

EFEITO DA COBERTURA DE ANALISTAS NA RELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO VARIÁVEL E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO BRASIL

Aluno Mestrado/MSc. Student Igor Teodósio¹, Aluno Mestrado/MSc. Student Karoline Sobreira¹, Doutor/Ph.D. Vera Ponte¹, Aluno Doutorado/Ph.D. Student Dante Viana, Jr.²

¹Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, Ceará, Brazil. ²Iscte - Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa, Distrito de Lisboa, Brazil

Resumo/Abstract

Fundamentado na Teoria da Agência, o presente estudo tem o objetivo de investigar o efeito moderador da cobertura de analistas na relação entre a remuneração variável da diretoria e o gerenciamento de resultados. A amostra reúne as empresas brasileiras listadas no Índice Brasil 100 (IBrX100) da B3 S/A, no período de 2010-2019. O nível de gerenciamento de resultados foi estimado pelo montante de *accruals* discricionários (Dechow *et al.*, 1995). A cobertura de analistas foi mensurada pelo número de analistas que seguem a empresa, enquanto a remuneração variável da diretoria foi estimada pelo percentual de remuneração das participações no resultado e da remuneração baseada em ações. Os resultados dos modelos de regressão evidenciaram uma associação positiva e significativa entre a remuneração variável por participação nos resultados e o gerenciamento de resultados por *accruals*, sugerindo que a remuneração variável de curto prazo pode incentivar os executivos a adotarem práticas de gerenciamento de resultados. Verificou-se ainda que a cobertura de analistas modera essa relação, no sentido de mitigar o efeito da remuneração variável sobre o oportunismo gerencial através do gerenciamento de resultados por *accruals*. Assim, os resultados reforçam os pressupostos da Teoria da Agência à medida que identifica como diferentes mecanismos de governança podem influenciar na adoção de estratégias de manipulação dos resultados. Além disso, os achados da pesquisa fornecem informações importantes para investidores quanto às decisões de investimentos em empresas com mecanismos de governança mais fortes, tendo em vista o papel relevante dos analistas financeiros no monitoramento das ações da alta gestão.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance

EFEITO DA COBERTURA DE ANALISTAS NA RELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO VARIÁVEL E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO BRASIL

RESUMO

Fundamentado na Teoria da Agência, o presente estudo tem o objetivo de investigar o efeito moderador da cobertura de analistas na relação entre a remuneração variável da diretoria e o gerenciamento de resultados. A amostra reúne as empresas brasileiras listadas no Índice Brasil 100 (IBrX100) da B3 S/A, no período de 2010-2019. O nível de gerenciamento de resultados foi estimado pelo montante de *accruals* discricionários (Dechow *et al.*, 1995). A cobertura de analistas foi mensurada pelo número de analistas que seguem a empresa, enquanto a remuneração variável da diretoria foi estimada pelo percentual de remuneração das participações no resultado e da remuneração baseada em ações. Os resultados dos modelos de regressão evidenciaram uma associação positiva e significativa entre a remuneração variável por participação nos resultados e o gerenciamento de resultados por *accruals*, sugerindo que a remuneração variável de curto prazo pode incentivar os executivos a adotarem práticas de gerenciamento de resultados. Verificou-se ainda que a cobertura de analistas modera essa relação, no sentido de mitigar o efeito da remuneração variável sobre o oportunismo gerencial através do gerenciamento de resultados por *accruals*. Assim, os resultados reforçam os pressupostos da Teoria da Agência à medida que identifica como diferentes mecanismos de governança podem influenciar na adoção de estratégias de manipulação dos resultados. Além disso, os achados da pesquisa fornecem informações importantes para investidores quanto às decisões de investimentos em empresas com mecanismos de governança mais fortes, tendo em vista o papel relevante dos analistas financeiros no monitoramento das ações da alta gestão.

Palavras-chave: Remuneração variável. Gerenciamento de resultados. Analistas.

1 INTRODUÇÃO

A Teoria da Agência postula que os diferentes agentes relacionados à firma possuem interesses divergentes, ocasionando conflitos de agência (Jensen & Meckling, 1976). Diante disso, há necessidade de se adotar mecanismos de governança corporativa para minimizar esses problemas e alinhar interesses. Dentre esses instrumentos, destaca-se, a remuneração variável (Beuren *et al.*, 2020), já que, segundo Goergen e Renneboog (2011), a remuneração dos executivos vinculada ao desempenho da empresa é uma das principais alternativas para mitigar o conflito agente-principal.

Contudo, e embora a remuneração variável seja um instrumento relevante de governança corporativa, quando vinculada aos resultados contábeis pode ter um efeito oposto: incentivar gestores a adotar práticas oportunistas para manipular os lucros, a fim de alcançar as metas estabelecidas e obter ganhos pessoais (Assenso-Okofu *et al.*, 2021; Buchholz *et al.*, 2020), adotando estratégias de gerenciamento de resultados (*earnings management*).

O conjunto de critérios de mensuração e evidenciação das informações contábeis possibilita que os gestores adotem determinadas práticas para gerenciar as informações contábeis (Dechow *et al.*, 2010), principalmente em ambientes institucionais mais frágeis. Desse modo, os incentivos de remuneração variável podem afetar o comportamento dos gerentes (Gouldman & Victoravich, 2020), à medida que podem ser induzidos a adotar abordagens contábeis que lhes permitem obter mais vantagens (Moardi *et al.*, 2019), tendo em vista os impactos refletidos na sua remuneração (Feng & Jia, 2021).

Nesse contexto, no qual os mecanismos internos de controle (como os incentivos de remuneração da diretoria) não são suficientes para conter o oportunismo gerencial e proteger

o direito dos acionistas, Walsh e Seward (1990) alertam para a necessidade de se incorporar mecanismos externos de governança. Dentre esses, destaca-se o monitoramento de analistas financeiros que, segundo Degeorge *et al.* (2013), é um mecanismo com características distintas dos instrumentos de governança usuais, tanto pelo acesso privilegiado à gestão da empresa, o que possibilita serem monitores eficazes da atuação dos gestores, quanto buscam garantir previsões mais precisas dos lucros reportados aos investidores (Chen *et al.*, 2015; Li *et al.*, 2021; Thesing & Velte, 2021). Portanto, acredita-se que a cobertura de analistas financeiros pode conter os incentivos para a manipulação dos lucros pelos gestores.

Do exposto, e considerando que a remuneração variável vinculada aos resultados pode incentivar a alta gestão a adotar práticas para manipular os lucros a fim de atender a interesses próprios (Assenso-Okofu *et al.*, 2021; Buchholz *et al.*, 2020); e que o monitoramento de analistas financeiros pode mitigar o oportunismo gerencial quanto às práticas de gerenciamento de resultados (Degeorge *et al.*, 2013), formulou-se a seguinte questão de pesquisa: *Qual o efeito da cobertura de analistas financeiros na relação entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados?* Assim, o presente estudo tem como objetivo geral investigar o efeito moderador da cobertura de analistas na relação entre a remuneração variável da diretoria e o gerenciamento de resultados.

O estudo se justifica pela importância de analisar o efeito da remuneração variável dos executivos no gerenciamento de resultados, mais ainda em países emergentes como o Brasil, em que os lucros reportados possuem incentivos à manipulação, devido às instabilidades econômicas que afetam as organizações (Santana *et al.*, 2019) e ao fraco ambiente institucional (Moura *et al.*, 2020). Ressalte-se que a aplicação de regulamentações em países com economias menos desenvolvidas pode não ser suficiente para garantir proteção aos investidores (Ke & Zhang, 2020) e conter a propensão dos gestores à manipulação dos lucros. Nesse cenário, outros mecanismos, como é o caso do monitoramento de analistas, podem até ser mais eficazes, minimizando o nível de gerenciamento de resultados (Okyere *et al.*, 2021) e contribuindo para a divulgação de informações de melhor qualidade (Shiah-Hou, 2016).

