

CEOPay and BoardPay versus Real Earnings Management: uma Análise de Empresas Brasileiras

CEOPay and BoardPay versus Real Earnings Management: An Analysis of Brazilian Companies

Artigo recebido em 26/04/2022 e aceito em: 26/09/2022

Ismael Barbosa

Guaratuba-PR
Mestre em Contabilidade pela FACIC-UFU¹
Professor da ISEPE²
barbosamg@yahoo.com.br

Diego Batista Silva Carvalho

Uberlândia-MG
Mestrando em Administração pela UFU¹
Analista de Negócios Sr.
professordiegoc@gmail.com

Fernanda Maciel Peixoto

Uberlândia-MG
Doutora em Administração pela CEPEAD-UFMG¹
Professora Associada do FAGEN-UFU
fmacielpeixoto@gmail.com

Luciana Carvalho

Uberlândia-MG
Doutora em Economia pela IERI-UFU¹
Professora Associada do FAGEN-UFU
lucarvalho@ufu.br

RESUMO

Este estudo analisa se a compensação dos executivos e do conselho de administração influencia no Real Earnings Management (REM) de firmas do índice IBRX50 no período 2017-2020. Adotou-se regressão em painel, considerando como variável dependente o nível de REM mensurado a partir de Roychowdhury (2006). Como principais resultados, constatou-se que há relação inversa entre compensação do CEO e REM e relação também inversa entre compensação do conselho e REM. Diferentemente de estudos anteriores que focam no gerenciamento de resultados

contábeis, este estudo foca no gerenciamento de resultados operacionais, não tendo sido encontrado no Brasil nenhum estudo dessa natureza, e, ainda, cruzado com compensação do gestor/conselheiro, lançando um novo olhar sobre as práticas de earnings management e compensação para firmas brasileiras.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados Reais, Compensação da Diretoria Executiva, Compensação do Conselho de Administração, Empresas Brasileiras.

ABSTRACT

This study analyzes if the compensation of executives and the board of directors influences the Real Earnings Management (REM) of firms in the IBRX50 index in the period 2017-2020. We used panel regression, considering the level of REM as the dependent variable measured from Roychowdhury (2006). As main results, we find that there is an inverse relationship between CEO compensation and REM and also an inverse relationship between board compensation and REM. Unlike previous studies that focus on the management of accounting results, this study focuses on the management of operating results, and we did not find in Brazil any study of this nature, which also crossed with the compensation of the manager/director, taking a new perspective at the earnings management and compensation practices for Brazilian firms.

Keywords: Real Earnings Management, Executive Board Compensation, Board Compensation, Brazilian Companies

1 INTRODUÇÃO

A relação entre compensação do gestor e qualidade das informações reportadas não é clara na literatura de finanças (ALKEB-SEE; ALHEBRY; TIAN, 2022). De acordo com Alkebsee, Alheby e Tian, (2022), a estrutura de compensação dos gestores tem papel-chave nas deliberações relacionadas ao Gerenciamento de Resultados (GR). Conforme a teoria de agência, o uso de compensação baseada em ações para executivos pode aliviar os problemas de agência ao aliar os interesses de gestores aos de acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Entretanto, a compensação variável pode gerar conflitos de interesse entre gestor e acionista ao criar incentivos para os gestores se engajarem em práticas de gerenciamento de resultados (YE, 2014). Subtendendo-se que as relações Compensação do Conselho e GR

1 FACIC-UFU – Faculdade de Ciências Contábeis - Universidade Federal de Uberlândia – Uberlândia – MG – CEP. 38400-902

2 ISEPE - Faculdade do Litoral Paranaense e Instituto Superior de Educação de Guaratuba – Guaratuba - PR – CEP. 83280-000

3 FAGEN-UFU – Faculdade de Gestão e Negócios – Uberlândia – MG – CEP. 38400-902

4 IERI-UFU – Instituto de Economia e Relações Internacionais – Universidade Federal de Uberlândia – Uberlândia – MG – CEP. 38400-902

e compensação do executivo e GR sejam semelhantes, no entanto, tem-se na primeira relação, de um lado o acionista, cujo objetivo é o de maximizar o valor da firma; do outro o gestor, cujo objetivo é o de maximizar seus interesses individuais e, intermediário, tem-se o conselheiro de administração, que busca fiscalizar o primeiro em prol do segundo e do valor da firma (HERMALIN; WESBACH, 2003).

Jensen e Murphy (1990) citam que a política de remuneração aos gestores pode auxiliar no alinhamento de interesses entre o acionista e o gestor de diversos modos: (1) revisão de salários e bônus; (2) utilização de opções de ações; e (3) ameaça de demissão de executivos. Murphy (1999) acrescenta ao rol: planos de bônus anuais, incentivos de longo prazo e planos de aposentadoria.

Para Schipper (1989), gestores oportunistas podem diminuir a qualidade das informações contábeis, que são divulgadas por meio de práticas de GR com o desejo de aumentarem seus ganhos. Isso acontece quando os gestores se utilizam de julgamento e passam a manipular a elaboração das demonstrações financeiras visando alterar as informações divulgadas, induzindo a percepção dos stakeholders em relação ao desempenho da organização (HEALY; WAHLEN, 1999).

Martinez (2013) define o Gerenciamento de Resultados como uma prática de escolhas contábeis discricionárias e/ou escolhas operacionais ou de critérios para fazer a apresentação das demonstrações contábeis, valendo-se o contador/gestor das limitações dos padrões contábeis para promover modificações nos resultados divulgados e influenciando, assim, a percepção dos usuários em relação aos fatos contábeis transmitidos.

Para minimizar o GR, surge a governança corporativa que busca reduzir os problemas de agência (GHOUMA; BEN-NASR; YAN, 2018), possibilitando maior nível de controle e monitoramento dos negócios por parte dos gestores e, também, pelos acionistas. Segundo a Teoria de Agência, a compensação do gestor e a do conselheiro de administração são vistas como mecanismos de GC que buscam reduzir os problemas de agência (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011). No entanto, percebe-se que ambas (remuneração do gestor e do conselheiro) podem trazer resultados contrários ao esperado pela referida teoria na medida que o gestor ou o conselheiro, desejosos de uma remuneração ainda maior, poderiam utilizar as ferramentas de GR e manipular os resultados para que eles estejam “artificialmente” conforme os interesses dos acionistas (ALKEBSEE; ALHEBRY; TIAN, 2022).

