal esperado para cada variável, em ambos os modelos, tem-se o Quadro 1.

Quadro 1 – Sinais Esperados Equação 4 e 5

Variável	Sinal Esperado	Descrição Equação 4	Descrição Equação 5
EXEC	/+	-	Espera-se que quanto maior for a remuneração dos executivos, maior seja o gerenciamento do resultado, na tentativa de manutenção da remuneração..
GEREN	+/	Espera-se que os gestores, visando uma maior remuneração variável, realizem um maior gerenciamento dos resultados.	-
INV	+/-	Quanto maior o nível de investimento das organizações, maior a remuneração dos executivos.	Quanto maior o grau de investimento menor são os fluxos de caixa livre para serem gerenciados pelo gestor, dessa forma espera-se uma relação negativa.
CAP	+/+	Quanto maior a capacidade/desempenho dos executivos, maior sua remuneração.	Quanto maior a capacidade/desempenho dos executivos, maior será o

			gerenciamento do resultado.
CFO	+/+	Quanto maior o fluxo de caixa operacional, maior será a remuneração.	Quanto maior o fluxo de caixa operacional, maior será a remuneração.
TBQ	+/+		Quanto maior o valor criado pela empresa, maior será o gerenciamento utilizado nos resultados a curto prazo.
ALAVAN	+/-	Quanto maior a alavancagem financeira, maior será os recursos investidos, esperando uma maior remuneração aos executivos.	Quanto maior a alavancagem financeira, menor será o fluxo de caixa livre a disposição do gestor, reduzindo o gerenciamento do resultado.
TAM	+/-	Quanto maior a empresa, maior serão os desafios e os riscos envolvidos, logo maior a remuneração dos executivos.	Quanto maior a empresa, maior os olhares voltados a ela, dessa forma inibe o gerenciamento do resultado.

No que concerne ao método econométrico para este estudo, optou-se por utilizar a técnica de dados em painel. Sendo assim, para identificar o tipo de dados em painel mais adequado às observações, fez-se necessário a aplicação de três testes: teste de Chow; teste Lagrange Multiplie (LM) de Breush-Pagan; e teste de Hausman. Os resultados demonstraram que para os dois modelos econométricos, o tipo de painel mais adequado é o *pooled*.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva com a média, o desvio padrão, o valor mínimo e máximo das variáveis utilizadas na presente pesquisa. Destaca-se que todos os resultados foram apresentados em termos brutos, contudo, para aplicar a técnica de regressão foi aplicado logaritmo neperiano nas variáveis, para suavizar a escala entre as mesmas.

Desta forma, tem-se que remuneração de executivo (EXEC), apresentou média de 9.238.580.395,00, com desvio padrão de 12.569.055,93 e mínimo e máximo de 6.000,00 e 196.168.414,00. A discrepância entre os valores de mínimo e máximo pode ser justificado pelos diversos tipos de setores que tem-se na amostra do estudo e tamanho das empresa. Ressalta-se que os resultados divergem do estudo de Chu e Song (2012) para empresas da Malásia, indicando que a remuneração dos gestores brasileiros é superior.

Tabela 1 – Análise Descritiva das Variáveis

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
EXEC	9.238.580.395	12.569.055	6.000	196.168.414
GEREN	1,40	13,83	-49,35	488,03
INV	98,69	3.583,90	0,0000	4270,52
CAP	1,79	478,12	-9904,35	13387,47
TBQ	1,66	46,31	-485,88	1.608,09
FCO	692.724	3.539.659	-2.570.977	56.322.101
ALAVA	2.4628	44.3922	0,0137	1608,24
TAM	8.603.971	38.482.917	130.988	752.966.638

Quanto a variável gerenciamento de resultado (GEREN), observa-se uma média de 1,40, com desvio padrão de 13,83. Esses achados divergem com os encontrados por Chu & Song (2012) para empresas da Malásia que apresentou resultados inferiores. Em relação a variável INV, verifica-se uma média de 98,69 com desvio padrão de 3.583,90, com mínimo e máximo de 0,0000 e 4.270,00 respectivamente.