A relação entre remuneração e o gerenciamento de resultados já foi abordada em diversas perspectivas na literatura (Assenso-Okofu *et al.*, 2021; Harris *et al.*, 2019; Park, 2019; Thesing & Velte, 2021). Em mercados emergentes, a remuneração pode funcionar como um dos principais incentivos para o gerenciamento de resultados (Habbash & Alghamdi, 2015). No entanto, Alhebri *et al.* (2021) constataram que, em se tratando de empresas familiares esse efeito pode ser oposto, e a remuneração dos gestores pode funcionar como um mecanismo capaz de reduzir o nível de manipulação dos ganhos. Para Abdelaziz *et al.* (2020), a depender da qualidade da governança corporativa da empresa, é possível limitar as práticas de manipulação dos lucros reportados.

Dessa forma, os estudos que abordam a relação entre remuneração dos diretores e gerenciamento de resultados trazem resultados inconclusivos. Ao passo que a governança corporativa pode amenizar os efeitos dessa relação (Assenso-Okofu *et al.*, 2021), outros elementos da gestão são mencionados na literatura como incentivadores de práticas oportunistas dos gestores que impliquem na manipulação dos ganhos (Bao *et al.*, 2021). Por essa razão, o presente trabalho diferencia-se dos demais à medida que visa identificar o efeito específico da remuneração variável no gerenciamento de resultados, assim como investigar o efeito moderador do monitoramento de analistas nessa relação.

Espera-se que o estudo contribua com a academia, à medida que visa ampliar a literatura e os debates acerca da temática e também para o desenvolvimento do mercado de capitais de países emergentes com ambientes institucionais fracos. Além disso, os achados da pesquisa podem interessar a investidores, normatizadores e reguladores, demonstrando que o acompanhamento dos analistas pode funcionar como um mecanismo capaz de limitar o comportamento oportunista dos gestores, e proporcionar maior proteção ao investidor.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

As relações empresariais podem ser marcadas por conflitos de agência, na medida em que os interesses de gestores e acionistas ou acionistas majoritários e minoritários podem divergir (Jensen & Meckling, 1976). É neste cerne que Jensen e Meckling (1976) modelam os pressupostos da teoria da agência, que segundo Eisenhardt (1989), visa resolver o problema de agência que surge quando os objetivos do principal e do agente entram em conflito, implicando em possíveis ações oportunistas por parte dos gestores.

Nesse processo, podem ocorrer assimetrias de informações (Eisenhardt, 1989), e os gestores podem ser incentivados a se envolver em estratégias de gerenciamento de resultados, no intuito de produzir relatórios financeiros que forneçam uma descrição positiva das atividades de negócios e da posição financeira da empresa, a fim de maximizar sua própria utilidade (Harris *et al.*, 2019). A prática é intensificada em situações onde a remuneração dos executivos é calculada em função dos lucros relatados (Gutiérrez *et al.*, 2020).

Para resolver esse problema de agência, a literatura aponta a necessidade de investimento em mecanismos de governança eficazes, que possam reduzir as divergências de interesses entre gestores e acionistas, e, portanto, limitar a manipulação dos lucros, proporcionando a melhoria da qualidade dos relatórios financeiros (Mardnly *et al.*, 2021). Um órgão que tem atuado nessa perspectiva é o conselho de administração, pois é responsável por proteger os direitos dos acionistas através da supervisão das divulgações financeiras e da melhoria do desempenho corporativo (Almutairi & Quttainah, 2020), reduzindo, assim, o risco de práticas de gerenciamento de resultados.

É nesse contexto que Saona *et al.* (2020) examinaram como as características do conselho de administração determinam o comportamento oportunista gerencial exemplificado no gerenciamento de resultados contábeis, e trazem evidências de que conselhos maiores supervisionam os gerentes com mais eficiência, restringindo, assim, sua capacidade de gerenciar os lucros.

Por outro lado, os diretores executivos podem ser mais incentivados à manipulação dos ganhos. A diretoria executiva possui atributos que garantem influência importante nas decisões da empresa (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2021), dentre elas destaca-se a elaboração e divulgação das informações contábeis. Diante disso, gestores podem adotar escolhas contábeis que lhes permitem obter mais vantagens (Moardi *et al.*, 2019), como o aumento da riqueza pessoal (Park, 2019) quando os incentivos salariais estão vinculados ao alcance de metas de lucros. Assim, por conta da questão de agência que envolve remuneração e alinhamento, os executivos podem manipular os lucros da empresa para atingir a meta estabelecida pelos acionistas (Kontesa *et al.*, 2021). Por essa razão, a remuneração da diretoria é apontada como uma das principais motivações para o gerenciamento de resultados, principalmente em economias menos desenvolvidas (Habbash & Alghamdi, 2015).

Do exposto, a literatura argumenta que, em um cenário de altos incentivos, a diretoria tende a empreender um maior grau de atividades de gerenciamento de resultados (Harris *et al.*, 2019), em que os gerentes podem usar os recursos da empresa e se envolver em atividades para extrair benefícios às custas dos acionistas (Tosun, 2020). Dessa forma, entende-se que os diretores optam por manipular os relatórios financeiros a fim de reportar um melhor desempenho dos lucros (Feng & Jia, 2021), e é nessa vertente que a relação entre a remuneração da diretoria e o gerenciamento de resultados vem sendo cada vez mais explorada, despertando o interesse da academia e de diversos *stakeholders* relacionados às organizações (Dikolli *et al.*, 2021).

Seguindo essa perspectiva, Park (2019) analisou empresas constantes na base de dados da ExecuComp, no período de 1997 a 2014, para investigar se a remuneração de executivos de empresas semelhantes afeta o gerenciamento de resultados. Os achados do estudo

demonstram que a remuneração da diretoria de empresas em mercados de produtos semelhantes está positivamente associada ao gerenciamento de resultados.

Harris *et al.* (2019) examinaram o comportamento de gerenciamento de resultados de diretoras executivas, condicionado a seus incentivos de capital. Os resultados do estudo revelam que, em níveis mais altos de remuneração baseada em ações, os diretores exibem comportamentos de gerenciamento de resultados muito semelhantes, independentemente do gênero. Bao *et al.* (2021) reforçam a afirmativa, ao constatarem que diretores com níveis de compensação maiores podem estar influenciando a qualidade dos relatórios financeiros de suas empresas em seu próprio benefício.

Feng e Jia (2021) investigaram os fatores que incentivam os diretores a priorizar boas informações gerenciais nos relatórios financeiros e, utilizando dados relacionados às remunerações da diretoria, identificaram que diretores com incentivos de alto desempenho salarial tendem a adotar mais práticas de gerenciamento de resultados. Contudo, ainda que comprovem associações positivas entre a remuneração dos diretores e a manipulação dos ganhos, estudos apontam que as características do conselho de administração podem mitigar esses efeitos (Alhebri *et al.*, 2021), de forma a melhorar o alinhamento gerente-acionista e reduzir o problema de assimetria de informação (Assenso-Okofu *et al.*, 2021). Do exposto, e considerando que os níveis de remuneração da diretoria podem estar associados a práticas de gerenciamento de resultados, descortina-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 1 (H₁): *A remuneração variável da diretoria está positivamente associada ao gerenciamento de resultados.*

Os analistas financeiros possuem um papel importante na governança corporativa das organizações, à medida que reduzem os custos de agência decorrentes do monitoramento dos gestores (Jensen & Meckling, 1976). Degeorge *et al.* (2013) explicam que os analistas possuem características que possibilitam ser monitores externos eficazes, como o conhecimento para interpretar os números contábeis e o acesso privilegiado à gestão das empresas. Além de contribuírem para detecção de fraudes corporativas (Yu, 2008) e atuar na redução da assimetria de informações entre *insiders* e *outsiders* (Sun & Liu, 2016).