Com base no cenário apresentado, elaboraram-se as seguintes questões de pesquisa: **(1) Qual é a relação entre a compensação dos executivos e o gerenciamento de resultados reais de empresas brasileiras?** **(2) Qual é a relação entre a compensação dos conselheiros de administração e o gerenciamento de resultados reais de empresas brasileiras?**

Esse estudo adotou regressão em painel para avaliar as empresas do índice IBRX50 da B3. O período pesquisado envolveu os anos de 2017 a 2020 por se tratar de três anos anteriores à pandemia Covid-19 no Brasil e o ano efetivo de sua instauração. Como proxy para Gerenciamento de Ganhos Reais (REM), adotou-se o indicador de Roychowdhury (2006), o qual se baseia no conceito de GRO (Gerenciamento de Resultados Operacional). Não foi encontrado nenhum outro estudo no Brasil que tratasse de *Real Earnings Management* (REM) conjugado com compensação do gestor e do conselho de administração. Mesmo no exterior, a literatura sobre o tema é escassa e temos como exemplo o estudo de Alkebsee, Alheby e Tian (2022), porém não trata de remuneração do conselheiro. Este estudo contribui com a literatura de finanças ao lançar um novo olhar sobre a relação entre compensação do gestor e do conselheiro e *Earnings Management* no Brasil.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Earnings Management

O gerenciamento de resultados (GR) é uma expressão utilizada para designar um conjunto de práticas adotadas por gestores e contadores com o intuito de obter os resultados contábeis desejados que, normalmente, decorrem de manipulações de dados dentro dos limites legais (MARTINEZ; CARDOSO, 2009). Martinez e Cardoso (2009) argumentam que há duas formas de gerenciamento de resultados, quais sejam: GR por meio de decisões contábeis, que eles chamam de Gerenciamento de Resultados Contábeis (GRC), e GR por meio de decisões operacionais, que eles intitulam de Gerenciamento de Resultados Operacionais (GRO). Segundo esses autores, o primeiro tipo envolve as práticas contábeis utilizadas pela firma e o segundo tipo abrange as decisões operacionais envolvidas nas vendas, no nível de produção, bem como nas despesas de vendas, gerais e administrativas (GUNNY, 2005). De acordo com Martinez (2008), o GRC é focado nos *accruals*, que são a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido, isto é, as contas de *accruals* são aquelas contas de resultado que entraram no cálculo do lucro, mas que não implicam em movimentação de caixa (exemplo: depreciação).

Para Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2016), Martinez e Cardoso (2009) e Roychowdhury (2006), existe a possibilidade de as empresas utilizarem essas duas formas de gerenciamento de resultados (GRC e GRO) simultaneamente durante o exercício. Assim, a análise do gerenciamento com base apenas em *accruals* se torna incompleta, uma vez que o valor total surge da soma do valor gerenciado a partir das escolhas contábeis com o montante gerenciado pelas decisões operacionais.

2.2. Earnings Management e Compensação dos executivos

A busca por melhores instrumentos de compensação aos executivos surge da necessidade de se encontrar uma maneira adequada de monitorar as suas ações e incentivá-los a zelar pela maximização do valor da firma (AMZALEG *et al.*, 2014). Visando avaliar os determinantes da remuneração executiva (CHEN *et al.*, 2019), a compensação dos executivos tem sido investigada com frequência em estudos da área de finanças (ESSEN; OTTEN; CARBERRY, 2012).

A remuneração executiva é composta por uma parte fixa e uma parte variável: o salário nominal, o valor monetário recebido pela realização de tarefas, e os instrumentos relacionados aos resultados, que incluem bônus anual, opções de ações e os planos de incentivos de longo prazo (SUNDARAM; YERMARK, 2007).

A literatura tem documentado que a remuneração dos executivos é uma motivação fundamental para os gerentes se envolverem na manipulação de ganhos (WANG; ZHANG, 2019). Assim, a estrutura de remuneração possui um papel importante no desempenho dos executivos. Embora tenha o objetivo de alinhar os interesses dos executivos com os de acionistas, a remuneração com base na equidade dos executivos pode também inflar os lucros, pois os incentivos de capital estão vinculados ao preço das ações.

O uso dos números contábeis e financeiros para determinar a bonificação dos executivos tem a vantagem de ser um método claro e objetivo (MACHADO; BEUREN, 2015). No entanto, esse método está sujeito à manipulação contábil, sendo importante que existam diferentes formas de remuneração e de incentivos para que se tenha um modelo eficiente de remuneração executiva (MURPHY, 1999).

Os gestores/executivos podem fazer uso das decisões operacionais para influenciar e, em certos casos, manipular a verdadeira capacidade da firma em relação ao mercado, distorcendo, dessa forma, os resultados da empresa e a realidade econômica das organizações (ALI; ZHANG, 2015).

Para identificar a influência da política de remuneração dos executivos sobre o GR contábil e operacional de empresas do segmento industrial do Brasil, EUA e Inglaterra, no período de 2007 a 2010, Machado (2012) constatou que as empresas dos EUA apresentaram maior remuneração. No entanto, o maior nível de GR foi encontrado para as empresas inglesas e os maiores *accruals* discricionários foram identificados nas empresas brasileiras.

O estudo de Assenso-Okofu, Ali e Ahmed (2021) buscou examinar os efeitos da crise financeira global de 2008 sobre os diretores executivos (CEO) e a relação de remuneração e GR. Especificamente, os autores pesquisaram se a crise financeira moderou a relação entre bônus do CEO e acréscimos discricionários. Os resultados indicaram que há relação entre a remuneração do CEO e mudanças no GR em momentos de crise.

Alkebsee, Alheby e Tian (2022) investigaram a associação entre a compensação dos Chief Executive Officers (CEOs) e a compensação dos Chief Financial Officers (CFOs) e o Gerenciamento de Resultados Reais (REM). Os autores usaram dados de todas as empresas listadas nas bolsas de Shanghai e de Shenzhen no período de 2009 a 2017. Eles constataram que a compensação dos CEOs e CFOs está associada ao REM para sua amostra e que a remuneração do CFO tem uma influência mais significativa no REM do que a remuneração do CEO, sugerindo que o conhecimento financeiro e contábil do CFO fortalece seu poder sobre a qualidade dos relatórios financeiros.