No que concerne as variáveis de controle, observa-se que o fluxo de caixa operacional é apresenta resultados com maiores escalas entre si, com média de 692.724,80 e desvio-padrão de 3.539.650. Apresentando resultados superiores ao de Chu & Song (2012). Contudo, as demais variáveis obtiveram resultados que são parecidos. Destaca-se que as diferenças pode ser justificada pelas características de cada mercado.

4.2 MODELOS ECONOMÉTRICOS

Nesta seção, são apresentados os resultados da estimação da Equação 4 e 5, que verifica a inter-relação entre remuneração dos executivos, gerenciamento de resultado e investimento. Especificamente, a Tabela 2 apresenta os resultados referente a Equação 4 que tem como variável dependente a remuneração dos executivos. Nela, constam os valores dos coeficientes estimados, o R^2 , a estatística F, a estatística do teste de normalidade Jarque-Bera, a estatística de heterocedasticidade de White, a estatística do teste de autocorrelação e os respectivos *p-values*.

Tabela 2 – Relação da Remuneração de Executivo com Gerenciamento de Resultado e Investimento

Variáveis	Coefficiente	Desvio-padrão	Estatística t	P-value
GEREN	0,0006	0,0001	5,78	0,000
INV	0,0007	0,0001	6,93	0,000
CAP	-6,6600	0,0000	-0,86	0,393
TBQ	0,0021	0,0006	0,38	0,704
FCO	-0,2200	0,1947	-1,13	0,258
ALAVAN	0,1134	0,0525	2,16	0,031
TAM	0,0404	0,0199	2,03	0,043
Intercepto	18,6033	2,8194	6,60	0,000
R^2		0,0308	R^2 Ajustado	0,0217
Estatística F		9,53	<i>p-value</i>	0,000
Teste de Jarque-Bera		853,3	<i>p-value</i>	0,000
Teste de white		105,6039	<i>p-value</i>	0,0245
Teste Wooldridge		25,485	<i>p-value</i>	0,000
Observações		1393		

Nota: (1) Erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade e correlação serial usando Newey-West; (2) em nenhum modelo foi encontrada multicolinearidade verificada por meio do teste VIF;

Conforme observado na Tabela 2, os resultados evidenciam que a regressão mostrou-se significativa em termos estatísticos, ao nível de 1%, conforme teste F. Verifica-se também que a hipótese nula de homocedasticidade das variâncias foi rejeitada, ao nível de 5%, assim como a hipótese nula de correlação serial, ao nível de 1%. Dessa forma, os erros-padrão foram estimados usando Newey-West. Por fim, de acordo com o teste de Jarque-Bera, a hipótese nula de que os resíduos se distribuem normalmente foi rejeitada ao nível de 1%. Entretanto, conforme o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas, 1393 observações, o pressuposto pode ser relaxado (BROOKS, 2008). Quanto ao coeficiente de determinação, tem-se um valor de 0,0308.

Assim, tem-se que o gerenciamento de resultados (GEREN) apresenta um coeficiente positivo e significativo com remuneração de executivo (EXEC), conforme esperado. Segundo estudos como Healy e Wahlen (1999) e Chu e Song (2012), o gerenciamento de resultados acontece quando os gestores utilizam avaliações e julgamentos acerca da estruturação de operações para modificar os relatórios financeiros, principalmente para influenciar resultados contratuais que dependem dos números contábeis divulgados.

Nesse sentido, pode-se afirmar que o gestor utiliza-se de julgamentos e avaliações oportunistas sobre as operações da empresa, para proporcionar uma maior remuneração. Corroborando os argumentos teóricos, visto que, os resultados apontam que quanto maior o gerenciamento de resultado maior a remuneração dos gestores. Os achados também corroboram os estudos Chu e Song (2012) para o mercado da Malásia, Panucci Filho e Carmona (2016) e Hoff e Vicente (2016) para o mercado brasileiro.

Quanto a variável investimento (INV), verifica-se que também obteve um resultado positivo e significativo com EXEC, indicando que quanto maior o nível de investimento das empresas, maior será a remuneração dos executivos. Esses resultados convergem com o esperado, uma vez que, o retorno futuro sobre o investimento é atrelado a remuneração variável dos executivos, sendo assim, quanto mais investimento com valor presente líquido positivo a organização realizar, maior será o lucro da empresa e conseqüentemente, maior a remuneração dos executivos.