A literatura sugere que os analistas influenciam de forma significativa as decisões corporativas (Allen *et al.*, 2016), inclusive sobre práticas de gerenciamento de resultados (Cang *et al.*, 2014; Degeorge *et al.*, 2013; Yu, 2008). Segundo Rodriguez-Pérez e Hemmen (2010), os gestores podem se aproveitar da opacidade das informações contábeis divulgadas nas demonstrações financeiras para manipular as informações contábeis. Contudo, a participação ativa dos analistas financeiros no processo de divulgação de informações pode influenciar a decisão dos gestores quanto à manipulação (ou não) das informações contábeis (Yu, 2008).

Yu (2008) explica que à medida que os analistas monitoram regularmente as demonstrações contábeis e interagem diretamente com a administração sobre os relatórios financeiros, os gestores estariam menos motivados a adotar práticas de manipulação dos lucros, já que esses intermediários de informação ajudam a detectar o mau comportamento dos gestores (Healy & Palepu, 2001). Por outro lado, a cobertura de analistas pode criar pressão excessiva sobre os gerentes para alcançar as previsões de lucros (Cang *et al.*, 2014), tendo em vista os reflexos nos preços das ações (Graham *et al.*, 2005; Yu, 2008), de modo a incentivar os gestores a manipular os lucros para atingir ou superar as previsões dos analistas.

Dessa forma, Cang *et al.* (2014) asseveram que, em geral, a cobertura de analistas pode restringir ou estimular o gerenciamento de resultados, mas que esse efeito depende dos padrões contábeis, da detecção de práticas de gerenciamento de resultados e o próprio contexto institucional. Diante disso, vários estudos investigaram a relação entre o monitoramento de analistas e o gerenciamento de resultados contábeis.

Yu (2008) examinou a relação entre os analistas financeiros e as estratégias de gerenciamento de resultados. A amostra foi composta por empresas com informações disponíveis na base de dados do I/B/E/S e da Compustat no período de 1998-2002. Os resultados demonstraram que empresas seguidas por mais analistas gerenciam menos os seus lucros. Chen *et al.* (2015) verificaram que os gestores estão envolvidos em mais estratégias de gerenciamento de resultados após as empresas experimentarem uma perda exógena na cobertura de analistas.

Utilizando informações de 21 países no período de 1994-2002, Degeorge *et al.* (2013) investigaram a relação entre a cobertura de analistas, gerenciamento de resultados e o desenvolvimento financeiro no contexto internacional. Os autores verificaram que em países com desenvolvimento financeiro alto, o aumento do número de analistas resulta em um menor nível de gerenciamento de resultados. No entanto, em países com baixo desenvolvimento financeiro, essa relação não ocorre.

Analisando as empresas listadas na Bolsa de Valores de Londres no período de 2006-2010, Paiva *et al.* (2019) investigaram a relação entre o nível de gerenciamento de resultados em empresas familiares e não familiares, e se o monitoramento de analistas influencia essa relação. Os resultados mostraram que as empresas familiares possuem níveis mais altos de gerenciamento de resultados, mas esse efeito é menor quando são acompanhadas por um número significativo de analistas.

Irani e Oesch (2016) examinaram como os analistas financeiros influenciam o uso de diferentes tipos de gerenciamento de resultados pelos gerentes. Os autores identificaram que a redução na cobertura de analistas diminui o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e aumentam a manipulação por *accruals*, sugerindo que os gestores utilizam o gerenciamento por atividades reais para melhorar o desempenho no curto prazo em resposta à pressão exercida pelos analistas financeiros.

Sun (2018), utilizando dados de 24 países, examinou se a proteção ao investidor afeta o papel de governança dos analistas financeiros na restrição do gerenciamento de resultados. Os resultados demonstraram que o gerenciamento de resultados está mais negativamente associado à cobertura de analistas em países com fraca proteção ao investidor do que em países com forte proteção ao investidor.

É válido destacar que em ambientes informacionais menos desenvolvidos e com baixa proteção ao investidor, como o Brasil (Moura *et al.*, 2020; Santa & Rezende, 2016), os mecanismos externos de governança corporativa, como a cobertura de analistas, pode desempenhar um papel relevante quanto ao monitoramento das ações dos gestores, em virtude da fragilidade do ambiente institucional e jurídico do país (Claessens & Yurtoglu, 2013). Desse modo, espera-se que a cobertura de analistas possa inibir os incentivos dos gestores em manipular os lucros para obter ganhos pessoais, como o aumento da remuneração vinculada aos resultados contábeis. Assim, e com base na fundamentação teórica apresentada, formula-se a segunda hipótese de pesquisa:

Hipótese 2 (H₂): *A relação positiva entre a remuneração variável da diretoria e o gerenciamento de resultados é menor em empresas com alta cobertura de analistas financeiros.*

Com base na literatura apresentada, a Figura 1 apresenta o modelo teórico proposto neste estudo.

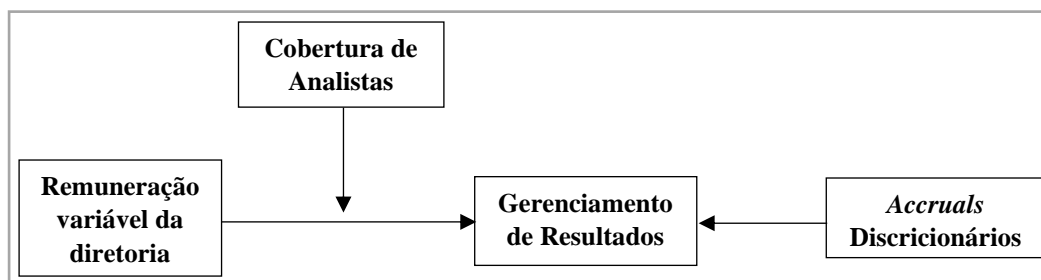


Figura 1. Modelo teórico.

Fonte: Elaborado pelos autores.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra

A amostra do estudo é baseada nas empresas brasileiras que possuem ações negociadas no IBrX100. O IBrX 100 é resultado de uma carteira teórica de ativos formada pelas 100 ações de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro (B3, 2021). O período de análise compreende os anos de 2010 a 2019, utilizando-se como fonte dos dados os formulários de referência das empresas analisadas, assim como a base de dados Compustat. As empresas financeiras (*Standard Industrial Classification* [SIC] de 6000 a 6999) e do setor de utilidade pública (SIC de 4400 a 4999) foram excluídas da análise, conforme amplamente recomendado pela literatura de gerenciamento de resultados (e.g., Kothari *et al.*, 2005; Larson *et al.*, 2018). Por fim, após a exclusão de observações sem dados suficientes para cálculo das variáveis investigadas, a amostra final é, portanto, composta de 340 observações ano-empresa.