Já no trabalho de Assenso-Okofu, Ali e Ahmed (2021), foi abordada a influência moderadora da governança corporativa na relação entre a remuneração do CEO e o gerenciamento de ganhos na Austrália. Os autores usaram dados de empresas listadas na Bolsa da Austrália no período de 2005 a 2010. Os resultados indicam uma relação positiva entre a remuneração do CEO e o gerenciamento de resultados, demonstrando também que a compensação do CEO e o GR são influenciados pela economia do ambiente.

Neste estudo, optou-se por seguir a linha dos autores Assenso-Okofu, Ali e Ahmed (2021) e Sousa e Ribeiro (2020), os quais apontam que, quando os CEOs são bem remunerados, ocorre, em geral, menor nível de REM. Assim, elaborou-se a hipótese 1:

H1: Quanto maior a remuneração anual da diretoria executiva, menor o nível de *Real Earnings Management*.

2.3. Earnings Management e Compensação do Conselho de Administração

O conselho de administração assume um papel estratégico no sistema de governança corporativa das firmas, tendo suas funções se expandido ao longo dos anos (DAH; FRYE, 2017). De acordo com Collins, Chen e Melessa (2017), o conselho de administração tem funções amplas e diversificadas, tais como: contribuir com a elaboração de estratégias da firma; representar os interesses dos acionistas/sócios; acompanhar e fiscalizar o trabalho dos executivos/gestores de forma imparcial; realizar a gestão de riscos e o planejamento sucessório; garantir a integridade na elaboração de relatórios financeiros, dentre outras funções.

A literatura que trata da governança corporativa, os códigos do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a cartilha da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) mostram a necessidade de

haver conselheiros independentes e de separar as funções de presidente do conselho e do CEOs, além de apontar sugestões quanto ao tamanho "ótimo" do conselho para melhorar sua coordenação e eficácia (PEIXOTO *et al.*, 2014).

Quando está bem estruturado e segundo as boas práticas de governança corporativa, o conselho de administração se torna o guardião dos interesses dos proprietários (HERMALIN; WEISBACH, 2003). Porém, como percebido por Ribeiro e Colauto (2016), ao ter um aumento ou redução da quantidade de membros do conselho de administração, isso está relacionado com a prática de gerenciamento de resultados. Outro ponto que se deve levar em consideração é que a dualidade de funções CEO/Presidente do Conselho acaba reduzindo a eficiência da gestão, aumentando as chances de se violarem os princípios contábeis, e elevando a chance das práticas de GR (CHEN; CHENG; WANG, 2015).

Quando se estuda a compensação na perspectiva do conselho de administração, sugere-se que a melhor alternativa de compensação envolve uma negociação entre o conselho e o CEO (ELNAHASS; SALAMA; TRINH, 2020). Em situações em que os gestores têm uma maior discricionariedade para tomada de decisões (JENSEN; MECKLING, 1976), o conselho de administração tem a função de estabelecer os pacotes para fazer compensações que sejam capazes de estabelecer o alinhamento de interesses entre acionistas e gestores.

Para Li e Singal (2019), o incentivo por meio da remuneração dos executivos possibilita que as empresas obtenham, no final do período, um aumento em seu desempenho contábil. Com vistas a controlar os excessos de compensação e fazer com que os acionistas recuperem a confiança na gestão do conselho, vários autores (RYAN; WIGGINS, 2004) propõem o aumento do nível de independência do Conselho de Administração.

O trabalho de Oxelheim e Clarkson (2014) examinou como deve ser feita a remuneração do presidente do conselho sem afetar seus esforços de monitoramento dos resultados da empresa. Usaram como amostra as empresas públicas suecas listadas de 2005 a 2009. Os resultados demonstraram que há existência de relação positiva significativa entre a remuneração do presidente em um ano e a remuneração do CEO no ano anterior.

A pesquisa de Du, Jian e Lai (2017) investigou o poder de monitoramento que os conselheiros independentes possuíam para impedir o GR. A amostra foi composta por companhias abertas chinesas no período de 2004 a 2012. Para a análise do GR, utilizaram o modelo Jones modificado, conforme Dechow, Sloan e Sweeney (1995). Os resultados evidenciaram que o GR era menos evidente, em comparação a outros tipos de empresas. Concluíram que os conselheiros independentes aprimoravam o monitoramento dos gestores e das demonstrações contábeis. Com base no exposto pela literatura, surgiu a seguinte hipótese:

H2: Quanto maior a remuneração anual dos Conselheiros de Administração, menor o nível de *Real Earnings Management*.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra e fonte de dados

A amostra desta pesquisa envolveu as 50 empresas do índice IBRX50, conforme adotado por Lima *et al.* (2020). O IBRX 50 é o indicador do desempenho médio das cotações dos 50 ativos de maior negociabilidade do mercado de ações brasileiro. Neste estudo, foi coletada na B3 a composição do índice de outubro de 2021. Após retirar a Petrobrás, cujas ações eram preferenciais e ordinárias (mantendo somente as ordinárias), a amostra final totalizou 49 firmas.

Selecionou-se o período de 2017 a 2020, envolvendo três anos de período pré-pandemia da Covid-19 no Brasil e ano efetivo da instauração da pandemia, sendo as informações coletadas na base *Econômica*® e na CVM. Da primeira base, foram retirados os dados econômico-financeiros e, da segunda, foram retirados os dados de governança corporativa. Os dados de GC foram coletados manualmente. Informações relacionadas à compensação do gestor e à compensação do conselho de administração foram coletadas nos Formulários de Referência da CVM.