Atrelar a remuneração de executivo com o lucro dos novos investimentos é uma prática comum realizada pelas organizações, devido aos problemas de agências Kuhnen e Zwiebel (2008). Convém destacar, conforme Julio e Yook (2010) que em algumas situações, os administradores aceleram e/ou inflam os ganhos de um investimento, por meio do gerenciamento de resultados, para aumentar a sua compensação.

No que concernem as variáveis de controle, identifica-se que apenas alavancagem (ALAVAN) e tamanho (TAM) tiveram coeficientes significativos estatisticamente, indicando que a tanto o endividamento quanto o tamanho da empresa ajudam a explicar o a remuneração dos executivos, juntamente com o gerenciamento de resultados e o grau de investimentos. Os achados corrobora os estudos de Chu e Song (2012).

De um modo geral, verificou-se que o modelo proposto consegue explicar a variação da remuneração dos executivos, inclusive a inter-relação proposta não é sensível à inclusão das variáveis de controle, ou seja, a inter-relação ainda se sustenta, mesmo utilizando *proxies* que por si só já explicariam a variação da remuneração dos executivos.

Na Tabela 3 é explorada a inter-relação entre gerenciamento de resultado, remuneração de executivo e investimento, tendo como variável depende gerenciamento de resultado (GEREN). Nela, constam os valores dos coeficientes estimados, o R^2 , a estatística F, a estatística do teste de normalidade Jarque-Bera, a estatística de heterocedasticidade de White, a estatística do teste de autocorrelação e os respectivos *p-values*.

Assim, os resultados evidenciam que a regressão mostrou-se significativa em termos estatísticos, ao nível de 1%, conforme teste F. Verifica-se também que a hipótese nula de homocedasticidade das variâncias foi rejeitada, ao nível de 1%, enquanto que a hipótese nula de correlação serial, não pode ser rejeitada. Desse modo, os erros-padrão foram estimados usando Huber-White. Por fim, de acordo com o teste de Jarque-Bera, a hipótese nula de que os resíduos se distribuem normalmente foi rejeitada ao nível de 1%. Entretanto, conforme o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas, 1393 observações, o pressuposto pode ser relaxado (BROOKS, 2008). Quanto ao coeficiente de determinação, tem-se um valor de 0,8668.

Tabela 3 – Relação do Gerenciamento de Resultado com a Remuneração de Executivo e Investimento

Variáveis	Coefficiente	Desvio-padrão	Estatística t	P-value
EXEC	0,4819	0,3600	1,34	0,181
INV	-0,7670	0,0638	-12,03	0,000

CAP	0,0005	0,0004	1,14	0,255
TBQ	0,0201	0,0104	1,92	0,054
FCO	7,1983	6,7376	1,07	0,286
ALAVAN	-0,7021	2,1144	-0,33	0,740
TAM	-2,2353	1,8735	-1,19	0,233
Intercepto	-82,1027	75, 2274	-1,09	0,275
R²		0,8668	R² Ajustado	0,865
Estatística F		25,22	p-value	0,000
Teste de Jarque-Bera		3.400	p-value	0,000
Teste de white		1.293,806	p-value	0,000
Teste Wooldridge		0,654	p-value	0,419
Observações		1393		

Nota: ⁽¹⁾ Erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade usando matriz robusta de Huber-White;⁽²⁾ em nenhum modelo foi encontrada multicolinearidade verificada por meio do teste VIF;

Quanto a variável remuneração de executivo, observa-se que não apresentou significância estatística, contrariando o esperado. Esperava-se que um maior nível de gerenciamento de resultado fosse explicado por um aumento na remuneração dos executivos. Desta forma, considerando os resultados da Tabela 2, tem-se que não existe inter-relação entre as variáveis. Apesar do GEREN explicar a remuneração dos executivos o inverso não ocorre, conforme os resultados. Esse achado, diverge dos apresentados por Chu e Song(2012).

A variável INV, obteve um coeficiente negativo e significativo, condizente ao esperado. O nível de investimento da organização apresenta uma relação negativa com gerenciamento de resultado, uma vez que este fator impacta diretamente tanto na necessidade do gestor gerar caixa para cobrir juros e amortização da dívida, o que gera uma redução de caixa livre para o gestor e a sua flexibilidade para gerenciar resultados.