3.2 Variáveis

O estudo considera como variável dependente o nível de gerenciamento de resultados (*GR*) mensurado pelo montante de *accruals* discricionários, a partir do modelo de Jones modificado (Dechow *et al.*, 1995). Em seguida, inseriu-se como regressores adicionais o retorno sobre o ativo (*ROA*), assim como o percentual de crescimento da receita líquida das empresas (*Growth*), conforme sugerido pela literatura anterior (e.g., Lara *et al.*, 2020; Osma *et al.*, 2020). A Equação 1 apresenta o modelo estimado, em que o resíduo do modelo é considerado o montante de *accruals* discricionários das empresas – *proxy* utilizada para captura o gerenciamento de resultado das empresas (*GR*).

$$TA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{1}{Ats_{it-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Sales_{it} - \Delta REC_{it})}{Ats_{it-1}} + \beta_3 \frac{GPPE_{it}}{Ats_{it-1}} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

onde,

$$TA_{it} = \frac{(\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta CASH_{it} + \Delta STDEBT_{it} - DEP_{it})}{Ats_{it-1}} \quad (2)$$

onde, para cada empresa *i* no ano *t*, *TA* representa os *accruals* totais. ΔCA é a mudança no ativo circulante do ano *t-1* para o ano *t*. ΔCL é a mudança do passivo circulante. $\Delta CASH$ é a mudança no total de caixa e equivalente de caixa. $\Delta STDEBT$ é a mudança de dívida de curto prazo. ΔDEP é o total de despesas de depreciação. *Ats* é o ativo total. $\Delta Sales$ é a mudança da receita. ΔREC é a mudança de contas a receber. *GPPE* é o imobilizado bruto. *ROA* é o lucro antes das outras receitas e outras despesas sobre o ativo total. *Growth* é o percentual de crescimento da receita.

O percentual de remuneração variável (*Rem_Variável*) foi considerado como variável independente. Nesse sentido, duas variáveis foram consideradas na análise de remuneração

variável: o percentual de remuneração das participações no resultado, assim como o percentual de remuneração baseada em ações em relação à remuneração total da diretoria. Dessa forma, espera-se incrementar a discussão proposta ao inferir-se tanto sobre uma remuneração variável de mais curto prazo (participação nos resultados) quanto de longo prazo (baseada em ações). Os dados sobre remuneração foram obtidos por meio do formulário de referência das empresas. Por fim, considerou-se ainda o número de analistas (*Analistas*) que acompanham as empresas como variável independente, sendo que essas informações foram obtidas da base de dados do I/B/E/S.

3.3 Modelos

Com o propósito de investigar se há uma associação positiva entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados por *accruals* (H₁), foi estimada a Equação 3:

$$GR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Rem_Variável_{it} + \gamma \sum Controles + \varepsilon \quad (3)$$

onde, para cada empresa *i* no ano *t*, *GR* é o gerenciamento de resultados a partir dos *accruals* discricionários. *Rem_Variável* é a remuneração variável representada tanto pelo percentual de remuneração das participações no resultado (*Participação Resultados*), assim como o percentual de remuneração baseada em ações em relação à remuneração total da diretoria (*Baseada em Ações*).

Pautando-se na argumentação teórica apresentada, espera-se que o coeficiente da variável *Rem_Variável* – quer capturada pelo percentual de remuneração das participações no resultado (*Participação Resultados*), quer pelo percentual de remuneração baseada em ações em relação à remuneração total da diretoria (*Baseada em Ações*) –, tenha um coeficiente positivo e significativo, sugerindo uma associação positiva entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados por *accruals*. Adicionalmente, para além das variáveis mencionadas, com base na literatura anterior sobre gerenciamento de resultados (e.g. Black *et al.*, 2017; Gray *et al.*, 2015; Lara *et al.*, 2020; Osma *et al.*, 2020; Trimble, 2018), variáveis de controle também foram inseridas nas estimações (*Controles*). O Apêndice A apresenta a descrição e mensuração de cada variável inserida nas estimações realizadas.

Ademais, com o propósito de investigar se a associação positiva entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados por *accruals* é menor em empresas com uma maior cobertura de analistas (H₂), foi estimada a Equação 4:

$$GR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Rem_Variável_{it} + \beta_2 Rem_Variável_{it} \times Analistas_{it} + \gamma \sum Controles + \varepsilon \quad (4)$$

onde, para cada empresa *i* no ano *t*, *Analistas* é o número de analistas que acompanham as empresas. Todas as demais variáveis como anteriormente apresentadas.

Na Equação 4, pautando-se na teoria apresentada, espera-se que a variável *Rem_Variável* tenha um coeficiente positivo e significativo, e que a interação *Rem_Variável x Analistas* tenha um coeficiente negativo e significativo, sugerindo que uma maior cobertura de analistas suaviza a associação positiva entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados por *accruals*.

As Equações 3 e 4 são estimadas usando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), com a inserção de efeitos fixos do ano e setor. Para ajustar para possíveis correlações transversais e seriais, os erros-padrão foram corrigidos considerando *clusters* ao nível da empresa (Petersen, 2009). Todas as variáveis contínuas dos modelos estimados são winsorizadas entre 1% e 99% para evitar efeitos de *outliers*. Finalmente, foi ainda empregado

as correções propostas por Chen *et al.* (2018) referente a potenciais problemas de coeficientes viesados e erros padrão que podem levar a inferências incorretas, tanto com erros do Tipo I quanto do Tipo II, no processo tradicional de estimativa de *accruals*. Especificamente, foram inseridas como variável de controle todas as variáveis independentes da Equação 1. Entretanto, os resultados são robustos sem a inserção dessas variáveis.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise descritiva

Inicialmente, os dados foram analisados através de técnicas de estatística descritiva. A Tabela 1 apresenta a análise descritiva (média, desvio-padrão, 1º, 2º (mediana) e 3º quartil), das variáveis dependentes e independentes utilizadas no estudo.

Os resultados da Tabela 1 demonstram que o nível de *accruals* discricionários (GR) é, em média, 0.0010, indicando que as organizações brasileiras têm utilizado estratégias de gerenciamento de resultados para aumentar os lucros, convergente aos achados de Santana *et al.* (2019). Observa-se também que, em média, o número de analistas que acompanham as empresas da amostra é de 9.5235, valor inferior ao encontrado por Novaes *et al.* (2018) (11,70). Fan *et al.* (2021) explicam que a alta cobertura de analistas auxilia no monitoramento eficaz realizado pelo conselho de administração para minimizar as iniciativas de manipulação dos ganhos, funcionando, assim, como um importante mecanismo externo de governança corporativa.

Tabela 1. Estatística descritiva

Variáveis	N	Média	p25	p50	p75	SD
GR	340	0.0010	-0.0351	0.0024	0.0344	0.0582
Analistas	340	9.5235	7.0000	10.0000	13.0000	4.5625
Participação Resultados	340	0.1367	0.0000	0.0000	0.2660	0.1721
Baseada em Ações	340	0.1829	0.0000	0.1360	0.2807	0.1944
Tamanho	340	9.4761	8.2992	9.4639	10.4645	1.4907
Rentabilidade	340	0.0384	0.0034	0.0298	0.0731	0.0576
Endividamento	340	0.2569	0.1108	0.2460	0.3770	0.1691
Growth	340	0.1296	0.0216	0.1077	0.1889	0.2354
Dissue	340	0.1895	-0.0333	0.1106	0.3148	0.4316
Eissue	340	0.1865	-0.0078	0.0725	0.1679	0.5611
Big Four	340	0.9294	—	—	—	—
Litigation	340	0.3176	—	—	—	—
Loss	340	0.2147	—	—	—	—

Descrição completa das variáveis apresentadas no Apêndice A.

Fonte: Dados da pesquisa.

Destaca-se ainda que a remuneração variável por participação dos resultados (curto prazo) e a remuneração baseada em ações (longo prazo) representam, em média, respectivamente, 13,67% e 18,29% da remuneração total da diretoria. Para Beuren *et al.* (2020), a remuneração variável de curto prazo pode exercer um efeito maior no desempenho corporativo e na política de investimentos das empresas, e, por isso, requer especial atenção, uma vez que existem indícios de que níveis altos de remuneração variável podem induzir os gestores a se envolver em estratégias de gerenciamento de resultados (Dikolli *et al.*, 2020).