O método de análise foi a regressão com dados em painel. Como variável dependente, em todos os modelos, considerou-se o nível de *Real Earnings Management*. O REM foi calculado como a junção de três *proxies* de Roychowdhury (2006), sendo elas: operações anormais de fluxo de caixa, custos de produção anormais e despesas discricionárias anormais. A seguir, será explicado cada um desses componentes:

Operações anormais de fluxo de caixa: as empresas gerenciam seus ganhos acelerando o momento das vendas e aumentando os ganhos, oferecendo descontos e condições de crédito tolerantes. Para calcular as operações de fluxo de caixa anormais, usou-se a seguinte regressão (ROYCHOWDHURY, 2006):

$$AbnCFO_{ti} \frac{CSFO_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * 1/A_{t-1} + \beta_2 * (\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Onde CFO_t é o fluxo de caixa das operações no ano t ; A_{t-1} é a defasagem dos ativos totais no ano t ; S_t é o total de vendas em um ano t ; e ΔS_t é a variação no total de vendas durante o ano t .

Custos de produção anormais: Os gerentes também podem manipular os ganhos, reduzindo o custo das mercadorias vendidas pela produção de mais produtos do que o necessário para alocar custos em muitas unidades, o que aumenta a margem de lucro (PAPAS; WALSH; XU, 2019). Para calcular os custos de produção anormais, utilizou-se o seguinte cruzamento de modelos de regressão seccionais (ROYCHOWDHURY, 2006):

$$AbnPROD_{ti} \frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * 1/A_{t-1} + \beta_2 * (S_t/A_{t-1}) +$$

$$+ \beta_3 * (\Delta S_t/A_{t-1}) + \beta_4 * (\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Onde $PROD_t$ são os custos de produção no período (t); ΔS_{t-1} é a diferença entre as vendas totais nos anos atuais e anteriores; e as demais variáveis são similares às já definidas na equação 1.

Despesas discricionárias anormais: A maneira convencional de manipular lucros é gerenciando despesas como as de pesquisa e desenvolvimento (P&D), publicidade, vendas e administração, treinamento e manutenção de funcionários. Nesse caso, os gerentes podem, por exemplo, atrasar despesas de P&D ou reduzir gastos com publicidade para reduzir a saída de caixa e aumentar o lucro.

Para calcular as despesas discricionárias anormais, utilizou-se o seguinte modelo de regressão (ROYCHOWDHURY, 2006):

$$AbnDISEXPEN_{ti} \frac{EXPEN_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * 1/A_{t-1} + \beta_2 * (S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Onde $DISEXPEN_t$ são despesas discricionárias; e as demais variáveis são aquelas definidas na equação (1). Uma vez que se usa o REM consolidado para medir a variável dependente, usa-se a metodologia de Roychowdhury (2006) para calcular o REM:

$$REM_{t,i} = AbnCFO_{t,i} * + AbnDISEXP_{t,i} ** - AbnPROD_{t,i} ***$$

Onde $REM_{t,i}$ é o REM abrangente na empresa (i) no ano (t); e $AbnCFO_{t,i}$ são as operações de fluxo de caixa anormais na empresa (i) no ano (t), que é o resíduo calculado na equação (1). $AbnDISEXP_{t,i}$ é a despesa discricionária anormal na empresa (i) no ano (t), que é o resíduo calculado na equação (2). Finalmente, $AbnPROD_{t,i}$ é o custo de produção anormal em empresa (i) no ano (t), que é o resíduo calculado na equação (3).

3.2 Variáveis selecionadas na pesquisa

A Tabela 1 descreve as variáveis utilizadas nesta pesquisa.

Tabela 1 – Variáveis da Pesquisa

VARIÁVEL	MÉTRICA	RELAÇÃO ESPERADA	AUTORES	FONTE DE COLETA
DEPENDENTE				
REM Real Earnings Management	REM t, i = AbnCFO _{t,i} * + AbnDISEXP _{t,i} ** - AbnPROD _{t,i} ***	-	Guo et al. (2015); Roychowdhury (2006);	Econômica
INDEPENDENTES				
BOARDINDEP	Percentual de membros independentes do conselho de administração.	Sinal positivo	Duru, Iyengar e Zampelli (2016).	CVM FR 12.5/6
CEODUALITY	Variável dummy igual a 1 se o CEO for também o presidente do Conselho e 0, caso contrário.	Sinal negativo	Brandão et al. (2019); Duru, Iyengar e Zampelli (2016).	CVM FR 12.5/6
BIGFOUR	Variável dummy igual a 1 se a empresa for auditada por uma das quatro grandes empresas de auditoria independente e 0, caso contrário.	Sinal positivo	Devos, Huang e Zhou (2021).	CVM Formulário de Referência 2.1/2.2
CEOLONG	Longo mandato do CEO é uma variável dummy que é igual a 1 para o CEO que esteve ocupando o cargo durante todo o período analisado e 0, caso contrário.	Sinal negativo	Dal Magro, Dani e Klann (2019).	CVM Formulário de Referência 12.5/6

VARIÁVEL	MÉTRICA	RELAÇÃO ESPERADA	AUTORES	FONTE DE COLETA
CHAIRMAN LONG	Longo mandato do Chairman é uma dummy que é igual a 1 para o Pres. Conselho que esteve ocupando o cargo durante todo o período analisado e 0, caso contrário.	Sinal negativo	Adaptado de Dal Magro, Dani e Klann (2019).	CVM Formulário de Referência 12.5/6
CEOPAY	O logaritmo da remuneração média anual da Diretoria Executiva (CEOs) da empresa.	Sinal negativo (Hipótese 1)	Hossain e Monroe (2015); Alkebeese, Alkebeese e Tian (2022).	CVM Formulário de Referência, 13.2.
BOARDPAY	O logaritmo da remuneração média anual do Conselho de Administração da empresa.	Sinal negativo (Hipótese 2)	Oxelheim e Clarkson (2015); Zittei, Moura e Hein (2015),	CVM Formulário de Referência, 13.2.
CONTROLE				
BOARDSIZE	Número de membros do Conselho de Administração.	Positiva	Duru, Iyengar e Zampelli (2016); Guo et al. (2015).	CVM Formulário de Referência, 13.2.
CFO	Fluxo de caixa das operações do ano t escalonado pelos ativos totais do início do ano t.	Positiva	Dal Magro, Dani e Klann (2019); Guo et al. (2015), Roychowdhury (2006).	Economática
TAM	Log do ativo total no ano t.	Positiva	Dal Magro, Dani e Klann (2019); Guo et al. (2015); Kim, Wang e Zhang (2019).	Economática
ALAVANC it-1	Dívida total ponderada pelos ativos totais no início do ano t.	Positiva	Dal Magro, Dani e Klann (2019).	Economática
ROA it-1	Retorno sobre os ativos no início do ano t.	Negativa	Dal Magro, Dani e Klann (2019); Guo et al. (2015); Kim, Wang e Zhang (2019).	Economática
PERDA it-1	Variável dummy que é igual a um (1) para empresas com prejuízo líquido para o ano t-1 e zero (0), caso contrário.	Negativa	Dal Magro, Dani e Klann (2019).	Economática