Sendo assim, os resultados mostram uma relação negativa, isto é, que ao aumentar o nível de investimento, os gestores reduzem o gerenciamento de resultado. Outra justificativa poderia ser o risco assumido pelos gestores ao gerenciar os resultados, desse modo, ao obter um nível de investimento considerado como eficaz, os gestores evitariam o risco do gerenciamento. Ressalta-se que o modelo se mostra significativo, inclusive com a inclusão das variáveis de controle.

5 CONCLUSÃO

O presente artigo tem como objetivo analisar a inter-relação entre remuneração de executivo, gerenciamento de resultado e investimento. A amostra do estudo contou com 232 empresas listadas na B3. Assim, os resultados evidenciaram que existe sim uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e o gerenciamento de resultados, portanto a hipótese 1 do estudo não pode ser rejeitada.

Além disso, observou-se que existe sim uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados e o investimento, logo a hipótese 2 do estudo não pode ser rejeitada. Uma vez que o aumento do gerenciamento do resultado deixa claro para o gestor a real rentabilidade dos negócios, desencorajando um aumento no nível de investimentos. Por fim, tem-se que existe sim uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e o investimento. Portanto, a hipótese 3 desse estudo não pode ser rejeitada. Contudo, observa-se que apesar de separadamente serem encontradas significância estatística entre as variáveis, temos que a

inter-relação esperada não foi identificada, uma vez que a remuneração de executivos não explica o gerenciamento de resultados.

Desse modo, verificou-se que apesar dos itens estudados, Gerenciamento de Resultados, Remuneração de Executivos e Investimentos possuem relação entre si, não conseguimos identificar uma inter-relação. Espera-se com esse estudo contribuir para construção de políticas que possam reduzir os problemas de agência das organizações, assim como, fornecer informações que auxiliem os investidores a alocarem seus recursos de forma eficiente, visando a maximização da sua utilidade pessoal.

REFERÊNCIAS

Bebchuk, L., & Fried, J. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17, 71–92.

Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of financial economics*, 80(3), 511-529.

Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of accounting and economics*, 48(2), 112-131.

Brooks, C. (2008). *Introductory econometrics for finance*. 2. ed. *Cambridge: Cambridge University Press*.

Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.

Chu, E. Y., & Song, S. I. (2012). Executive compensation, earnings management and over investment in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8 (1), 13–37.

Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.

Gomariz, M. F. C., & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40, 494-506.

Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 85-107.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 405-440.

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

Hoff, J., & Vicente, E. F. R. (2016). O Gerenciamento de Resultados e a Remuneração Variável dos Executivos das Companhias Brasileiras Listadas na Bm&Fbovespa. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(2), 64-81.

Julio, B., & Yook, Y. (2010). Earnings management and corporate investment decisions. Paper presented at Asian Finance Association International Conference, 29 June–1 July, Hong Kong.

Kim, J., & Mahoney, J. T. (2005). Property rights theory, transaction costs theory, and agency theory: an organizational economics approach to strategic management. *Managerial and decision economics*, 26(4), 223-242.

Kothari, S.P., A.J. Leone, and C.E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 163-197.

Kuhnen, C., & Zwiebel, J. (2008). Executive pay, hidden compensation and managerial entrenchment. Working paper, Stanford University.

Li, K. K., & Tang, V. W. (2008, March). Earnings quality and future capital investment: Evidence from discretionary accruals. In AAA 2007 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Meeting Papers.

Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting horizons*, 3(4), 91-102.

Machado, D. G., & Beuren, I. M. (2014). Gerenciamento de resultados: análise das publicações em periódicos brasileiros de contabilidade. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 33(1), 19-36.

Martins, O. S., & Paulo, E. (2014). Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 33-45.

McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions?. *The Accounting Review*, 83(6), 1571-1603.

Panucci-Filho, L., & de Montreuil Carmona, L. J. (2016). Evidências de Gerenciamento de Resultados nos Sistemas de Recompensas de Executivos: um Estudo em Empresas com Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(3), 154-176.

Srinidhi, B.N., and F.A. Gul. 2007. The differential effects of auditors' nonaudit and audit fees on accrual quality. *Contemporary Accounting Research* 24 (2): 595-629.

Wysocki, P., 2008. Assessing earnings and accruals quality: U.S. and international evidence. Working Paper, MIT.