Verifica-se que as empresas da amostra possuem um ativo médio de 9.4761, rentabilidade de 3,84%, e que as dívidas representam 25,69% dos ativos das empresas. Além disso, 92,94% das companhias são auditadas pelo grupo *Big Four*, 31,76% das empresas atuam em setores com alta probabilidade litígio e apenas 21,47% das empresas da amostra apresentaram lucros negativos no período de análise.

A Tabela 2 apresenta a análise de correlação das variáveis adotadas no estudo. Os resultados demonstram que o nível de gerenciamento de resultados está correlacionado de

forma positiva e significativa com a rentabilidade e *Eissue* (crescimento do patrimônio líquido). Além disso, nota-se que a remuneração por participação nos resultados e a remuneração baseada em ações estão positivamente correlacionadas com a rentabilidade das empresas. Observa-se ainda que a correlação mais alta entre as variáveis da pesquisa é de aproximadamente 47% (rentabilidade e endividamento), o que mitiga possíveis problemas de multicolinearidade nas análises realizadas.

Tabela 2. Análise de correlação

Variáveis	1.	2.	3.	4.	5.	6.
1. GR	—					
2. Analistas	0.0322	—				
3. Participação Resultados	0.0641	0.0145	—			
4. Baseada em ações	-0.0146	0.148**	-0.195***	—		
5. Tamanho	-0.0079	0.142**	0.0866	-0.0486	—	
6. Rentabilidade	0.142**	0.0111	0.131*	0.162**	-0.296***	—
7. Endividamento	-0.0863	0.121*	0.0143	-0.246***	0.315***	-0.474***
8. Growth	0.0376	-0.123*	0.0900	0.0346	-0.121*	0.0993
9. Dissue	-0.0209	-0.0995	-0.0440	0.0719	-0.0933	-0.0194
10. Eissue	0.198***	-0.0615	0.0497	0.109*	-0.120*	0.1010
11. Big Four	0.0345	-0.0213	-0.0689	0.207***	-0.108*	0.184***
12. Litigation	0.0083	0.0700	0.0151	0.118*	-0.264***	-0.0592
13. Loss	-0.165**	0.0673	-0.167**	-0.0046	0.169**	-0.642***

Variáveis	7.	8.	9.	10.	11.	12.
7. Endividamento	—					
8. Growth	-0.0007	—				
9. Dissue	-0.0833	0.322***	—			
10. Eissue	-0.0886	0.312***	0.309***	—		
11. Big Four	-0.300***	-0.0611	-0.0531	0.0720	—	
12. Litigation	-0.257***	-0.0050	-0.0192	0.124*	0.188***	—
13. Loss	0.265***	-0.183***	-0.0367	-0.152**	-0.136*	-0.0183

*, ** e *** indicam coeficientes significativos aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente (bicaudal). Descrição completa das variáveis apresentadas no Apêndice A.

Fonte: Dados da pesquisa.

4.2 Análise multivariada

A Tabela 3 apresenta os resultados das regressões que visa identificar a associação entre a remuneração variável da diretoria executiva e o gerenciamento de resultados; e o efeito moderador da cobertura de analistas nessa relação.

Os resultados das estimações apresentados na Tabela 3 apontam um coeficiente positivo e significativo entre a remuneração variável, no qual considera o percentual de remuneração das participações no resultado, e o gerenciamento de resultados por *accruals*. Este resultado sugere que os incentivos de remuneração variável de curto prazo (participações nos resultados) podem conduzir os executivos a adotarem níveis mais altos de gerenciamento de resultados a fim de alcançar as metas de desempenho e obter ganhos pessoais; convergente aos achados de Park (2019) e Bao *et al.* (2021), no qual constataram o efeito dessa associação na redução da qualidade dos relatórios financeiros.

Entretanto, não foi identificada uma relação significativa entre a remuneração variável de longo prazo (remuneração baseada em ações) e o gerenciamento de resultados por *accruals*. Este resultado diverge do encontrado por Harris *et al.* (2019), no qual identificaram uma associação significativa entre esses construtos. Wang e Xiao (2011) explicam que em ambientes de alta concentração de propriedade e que o problema fundamental de agência é do

tipo II (investidores externos e acionistas controladores), como ocorre no ambiente corporativo brasileiro, o desempenho empresarial pode não ser determinante para o pagamento de remuneração baseada em ações; o que, de certa forma, não induziria os gestores a adotar práticas de manipulação de resultados para obter este tipo de remuneração.

Tabela 3. Resultados da regressão

Variáveis Independentes	Participação nos Resultados			Remuneração Baseada em Ações		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
<i>Intercepto</i>	0.009 (0.63)	0.048 (0.96)	0.046 (0.94)	0.010 (0.67)	0.055 (1.17)	0.052 (1.14)
<i>Participação Resultados</i>	0.027* (1.94)	0.029* (1.89)	0.092*** (2.82)	—	—	—
<i>Participação Resultados x Analistas</i>	—	—	-0.007** (-2.14)	—	—	—
<i>Baseada em Ações</i>	—	—	—	-0.007 (-0.29)	-0.017 (-0.82)	-0.005 (-0.12)
<i>Baseada em Ações x Analistas</i>	—	—	—	—	—	-0.001 (-0.43)
<i>Analistas</i>	0.001 (0.78)	0.001 (1.42)	0.002** (2.36)	0.001 (0.82)	0.001 (1.63)	0.001 (1.31)
<i>Tamanho</i>	—	0.001 (0.19)	0.001 (0.15)	—	0.000 (0.10)	0.000 (0.12)
<i>Rentabilidade</i>	—	0.714*** (4.97)	0.743*** (5.04)	—	0.715*** (5.05)	0.713*** (5.02)
<i>Endividamento</i>	—	0.025 (0.96)	0.029 (1.13)	—	0.018 (0.71)	0.017 (0.66)
<i>Growth</i>	—	0.259*** (4.12)	0.252*** (4.27)	—	0.260*** (4.09)	0.260*** (4.06)
<i>Dissue</i>	—	-0.013 (-1.20)	-0.013 (-1.18)	—	-0.013 (-1.15)	-0.014 (-1.14)
<i>Eissue</i>	—	0.032*** (3.93)	0.033*** (4.19)	—	0.033*** (3.84)	0.033*** (3.84)
<i>Big Four</i>	—	-0.019 (-1.56)	-0.023* (-1.74)	—	-0.021 (-1.63)	-0.021 (-1.65)
<i>Litigation</i>	—	-0.006 (-0.42)	-0.003 (-0.25)	—	-0.004 (-0.32)	-0.005 (-0.37)
<i>Loss</i>	—	-0.004 (-0.47)	-0.004 (-0.42)	—	-0.004 (-0.45)	-0.004 (-0.47)
Efeitos Fixos de Ano	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
Efeitos Fixos de Setor	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
Correção - Chen <i>et al.</i> (2018)	<i>Não</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Não</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
Observations	340	340	340	340	340	340
R-squared	0.0136	0.2614	0.2679	0.0079	0.2577	0.2580

*, ** e *** indicam coeficientes significativos aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente (bicaudal).

Descrição completa das variáveis apresentadas no Apêndice A.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Observa-se também que a interação entre a variável remuneração por participação nos resultados e a cobertura de analistas apresentou um coeficiente negativo e significativo, sugerindo que o monitoramento de analistas modera a relação entre os incentivos de remuneração de curto prazo e o gerenciamento de resultados por *accruals*. Infere-se, portanto, que quando as empresas são acompanhadas por analistas financeiros, em outras palavras, quando há um monitoramento maior das ações da alta administração, os gestores ficam menos motivados a adotar estratégias de manipulação de resultados para aumentar sua remuneração variável. Assim, a cobertura de analistas parece inibir o oportunismo gerencial decorrente das

práticas de gerenciamento de resultados, com o objetivo de obter ganhos privados (Buchholz *et al.*, 2020), corroborando os achados de Yu (2008), Paiva *et al.* (2019) e Sun (2018).