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.3 Modelos econométricos

Foram construídos dois modelos de regressão em painel desbalanceado. Como variável dependente, em todos os modelos, considerou-se o nível de REM. O modelo 1 analisou se a remuneração média anual da diretoria executiva influencia no REM. Além disso, foram verificados a duração do mandato dos diretores executivos, a independência do conselho, a dualidade do CEO, o tamanho do conselho e se o fato de a empresa ser auditada por uma das Big4 influencia no nível de GR real. Espera-se que, segundo Harakeh, El-Gammal e Matar (2019), quanto maior a remuneração média anual da diretoria executiva, menor será o nível de REM.

$$REM = \beta_0 + \beta_1 ceopay + \beta_2 ceolong + \beta_3 boardindep + \beta_4 ceoduality + \beta_5 boardsize + \beta_6 bigfour + \beta_7 alavanc_{it-1} + \beta_8 roa_{it-1} + \beta_9 perda_{it-1} + \beta_{10} cfo + \beta_{11} tamanho + \varepsilon_{it}$$

Já o segundo modelo analisou se a remuneração média anual do conselho de administração influencia no REM das firmas. Ademais, foi verificado se o mandato do presidente do conselho (*Chairmanlong*), a independência do conselho, a dualidade do CEO, o tamanho do conselho e o fato de a empresa ser auditada por uma das Big4 influencia no nível de GR real das firmas. De

acordo com Dal Magro, Dani e Klann (2019), que estudaram a remuneração do conselho de administração; um maior GR ocorrerá quando houver longos mandatos dos presidentes dos conselhos de administração.

$$REM = \beta_0 + \beta_1 boardpay + \beta_2 chairmanlong + \beta_3 boardindep + \beta_4 ceoduality + \beta_5 boardsize + \beta_6 bigfour + \beta_7 alavanc_{it-1} + \beta_8 roa_{it-1} + \beta_9 perda_{it-1} + \beta_{10} cfo + \beta_{11} tamanho + \varepsilon_{it}$$

Para a definição dos modelos, foi realizada uma análise de normalidade. Além disso, realizou-se o teste *Variance Inflation Factor* (VIF), o qual apresentou média abaixo de 10 para todas as variáveis, indicando que não há multicolinearidade entre as variáveis. Os resultados dos testes de Breusch e Pagan e de Chow apontaram que o modelo de efeitos aleatórios é o melhor para ambos os modelos. Para os Testes de Wald e de Wooldridge, não foi identificada heterocedasticidade e autocorrelação.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 2 apresenta a descrição das variáveis da pesquisa, contendo médias, desvio padrão, valores mínimos e máximos para cada uma delas.

Tabela 2 – Descrição das variáveis

VARIÁVEIS	OBSERVAÇÕES	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
CEOPAY	237	R\$49.300.000,00	R\$96.500.000,00	0	R\$654.000.000,00
BOARDPAY	243	R\$8.273.946,00	R\$13.000.500,00	R\$57.094,20	R\$79.500.000,00
BOARDINDEP	230	40,35934	23,40672	0	100
BOARDSIZE	230	9,426087	4,102531	3	28
ALAVAC	209	0,59	2,50	0	34,8
ROA	244	5,968018	6,56433	0,061327	35,32721
CFO	209	0,1019223	0,3850979	0,0000405	5,201724
TAMANHO	245	17,38973	1.612919	13,27332	21,34802

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados da pesquisa.

Os resultados da Tabela 2 demonstram que a média da remuneração da diretoria executiva foi de R\$ 49.300.000,00 e a média da remuneração do conselho de administração foi de R\$ 8.273.946,00. Ainda em relação aos dados descritivos, verificando-se as variáveis dummy definidas para o estudo, têm-se as distribuições de frequência, como exposto na Tabela 3.

Tabela 3 - Distribuição de frequência das variáveis dummy

VARIÁVEL	OBSERVAÇÕES	DUMMY ⁰	DUMMY ¹
CEOLONG	245	110	135
BIGFOUR	245	196	49
CEODUALITY	245	243	2
CHAIRMANLONG	245	140	105

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados da pesquisa.

Tabela 4 - Correlação de Pearson entre as variáveis da pesquisa

VARIÁVEIS	CEOPAY	BOARD PAY	BOARD INDEP	BOARD SIZE	ALAVAC	ROA	CFO	TAMANHO
CEOPAY	1							
BOARDPAY	0,6318*	1						
BOARDINDEP	-0,0378	0,0471	1					
BOARDSIZE	0,1757*	0,2855*	-0,0227	1				
ALAVAC	0,0265	-0,0083	-0,1586*	0,0161	1			
ROA	-0,1603*	-0,1331*	-0,037	-0,1359*	0,0269	1		
CFO	0,0546	0,0101	-0,1458*	-0,014	0,9707*	0,0684	1	
TAMANHO	0,4177*	0,3264*	-0,2319*	0,2652*	0,2244*	-0,1744*	0,1809*	1

Nota: a) (*) estatisticamente significativa ao nível de 10%; b) ausência de asterisco representa coeficiente não significativo.

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados da pesquisa.

Os resultados obtidos com a análise da correlação demonstram que exatamente as duas variáveis remuneração anual dos executivos (CEOPAY) e a remuneração anual dos conselheiros de administração (BOARDPAY), utilizadas nos modelos para medir as hipóteses da pesquisa, possuem correlação significativa e positiva entre si. Verifica-se também uma correlação significativa, porém negativa, entre as variáveis de remuneração dos executivos e do conselho de administração com o ROA. Para o estudo, ainda pode-se destacar as correlações da variável tamanho da firma, que apresentou significância com todas as outras variáveis.