Do exposto, os resultados confirmam as hipóteses de pesquisa, já que se constatou uma associação positiva entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados (não se rejeita H_1) e que essa relação é menor com a cobertura de analistas financeiros (não se rejeita H_2). Em mercados emergentes como o Brasil, onde há fragilidades institucionais (Moura *et al.*, 2020) e baixa proteção ao investidor (Santa & Rezende, 2016), o fraco monitoramento externo pode ser visto pelos gestores como um ambiente propício para ações oportunistas. Contudo, a cobertura de analistas financeiros pode desempenhar um papel relevante nesse cenário, de modo a inibir o oportunismo gerencial, como práticas de manipulação de resultados, o que, por conseguinte, reduziria os custos de agência decorrentes do monitoramento das ações dos gestores (Jensen & Meckling, 1976; Sun, 2018).

5 TESTES DE ROBUSTEZ E ANÁLISES ADICIONAIS

5.1 Testes de Robustez – Modelos alternativos de *accruals* discricionários

Para empregar maior robustez aos resultados da pesquisa foram realizados testes de sensibilidade utilizando três modelos alternativos para estimação dos *accruals* discricionários. Mais especificamente, foram estimados *accruals* discricionários com base no modelo de Jones modificado (Dechow *et al.*, 1995), sem qualquer variável de controle adicional (*GR_a1*); levando em consideração o modelo de Jones modificado (Dechow *et al.*, 1995), incluindo adicionalmente o desempenho da empresa (lucro líquido escalonado pelo ativo total), com base em Kothari *et al.* (2005) (*GR_a2*); e considerando o modelo de Jones modificado (Dechow *et al.*, 1995), incluindo adicionalmente os *accruals* defasados (Dechow *et al.*, 2012) (*GR_a3*). A Tabela 4 apresenta os resultados dos testes de robustez.

Tabela 4. Resultados dos testes de robustez

Variáveis Independentes	Participação nos Resultados			Remuneração Baseada em Ações		
	<i>GR_a1</i>	<i>GR_a2</i>	<i>GR_a3</i>	<i>GR_a1</i>	<i>GR_a2</i>	<i>GR_a3</i>
<i>Intercepto</i>	0.029 (0.63)	0.035 (0.72)	-0.021 (-0.46)	0.032 (0.75)	0.041 (0.92)	-0.016 (-0.35)
<i>Participação Resultados</i>	0.080** (2.30)	0.094*** (2.86)	0.062* (1.65)	—	—	—
<i>Participação Resultados x Analistas</i>	-0.006* (-1.88)	-0.007** (-2.17)	-0.003 (-0.84)	—	—	—
<i>Baseada em Ações</i>	—	—	—	0.003 (0.08)	-0.009 (-0.25)	-0.019 (-0.54)
<i>Baseada em Ações x Analistas</i>	—	—	—	-0.002 (-0.60)	-0.001 (-0.34)	-0.001 (-0.29)
Variáveis de Controle	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
Efeitos Fixos de Ano	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
Efeitos Fixos de Setor	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
Correção - Chen <i>et al.</i> (2018)	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
Observations	340	340	298	340	340	298
R-squared	0.2688	0.2657	0.2735	0.2621	0.2557	0.2721

*, ** e *** indicam coeficientes significativos aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente (bicaudal). Descrição completa das variáveis apresentadas no Apêndice A.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados evidenciados na Tabela 4 confirmam os achados da análise principal (Seção 4.2), tendo em vista que a variável remuneração por participação nos resultados apresentou uma relação positiva e significativa com o nível de *accruals* discricionários nos três modelos utilizados; e não foi identificada relação significativa entre a remuneração baseada em ações e o nível de *accruals* discricionários. Além disso, verifica-se ainda que a cobertura

de analistas financeiros modera, de forma negativa e estatisticamente significativa, a relação entre a remuneração variável por participação nos resultados (curto prazo) e o gerenciamento de resultados. Assim, os resultados permaneceram robustos.

5.2 Análise Adicional – Qualidade do conselho de administração

Adicionalmente, o estudo analisa o efeito moderador da qualidade do conselho de administração na relação entre a remuneração variável da diretoria e o gerenciamento de resultados, tendo em vista a relevância deste órgão para o sistema de governança corporativa das organizações, tanto por fiscalizar as ações da gestão quanto por atuar nas decisões estratégicas corporativas (Ihlenfeldt & Colauto, 2020; Nadeem et al., 2020). Assim, foram analisadas as características do conselho das empresas quanto ao tamanho (*Board Size*), número de conselheiros independentes (*Independentes*) e presença do comitê de pessoas (*Comitê Pessoas*) – órgão de assessoramento responsável por auxiliar e avaliar as principais decisões do conselho (IBGC, 2015). Na Tabela 5 são evidenciados os resultados das regressões relacionadas.

Tabela 5. Análise adicional - Qualidade do Conselho de Administração

Variáveis Independentes	Participação nos Resultados			Remuneração Baseada em Ações		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
<i>Intercepto</i>	0.035 (0.68)	0.052 (0.99)	0.049 (0.95)	0.046 (1.01)	0.059 (1.21)	0.059 (1.20)
<i>Participação Resultados</i>	0.164** (2.16)	0.029 (1.22)	0.041* (1.79)	—	—	—
<i>Participação Resultados x Board Size</i>	-0.016* (-1.83)	—	—	—	—	—
<i>Participação Resultados x Independentes</i>	—	-0.009 (-0.12)	—	—	—	—
<i>Participação Resultados x Comitê Pessoas</i>	—	—	-0.024 (-0.67)	—	—	—
<i>Baseada em Ações</i>	—	—	—	0.136* (1.79)	-0.020 (-0.64)	-0.018 (-0.77)
<i>Baseada em Ações x Board Size</i>	—	—	—	-0.016* (-1.83)	—	—
<i>Baseada em Ações x Independentes</i>	—	—	—	—	0.029 (0.46)	—
<i>Baseada em Ações x Comitê Pessoas</i>	—	—	—	—	—	0.027 (0.68)
Variáveis de Controle	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
Efeitos Fixos de Ano	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
Efeitos Fixos de Setor	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
Correção - Chen <i>et al.</i> (2018)	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
Observations	335	335	335	340	340	340
R-squared	0.2666	0.2580	0.2605	0.0079	0.2577	0.2580

*, ** e *** indicam coeficientes significativos aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente (bicaudal). Descrição completa das variáveis apresentadas no Apêndice A.

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 5, os resultados das regressões mostram uma relação positiva e significativa entre a remuneração variável da diretoria executiva e o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, convergente com os resultados de Harris *et al.* (2019), Park (2019) e Bao *et al.* (2021), no qual identificaram que os incentivos de remuneração da diretoria influenciam o nível de gerenciamento de resultados.

Em relação ao efeito moderador da qualidade do conselho de administração, das três variáveis utilizadas, apenas o tamanho do conselho de administração modera, de forma negativa e estatisticamente significativa, a relação entre a remuneração variável da diretoria e

o gerenciamento de resultados. Este resultado sugere que em empresas que possuem conselhos compostos por um maior número de membros, os gestores possuem menos incentivos para adotar práticas de gerenciamento de resultados com objetivo de aumentar sua remuneração variável. Os achados são consoantes aos estudos de Alhebri *et al.* (2021) e Saona *et al.* (2020), ao mencionarem que conselhos de administração maiores podem promover controles mais efetivos acerca das ações oportunistas da gestão.