A frequência das variáveis dummy utilizadas na pesquisa demonstra que, para a variável CEOLONG, têm-se 135 observações que apontam que o CEO foi a mesma pessoa durante todo o período investigado (mandato longo do CEO), representando 55,10% do total da amostra. Para a variável BIG4, têm-se 49 observações, as quais evidenciam que houve auditoria realizada por uma das quatro maiores empresas auditoras, representando 20% do total. Para a variável CEODUALITY, têm-se 2 observações, segundo as quais, o CEO e o Presidente do Conselho foram a mesma pessoa, representando 0,82% do total, o que mostra uma evolução das firmas da amostra quanto ao aspecto de GC. E, ainda, para a variável CHAIRMANLONG, têm-se 105 observações, as quais apontam que o Presidente do Conselho de Administração foi a mesma pessoa durante o período analisado, representando 42,86% do total.

A Tabela 4 apresenta os resultados do coeficiente R de Pearson para as variáveis.

Outro detalhe interessante da variável TAMANHO é que ela tem correlação significativa e negativa com a variável conselheiros independentes (BOARDINDEP) e significativa, positiva, na mesma ordem da anterior, com a variável tamanho do conselho de administração.

No que tange aos modelos deste estudo, tem-se que: no primeiro, utilizou-se as variáveis independentes de teste CEOPAY e CEOLONG. No segundo modelo, utilizou-se as variáveis de teste BOARDPAY e CHAIRMANLONG. A variável dependente de ambos foi o REM. A Tabela 5 demonstra os resultados da relação entre remuneração dos executivos e do conselho com o nível de *Real Earnings Management* das firmas.

Tabela 5 – Associação entre remuneração do executivo e remuneração do conselho de administração com o nível de Real Earnings Management

VARIÁVEIS	MODELO 1	MODELO 2
CEOPAY	-0,0181753** (0,0091848)	
CEOLONG	-0,0071271 (0,0280428)	
BOARDPAY		-0,0194406** (0,0090243)
CHAIRMANLONG		0,0453862* (0,0247433)
BOARDINDEP	0,0002032 (0,0004104)	0,0002223 (0,0003808)
CEODUALITY	-0,0270182 (0,0654304)	-0,0230005 (0,0640053)
BIGFOUR	0,002846 (0,0156302)	-0,0016186 (0,0150752)
CFO	0,9858345*** (0,0747726)	0,9699486*** (0,0719341)
TAMANHO	0,0220969** (0,0107539)	0,0211865** (0,0098467)
ALAVAC	0,0030205 (0,042817)	-0,0065404 (0,0410031)
ROA	-0,0041112** (0,0017777)	-0,0040814** (0,0017108)
PERDA	-0,0106612 (0,0165812)	-0,0136928 (0,0158771)
BOARDSIZE	-0,0032975 (0,003117)	-0,0012347 (0,0028924)
Observações	119	124
Número de grupos	41	42
RHO	0,67333651	0,64117561
Teste Breusch e Pagan	0,0000	0,0000
Teste de Chow	0,0000	0,0000
Teste Hausman	0,0017	0,0429
Teste de Wald	0,0000	0,0000
Teste de Wooldridge	0,3414	0,6126
Efeito fixo	SIM	SIM

Nota: a) O Erro padrão está entre parênteses; b) (*) estatisticamente significante ao nível de 10%; (**) estatisticamente significante ao nível de 5%; (***) estatisticamente significante ao nível de 1%.

Fonte: Resultados da pesquisa.

O modelo 1 da Tabela 5 mostra que a hipótese 1 do estudo foi corroborada pelos resultados ("Quanto maior a remuneração da diretoria executiva, menor o nível de REM"), pois observou-se um coeficiente negativo e significativo para a variável CEOPAY. Este resultado está de acordo com os estudos de Assenso-Okofu, Ali e Ahmed (2021), Sousa e Ribeiro (2020) e Alkebe, Alheby e Tian (2022), que também estudaram a relação entre remuneração do CEO e GR. No que tange às variáveis de controle, observa-se no modelo 1 que o fluxo de caixa operacional e o tamanho da firma estão positivamente relacionados ao nível de REM, indicando que empresas favorecidas com um bom nível de fluxo de caixa escalonado pelo ativo total e que as firmas maiores gerenciam mais seus resultados reais. Por outro lado, o ROA apresentou relação negativa com REM, o que também era esperado. Os resultados para essas variáveis (fluxo de caixa, tamanho da firma e ROA) corroboram Dal Magro, Dani e Klann (2019) e Guo *et al.* (2015).

O modelo 2 da Tabela 5, por sua vez, também comprovou a hipótese 2 do estudo (Quanto maior a remuneração do Conselho de Administração, menor o nível de REM), isto é, foi encontrado um sinal negativo e significativo para a variável BOARDPAY, corroborando os estudos de Du, Jian e Lai (2017) e Ribeiro e Colauto (2016), que afirmam por exemplo, que uma maior porção de conselheiros independentes aprimora a qualidade das informações contábeis reportadas. Ademais, o modelo 2 (Tabela 5) mostrou que quando o Presidente do Conselho tem um mandato longo (CHAIRMANLONG), ele tende a gerenciar mais os resultados reais, o que corrobora o trabalho de Dal Magro, Dani e Klann (2019). Nas variáveis de controle, o modelo 2 encontrou relação positiva entre CFO e tamanho da firma com REM e relação negativa entre ROA e REM, da mesma forma que foi encontrado no modelo 1, o que corrobora Dal Magro, Dani e Klann (2019) e Guo *et al.* (2015).

Esse resultado corrobora os achados de Oxelheim e Clarkson (2014), Zittei, Moura e Hein (2015), em estudos semelhantes, os quais apontam que, quando os membros do conselho de administração são bem remunerados, ocorre, em geral, menor nível de gerenciamento de resultados (Real Earnings Managements). Ainda, verificando a relação positiva entre o REM e o CHAIRMALONG, identifica-se que, quanto mais tempo sem alterar o presidente do conselho, maior é o gerenciamento de resultados das empresas, o que corrobora a pesquisa de Chen, Cheng e Wang (2015) que identificou a dualidade de se concentrar o poder de autoridade para um mesmo líder acaba reduzindo a eficiência da gestão, aumentando as chances de se violarem os princípios contábeis, praticando o GR. Contudo, o resultado entre essa variável e o gerenciamento de resultados se contrapõe à relação esperada no estudo, conforme adaptada de Dal Magro, Dani e Klann (2019), que esperava um maior gerenciamento de resultados caso houvesse longos mandatos dos conselhos de administração.

Ainda em relação ao modelo 2, verifica-se, pelos resultados, que houve significância estatística com o REM apenas das variáveis CFO, TAMANHO e ROA, nos mesmos níveis ocorridos para o modelo 1, apresentando os mesmos resultados referentes à relação esperada no estudo, como verificado nas pesquisas de Dal Magro, Dani e Klann (2019) e Guo *et al.* (2015) para o CFO, e de Dal Magro, Dani e Klann (2019), Guo *et al.* (2015) e Kim, Wang e Zhang (2019) para o tamanho e para o ROA.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa buscou investigar se a compensação dos executivos e do conselho de administração influencia no nível de *Real Earnings Management* de firmas brasileiras do IBRX50 no período de 2017 a 2020. Ademais, analisou se o tempo de mandato dos executivos e conselheiros, a independência do conselho de administração, a dualidade do CEO, o tamanho do conselho e o fato de a empresa ser auditada pelas Big4 afetam o nível de REM das firmas.

O método de análise adotado foi a regressão em painel, com modelo de efeitos aleatórios. Para medir o nível de Real Earnings Management (REM), adotou-se a proxy de Roychowdhury (2006), que detecta a manipulação de atividades reais por meio da análise das movimentações anormais de fluxo de caixa operacional, despesas discricionárias e custos de produção. Este estudo não foca no gerenciamento de resultados contábeis baseado nos *accruals*, e sim, no gerenciamento de resultados operacionais com base nas atividades concernentes à dinâmica operacional da firma. Considera-se que tal perspectiva de Earnings Management (EM) é inovadora e foi pouco

utilizada nos trabalhos empíricos no Brasil. Quanto às variáveis independentes principais, para medir a compensação dos executivos e conselheiros, adotaram-se, respectivamente, logaritmo da remuneração média anual da diretoria executiva (CEOs) da firma e logaritmo da remuneração média anual dos membros do conselho de administração (BOARD) das organizações.

No que tange aos resultados da pesquisa, o estudo comprovou suas duas hipóteses, isto é, constatou-se uma relação inversa entre compensação dos executivos e REM e uma relação também inversa entre compensação dos membros do conselho e REM, corroborando os estudos de Assenso-Okofo, Ali e Ahmed (2021), de Sousa e Ribeiro (2020) e de Alkebsee, Alhebray e Tian (2022) quanto à hipótese 1, e de Oxelheim e Clarkson (2014) e de Zittei, Moura e Hein (2015), quanto à hipótese 2.

O artigo demonstrou também que ocorre uma relação positiva entre o REM e o tempo de mandato do Presidente do Conselho (CHAIRMANLONG), ou seja, quanto mais tempo a firma permanece sem alterar o presidente do conselho, maior tende a ser o gerenciamento de resultados, corroborando a pesquisa de Chen, Cheng e Wang (2015). Para as variáveis de controle (CFO, tamanho da firma e ROA), os sinais apontados pela literatura foram confirmados neste estudo, ou seja, observou-se relação positiva entre fluxo de caixa e tamanho da firma com REM e relação negativa entre ROA e REM, corroborando, por exemplo, os achados de Dal Magro, Dani e Klann (2019).

No que se refere às contribuições da pesquisa para a literatura de finanças, ressalta-se que não foi encontrado nenhum outro estudo no Brasil que analisasse o Real Earnings Management aliado à compensação do executivo e do conselheiro, o que denota o caráter inovador do trabalho. Quando se pensa no conselho de administração versus REM, a literatura é escassa, inclusive, no exterior. Acredita-se que há muito a ser pesquisado sobre essa temática e que a compensação do gestor e do conselheiro pode ainda ser trabalhada em seus componentes, tanto fixo quanto variável, de modo a reduzir os problemas de agência, fortalecer o monitoramento/controlado nas firmas e reduzir em muito as práticas potenciais de gerenciamento de resultados em firmas brasileiras.

Como principais limitações do estudo, pode-se citar o tamanho da amostra. Para estudos futuros, sugere-se ampliar a amostra e o horizonte de análise. Pode-se também analisar um comparativo de países dentro da América Latina, por exemplo, e/ou adotar outros *proxies* para gerenciamento de resultados e para compensação dos gestores e conselheiros. Este artigo contribui com a literatura ao mostrar que o tamanho do conselho, o tempo de mandato e a compensação do conselho podem influenciar na remuneração do gestor e, conseqüentemente, no gerenciamento de resultados das companhias, lançando um novo olhar sobre a compensação dos CEOs e do conselho, bem como sobre as práticas de Earnings Management no Brasil.

REFERÊNCIAS

- ALI, A.; ZHANG, W. N. CEO Tenure and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, v. 59, p. 60-79, 2015.
- ALKEBSEE, R.; ALHEBRAY, A.; TIAN, G. Whose cash compensation has more influence on real earnings management, CEOs or CFOs?. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, v. 12, n. 1, p. 187-210, 2022. DOI: <https://doi.org/10.1108/JAEE-12-2020-0336>
- AMZALEG, Y.; AZAR, O. H.; BEN-ZION, U.; ROSENFELD, A. CEO control, corporate performance and pay-performance sensitivity. *Journal of Economic Behavior & Organization*, v. 106, p. 166-174, 2014.
- ASSENSO-OKOFO, O.; ALI, M.; AHMED, K. The impact of corporate governance on the relationship between earnings management and CEO compensation. *Journal of Applied Accounting Research*, v. 22, n. 3, p. 436-464, 2021.
- BRANDÃO, I. D. F.; VASCONCELOS, A. C. D.; LUCA, M. M. D.; CRISÓSTOMO, V. L. Composition of the board of directors and pay-performance sensitivity. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 30, n. 79, p. 28-41, 2019.
- CHEN, X.; CHENG, Q.; WANG, X. Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms. *Review of Accounting Studies*, v. 20, n. 2, p. 899-933, 2015.