Importa mencionar que em mercados emergentes, verifica-se um maior nível de assimetria de informações e falhas nos mecanismos de governança corporativa (Wasan & Mulchandani, 2020). Dessa forma, os resultados contrariam estudos anteriores (Shahwan & Almubaydeen, 2020; Sehrawat *et al.*, 2019), à medida que demonstram a evolução no que tange à eficácia dos mecanismos de governança corporativa no cenário brasileiro. Por fim, é válido destacar a importância do conselho de administração, tanto por atuar na direção estratégica e na fiscalização das ações dos gestores (Nadeem *et al.*, 2020), quanto na gestão dos riscos que podem comprometer o desempenho corporativo, de modo a proteger os interesses de investidores e demais interessados (Almutairi & Quttainah, 2020).

6 CONCLUSÃO

O presente estudo investigou o efeito moderador da cobertura de analistas na relação entre a remuneração variável da diretoria e o gerenciamento de resultados. A amostra da pesquisa reúne as empresas brasileiras com ações negociadas no IBrX100, no período de 2010-2019. Os resultados dos modelos de regressão estimados sugerem uma associação positiva e significativa entre a remuneração variável por participação nos resultados e o gerenciamento de resultados por *accruals*, sugerindo que a remuneração variável de curto prazo pode incentivar os executivos a adotarem práticas de gerenciamento de resultados. Observou-se também que a cobertura de analistas financeiros modera essa relação, no sentido de mitigar o efeito da remuneração variável sobre o oportunismo gerencial por meio do gerenciamento de resultados por *accruals*.

Ademais, importa mencionar que as análises referentes ao efeito da qualidade do conselho de administração na relação entre a remuneração variável e o gerenciamento de resultados evidenciaram que apenas o tamanho do conselho modera, no sentido de suavizar, a relação entre os incentivos de remuneração variável da diretoria e as práticas de manipulação dos resultados.

No campo teórico, este estudo contribui com a literatura sobre os determinantes que podem influenciar o gerenciamento de resultados nas organizações em mercados emergentes, como o Brasil. Além disso, os resultados deste estudo reforçam os pressupostos da Teoria da Agência, uma vez que foram identificados como diferentes mecanismos de governança corporativa (incentivos de remuneração variável, cobertura de analistas financeiros e a qualidade do conselho) podem incentivar ou restringir a adoção de estratégias de manipulação dos resultados, influenciando, assim, nos custos de agência relacionados ao monitoramento das ações dos gestores quanto à qualidade das informações contábeis.

O estudo contribui também para o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. As informações contábeis são fundamentais para o bom funcionamento do mercado de capitais (Healy & Palepu, 2001). Diante disso, os achados desta pesquisa, à medida que identifica como alguns mecanismos podem melhorar a qualidade dos relatórios financeiros e reduzir o oportunismo gerencial, pode auxiliar reguladores na idealização e realização de políticas públicas direcionadas tanto para melhorar a qualidade das informações divulgadas pelas organizações quanto para promover um ambiente de governança mais forte, de modo a atrair investidores. Por fim, os resultados aqui evidenciados podem interessar a investidores quanto à decisão de investimentos em empresas com mecanismos de governança mais fortes,

já que se pôde observar a relevância do papel dos analistas financeiros no monitoramento das ações da alta gestão e para minimizar os problemas de assimetria de informações.

Para estudos futuros, propõe-se investigar se as empresas com diferentes tipos de estrutura de propriedade (familiar, institucional, estatal etc.) adotam níveis mais altos (ou não) de gerenciamento de resultados, e como a cobertura de analistas influenciam nessa relação. Sugere-se ainda utilizar outras métricas de gerenciamento de resultados e analisar esses construtos em outros mercados financeiros, em virtude de que as características institucionais dos países podem influenciar na relação entre os incentivos de remuneração e práticas de manipulação de resultados, de modo a propiciar, inclusive, análises comparativas.

REFERÊNCIAS

- Abdelaziz, F. B., Neifar, S., & Halioui, K. (2020). Multilevel optimal managerial incentives and audit fees to limit earnings management practices. *Annals of Operations Research*. <https://doi.org/10.1007/s10479-020-03748-9>
- Alhebri, A. A., Al-Duais, S. D., & Almasawa, A. M. (2021). The influence of independence and compensation of the directors on family firms and real earnings management. *Cogent Economics and Finance*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1934977>
- Allen, A., Francis, B. B., Wu, Q., & Zhao, Y. (2016). Analyst coverage and corporate tax aggressiveness. *Journal of Banking & Finance*, 73, 84–98.
- Almutairi, A. R., & Quttainah, M. A. (2020). Foreign directors and corporate governance in Islamic banks. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11(3), 765–791.
- Assenso-Okofu, O., Jahangir Ali, M. & Ahmed, K. (2021). The impact of corporate governance on the relationship between earnings management and CEO compensation. *Journal of Applied Accounting Research*, 22(3), 436–464.
- Bao, M. X., Cheng, X., Smith, D., & Tanyi, P. (2021). CEO pay ratios and financial reporting quality. *Global Finance Journal*, 47, 1–17.
- Beuren, I. M., Pamplona, E., & Leite, M. (2020). Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 24(6), 514–531.
- Black, E. L., Christensen, T. E., Taylor Joo, T., & Schmardebeck, R. (2017). The relation between earnings management and non-GAAP reporting. *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 750–782.
- Brasil, Bolsa, Balcão [B3]. (2021). Índice Brasil 100 (IBrX 100 B3). http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm.
- Buchholz, F., Lopatta, K., & Maas, K. (2020). The Deliberate Engagement of Narcissistic CEOs in Earnings Management. *Journal of Business Ethics*, 167, 663–686.
- Cang, Y., Chu, Y., & Lin, T. W. (2014). An exploratory study of earnings management detectability, analyst coverage and the impact of IFRS adoption: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 356–371.
- Chen, T., Harford, J., & Lin, C. (2015). Do analysts matter for governance? Evidence from natural experiments. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 383–410.
- Chen, W., Hribar, P., & Melessa, S. (2018). Incorrect inferences when using residuals as dependent variables. *Journal of Accounting Research*, 56(3), 751–796.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: a survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33.
- Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. M. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344–401.

- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of Accounting Research*, *50*(2), 275–334.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, *70*(2), 193–225.
- DeGeorge, F., Ding, Y., Jeanjean, T., & Stolowy, H. (2013). Analyst coverage, earnings management and financial development: An international study. *Journal of Accounting and Public Policy*, *32*(1), 1–25.
- Dikolli, S. S., Heater, J. C., Mayew, W. J., & Sethuraman, M. (2021). Chief Financial Officer Co-option and Chief Executive Officer Compensation. *Management Science* *67*(3), 1939–1955.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, *14*(1), 57–74.
- Fan, Z., Radhakrishnan, S., & Zhang, Y. (2021). Corporate Governance and Earnings Management: Evidence from Shareholder Proposals. *Contemporary Accounting Research*, *38*(2), 1434–1464.
- Feng, H., & Jia, Y. (2021). Are CEOs incentivized to shelter good information? *The Financial Review*, *56*(1), 109–132.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2011). Managerial compensation. *Journal of Corporate Finance*, *17*(1), 1068–1077.
- Gouldman, A., & Victoravich, L. (2020). The effect of CEO friendship and perceived pay equity on the earnings management behavior of business-unit managers. *Managerial Auditing Journal*, *35*(3), 429–447.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, *40*(1-3), 3–73.
- Gray, S. J., Kang, T., Lin, Z., & Tang, Q. (2015). Earnings management in Europe post IFRS: do cultural influences persist? *Management International Review*, *55*(6), 827–856.
- Gutiérrez, M., Papiashvili, N., Tribó, J. A., & Vazquez, A. B. (2020). Managerial incentives for attracting attention. *European Financial Management*, *26*(4), 896–937.
- Habbash, M., & Alghamdi, S. (2015). The perception of earnings management motivations in Saudi public firms. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, *5*(1), 122–147.
- Harris, O., Karl, B., & Lawrence, E. (2019). CEO compensation and earnings management: Does gender really matter? *Journal of Business Research*, *98*, 1–14.
- Healy, P. M., & Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, *31*(1-3), 405–440.
- Ihlenfeldt, E. L., & Colauto, R. D. (2020). Qualidade do Conselho de Administração em Companhias Brasileiras de Capital Aberto. *Enfoque Reflexão Contábil*, *39*(3), 37–53.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. São Paulo, SP: IBGC.
- Irani, R. M., & Oesch, D. (2016). Analyst coverage and real earnings management: Quasi-experimental evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *51*(2), 589–627.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, *3*(4), 305–360.
- Ke, B., & Zhang, X. (2020). Does Public Enforcement Work in Weak Investor Protection Countries? Evidence from China. *Contemporary Accounting Research*. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12652>
- Kontesa, M., Brahmana, R., & Tong, A. H. H. (2021). Narcissistic CEOs and their earnings management. *Journal of Management and Governance*, *25*, 223–249.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, *39*(1), 163–197.

- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2020). Conditional conservatism and the limits to earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(4), 106738.
- Larson, C. R., Sloan, R., & Giedt, J. Z. (2018). Defining, measuring, and modeling accruals: a guide for researchers. *Review of Accounting Studies*, 23(3), 827–871.
- Li, S., Ding, F., Liu, Q., Qiao, Z., & Chen, Z. (2021). Can financial analysts constrain real earnings management in emerging markets? Evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. <https://doi.org/10.1080/16081625.2020.1871043>
- Mardnly, Z., Badran, Z., & Mouselli, S. (2021). Earnings management and audit quality at Damascus securities exchange: Does managerial ownership matter? *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-06-2020-0162>
- Moardi, M., Salehi, M., Poursasan, S., & Molavi, H. (2019). Relationship between earnings management, CEO compensation, and stock return on Tehran Stock Exchange. *International Journal of Organization Theory & Behavior*, 23(1), 1–22.
- Moura, A. A. F., Altuwajri, A., & Gupta, J. (2020). Did mandatory IFRS adoption affect the cost of capital in Latin American countries? *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 38, 1–18.
- Nadeem, M., Bahadar, S., Gull, A. A., & Iqbal, U. (2020). Are women eco-friendly? Board gender diversity and environmental innovation. *Business Strategy and the Environment*, 29, 3146–3161.
- Novaes, P. V. G., Borges Junior, P., Almeida, J. E. F., & Bortolon, P. M. (2018). Accruals discricionários e previsões otimistas dos analistas: Incentivos e consequências. *Contabilidade Vista & Revista*, 29(1), 28–47.
- Okyere, S. A., Fiador, V., Sarpong-Kumankoma, E. (2021). Earnings management, capital structure, and the role of corporate governance: Evidence from sub-Saharan Africa. *Managerial and Decision Economics*. <https://doi.org/10.1002/mde.3324>
- Osma, B. G., Scarlat, E., & Shields, K. (2020). Insider trading restrictions and earnings management. *Accounting and Business Research*, 50(3), 205–237.
- Paiva, I. S., Lourenço, I. C., & Curto, J. D. (2019). Earnings management in family versus non-family firms: the influence of analyst coverage. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 48(2), 113–133.
- Park, K. (2019). Does peer firm executive compensation affect earnings management? *Managerial Finance*, 45(1), 54–71.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480.
- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2021). The Role of CEO Power on CSR Reporting: The Moderating Effect of Linking CEO Compensation to Shareholder Return. *Sustainability*, 13(6), 1–19.
- Rodriguez-Pérez, G., & Hemmen, S. V. (2010). Debt, diversification and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(2), 138–159.
- Santa, S. L. L., & Rezende, A. J. (2016). Corporate tax avoidance and firm value: from Brazil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(30), 114–133.
- Santana, C. V. S., Santos, L. P. G. D., Carvalho Junior, C. V. O., & Martinez, A. L. (2019). Sentimento do Investidor e Gerenciamento de Resultados no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 31(83), 283–301.
- Saona, P., Muro, L., & Alvarado, M. (2020). How do the ownership structure and board of directors' features impact earnings management? The Spanish case. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 31(1), 98–133.
- Shahwan, Y., & Almubaydeen, T. H. (2020). Effects of Board Size, Board Composition and Dividend Policy on Real Earnings Management in the Jordanian Listed Industrial Firms. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 195–202.

- Shiah-Hou, S.-R. (2016). The effect of analyst coverage on CEO compensation structure: evidence from the S & P 1500. *Managerial Finance*, 42(3), 191–211.
- Sun, J. (2018). Governance Role of Analyst Coverage and Investor Protection. *Financial Analysts Journal*, 65(6), 52–64.
- Sun, J., & Liu, G. (2016). Does analyst coverage constrain real earnings management? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 131–140.
- Thesing, J. & Velte, P. (2021). Do fair value measurements affect accounting-based earnings quality? A literature review with a focus on corporate governance as moderator. *Journal of Business Economics*. <https://doi.org/10.1007/s11573-020-01025-6>
- Tosun, O. K. (2020). Differences in CEO compensation under large and small institutional ownership. *European Financial Management*, 26(4), 1031–1058.
- Trimble, M. (2018). A reinvestigation into accounting quality following global IFRS adoption: Evidence via earnings distributions. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 33, 18–39.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15(3), 421–458.
- Wang, K., & Xiao, X. (2011). Controlling shareholders' tunneling and executive compensation: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(1), 89–100.
- Wasan, P., & Mulchandani, K. (2020). Corporate governance factors as predictors of earnings management. *Journal of General Management*, 45(2), 71–92.
- Yu, F. (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 245–271.

Apêndice A. Variáveis

Variável dependente	
<i>GR</i>	gerenciamento de resultados por <i>accruals</i>
Variáveis independentes	
<i>Participação Resultados</i>	percentual de remuneração das participações no resultado em relação à remuneração total da diretoria
<i>Baseada em Ações</i>	percentual de remuneração baseada em ações em relação à remuneração total da diretoria
<i>Analistas</i>	número total de analistas
Variáveis de controle	
<i>Tamanho</i>	logaritmo natural do ativo total
<i>Rentabilidade</i>	lucro líquido escalonado pelo ativo total
<i>Endividamento</i>	total de dívidas onerosas escalonada pelo ativo total
<i>Growth</i>	Percentual de crescimento de vendas do período $t-1$ para t
<i>Dissue</i>	percentual de crescimento do passivo total do período $t-1$ para t
<i>Eissue</i>	Percentual de crescimento do patrimônio líquido do período $t-1$ para t
<i>Big Four</i>	<i>dummy</i> que assume o valor 1 para empresas auditadas pelas quatro maiores empresas de auditoria (PwC, KPMG, E&Y e Deloitte), e zero caso contrário
<i>Litigation</i>	<i>dummy</i> que assume o valor 1 para empresas de setores com alta probabilidade de litígio (códigos SIC 2833–2836, 3570–3577, 3600–3674, 5200–5961 e 7370), e zero caso contrário
<i>Loss</i>	<i>dummy</i> que assume o valor 1 para empresas com lucro líquido negativo, e zero caso contrário
Análises adicionais	
<i>Board Size</i>	número total de conselheiros
<i>Independentes</i>	número de conselheiros independentes em relação ao número total de conselheiros
<i>Comitê Pessoas</i>	<i>dummy</i> que assume o valor 1 para empresas com comitê de pessoas, e zero caso contrário.