- COLLINS, D. W.; CHEN, W.; MELESSA, S. *The Effect of Conditional Accounting Conservatism on the Predictive Ability of Accruals Components with Respect to Future Cash Flows*, SSRN, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2992150> DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2992150>
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.
- CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JR, N. C. A. Consequências para a Rentabilidade Futura com o Gerenciamento de Resultados por Meio de Atividades Operacionais Reais. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 27, n. 71, 232-242, 2016.
- DAH, M. A.; FRYE, M. B. Is board compensation excessive? *Journal of Corporate Finance*, v. 45, p. 566-585, 2017.
- DAL MAGRO, C. B.; DANI, A. C.; KLANN, R. C. Remuneração variável no tempo de mandato é a causa do oportunismo dos CEOs? Evidências do gerenciamento de resultados no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, v. 38, p. 77-92, 2019.
- DECHOW, P.M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, v. 70, p. 193-225, 1995.
- DEVOS, E.; HUANG, J.; ZHOU, F. The effects of corporate name changes on firm information environment and earnings management, *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, v. 77 (C), 2021.
- DURU, A., IYENGAR, R. J., & ZAMPELLI, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269-4277.
- DU, X.; JIAN, W.; LAI, S. Do foreign directors mitigate earnings management? Evidence from China. *The International Journal of Accounting*, v. 52, n. 1, p. 142-177, 2017.
- ELNAHASS, M.; SALAMA, A.; TRINH, V. Firm valuations and board compensation: Evidence from alternative banking models. *Global Finance Journal*. Ahead-of-print. 2020.
- ESSEN, M. V.; OTTEN, J.; CARBERRY, E. J. Assessing managerial power theory: A metaanalytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*, v. 41, n. 1, p. 164-202, 2012.
- GHOUMA, H.; BEN-NASR, H.; YAN, R. Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 67, p. 138-148, 2018.
- GUO, J.; HUANG, P.; ZHANG, Y.; ZHOU, N. Foreign ownership and real earnings management: evidence from Japan, *Journal of International Accounting Research*, v. 14, p. 185-213, 2015.
- GUNNY, K. *What are the consequences of real earnings management?*. Working paper. Leeds School of Business. 2005. https://w4.stern.nyu.edu/accounting/docs/speaker_papers/spring2005/Gunny_paper.pdf
- HARAKEH, M.; EL-GAMMAL, W.; MATAR, G. Female Directors, Earnings Management, and CEO Incentive Compensation: UK Evidence. *Research in International Business and Finance*, v. 50, p. 153-170, 2019.
- HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*. v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.
- HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, v. 88, n. 1, p. 96-118, 2003.
- HOSSAIN, S.; MONROE, G. S. Chief Financial Officers' Short and Long term Incentive based Compensation and Earnings Management. *Australian Accounting Review*, v. 25, n. 3, p. 279-291, 2015.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. (2020). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. (5. ed.). IBGC.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, v. 98, n. 2, 225-264, 1990.
- LI, Y.; SINGAL, M. Firm Performance in the Hospitality Industry: Do CEO Attributes and Compensation Matter? *Journal of Hospitality & Tourism Research*, v. 43, n. 2, p. 272-282, 2019.
- LIMA, A. T. F.; MOTA, R. H. G.; PRADO, A. G. S.; OLIVEIRA, M. F. Análise do disclosure ambiental das empresas listadas no índice carbono eficiente (ico2): participantes potencialmente poluidores. *Revista de Contabilidade da UFBA*, v. 14, n. 2, p. 33-50, 2020.
- MACHADO, D. G.; BEUREN, I. M. Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. *Gestão & Regionalidade*, v. 31, n. 92, p. 4-24, 2015.
- MACHADO, D. *Influência da política de remuneração dos executivos no nível de gerenciamento de resultados em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas*. 2012. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis e Administração, Universidade Regional de Blumenau). Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações. Blumenau, 2012. <http://www.bc.furb.br/docs/2012.pdf>
- MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 19, n. 46, p. 7-17, 2008.
- MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *Brazilian Business Review*, v. 10, n. 4, p. 1-31, 2013.
- MARTINEZ, A. L.; CARDOSO, R. L. Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. *REAd*, v. 15, n. 3, p. 600-626, 2009.
- MURPHY, K. J. Executive compensation. In: O. ASHELFEITER; D. CARD (Ed) *Handbook of Labor Economics*, 3(Part 2), p. 2485-2563. Elsevier, 1990.
- OXELHEIM, L.; CLARKSON, K. Cronyism and the determinants of chairman compensation. *Journal of Business Ethics*, v. 131, n. 1, p. 69-87, 2015.
- PAPPAS, K.; WALSH, E.; XU, A.L. Real earnings management and Loan Contract terms, *The British Accounting Review*, v. 51, n. 4, p. 373-401, 2019.
- PEIXOTO, F. M.; AMARAL, H. F.; CORREIA, L. F.; NEVES, J. C. C. Governança Corporativa e Crises: mecanismos importantes durante ciclos econômicos distintos. *Revista de Ciências da Administração*, v. 16, n. 39, p. 119-133, 2014.
- RIBEIRO, F.; COLAUTO, R. D. A relação entre *board interlocking* e as práticas de suavização de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 27, n. 70, p. 55-66, 2016.

- RYAN H. E.; WIGGINS R. A. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, v. 73, p. 497-524, 2004.
- ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.
- SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.
- SOUSA, A. M. DE; RIBEIRO, A. M. A remuneração dos executivos mitiga os accruals discricionários? Uma análise em bancos brasileiros de capital aberto. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, v. 18, p. 25-38, 2020.
- SUNDARAM, R.K.; YERMACK, D.L. Pay me later: Inside debt and its role in managerial compensation. *The Journal of Finance*, 62, n. 4, p. 1551-1588, 2007.
- ZHOU, F.; WANG, L.; ZHANG, Z.; AN, Y. The impacts of accrual-based and real earnings management on executive compensation: evidence from Chinese public firms in the private sector. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. v. 25, p. 1-17, 2018.
- ZITTEI, M. V. M.; MOURA, G. D.; HEIN, N. Análise da relação entre ativos intangíveis e os níveis de governança corporativa em que se encontram listadas empresas na BM&FBovespa. *Revista Científica Hermes*, v. 14, p. 91-117, 2015.
- YE, K. Independent director cash compensation and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 33, n. 4, p. 391-400, 2014.