

**XI CONGRESO INTERNACIONAL DE COSTOS Y GESTION**

**XXXII CONGRESO ARGENTINO DE PROFESORES  
UNIVERSITARIOS DE COSTOS**

**ANÁLISE EMPÍRICA SOBRE A INFLUÊNCIA DAS BONIFICAÇÕES  
AOS AGENTES NO GERENCIAMENTO DE RESULTADO EM  
EMPRESAS DO SETOR DE MATERIAIS BÁSICOS NO BRASIL.**

**Tipificación:** Conclusiones o avances de proyectos de investigación

**Autores**

**Rafael de Lacerda Moreira**

Universidade Federal de Minas Gerais  
Mestrando em Ciências Contábeis

**Gideão José Pinto Oliveira**

Universidade Federal de Minas Gerais  
Mestrando em Ciências Contábeis

**Poueri do Carmo Mário**

Universidade Federal de Minas Gerais  
Professor Adjunto do Departamento de Ciências Contábeis  
Associado ABC – Associação Brasileira de Custos

**Trelew – Patagonia Argentina, Septiembre de 2009**

**XI CONGRESO INTERNACIONAL DE COSTOS Y GESTION  
XXXII CONGRESO ARGENTINO DE PROFESORES  
UNIVERSITARIOS DE COSTOS**

**ANÁLISE EMPÍRICA SOBRE A INFLUÊNCIA DAS BONIFICAÇÕES AOS AGENTES  
NO GERENCIAMENTO DE RESULTADO EM EMPRESAS DO SETOR DE MATERIAIS  
BÁSICOS NO BRASIL.**

**Tipificación:** Conclusiones o avances de proyectos de investigación

**RESUMO**

O tema remuneração de gestores continua a não gerar consenso sobre suas vantagens e desvantagens. Alguns autores defendem que os planos de incentivos têm um impacto positivo na performance das empresas com conseqüente criação de valor. Considerando que a redução da assimetria informacional permite uma maior qualidade da informação contábil e suas implicações no processo de avaliação de desempenho. Este artigo tem como objetivo a verificação das hipóteses levantadas sobre a manipulação das informações contábeis, gerenciamento de resultados, onde a palavra “manipulação” traz a idéia de interferência e não de fraude. Como, por exemplo, evitar a divulgação de perdas ou declínio dos resultados contábeis, incluindo suavização dos resultados ao longo do tempo. A análise desse gerenciamento de resultado tem em vista o impacto sobre a remuneração variável do agente, administrador. Com isso, o objetivo desse estudo é observar se nas empresas onde existem bonificação por opção por ações aos administradores apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultado. Os resultados obtidos mostram que a utilização de remuneração de seus administradores com opções de ações nas empresas é fator relevante na explicação do gerenciamento de resultados das empresas. Assim, pode-se afirmar que, através desse estudo, há evidências de gerenciamento de resultados em empresas que remuneram seus executivos com Opções de Ações, indo de encontro a resultados obtidos na literatura internacional. Apesar de utilizar uma amostra pequena esse estudo demonstra alguma relação entre bonificação e gerenciamento de resultados, um tema ainda pouco abordado no Brasil.

## 1 - Introdução

O tema remuneração de gestores continua a não gerar consenso sobre suas vantagens e desvantagens entre os especialistas em recursos humanos, governança corporativa e até acadêmicos. Mesmo nos mercados anglo-saxônicos, onde predomina a separação entre a propriedade e a gestão, a remuneração com base no desempenho está sujeita a polêmicas relativas ao alinhamento de interesses entre gestores e acionistas e entre colaboradores de diferentes níveis hierárquicos. Até em economias com mercados de capitais menos desenvolvidos o tema também é polêmico.

Para Duarte (2006) a década de 90 registrou uma forte transformação das políticas de remuneração, com os modelos de remuneração baseados no desempenho/performance empresarial. Todavia, o elevado crescimento dos salários dos gestores e a falência de empresas como a Enron ou a Worldcom vieram lançar dúvidas sobre a adequação dos tipos de incentivos postos em vigor, com destaque para as *stock options*. A desvalorização dos mercados de capitais, a partir do ano de 2000, aumentou as dúvidas quanto ao modelo de remuneração mais adequado.

Alguns autores defendem que os planos de incentivos têm um impacto positivo na performance das empresas com conseqüente criação de valor. Corroboram com esta afirmativa os seguintes autores: Gerhart e Milkovich, (1990); Jensen, (2001); Murphy(2002); e Scott (2003)

A Teoria Contratual da Firma descreve que a empresa é considerada um conjunto de contratos entre os diversos agentes econômicos e que cada um deles contribui com algo para o processo produtivo da firma e, em contrapartida, recebe algo em troca. Watts e Zimmerman (1986) dizem que “a firma é observada como uma equipe de indivíduos com interesses próprios no qual reconhecem que as suas riquezas particulares dependem do sucesso da firma em competição com as outras empresas”. Percebemos nessa afirmativa que cada agente espera maximizar a sua própria riqueza (utilidade) e não a do grupo de agentes relacionados com a firma. Dessa forma, faz-se necessário a existência de contratos entre as partes para um melhor alinhamento de interesses entre os mesmos.

A contabilidade no cumprimento de seu papel de informar surge dentro da dinâmica empresarial com o objetivo de minimizar a assimetria informacional, conseqüentemente, reduzindo os conflitos de interesses entre os agentes (administradores) e principal (acionistas). Palepu et AL (2004) afirma que o conjunto de relatórios contábeis é base para uma ampla extensão da análise empresarial e é utilizado como meio importante para a administração comunicar o desempenho da empresa e o mecanismo de governança aos investidores. Pindyck e Rubinfeld (2006) dizem que “o problema da relação agente-principal surge quando os agentes perseguem seus próprios objetivos, e não os do principal”.

Considerando que a redução da assimetria informacional permite uma maior qualidade da informação contábil e suas implicações no processo de avaliação de desempenho. Este artigo tem como objetivo a verificação das hipóteses levantadas sobre a manipulação das informações contábeis, gerenciamento de resultados, onde a palavra “manipulação” traz a idéia de interferência e não de fraude. Como, por exemplo, evitar a divulgação de perdas ou declínio dos resultados contábeis, incluindo suavização dos resultados ao longo do tempo.

A análise desse gerenciamento de resultado tem em vista o impacto sobre a remuneração variável do agente, administrador. Este artigo considera que a manipulação

das informações contábeis é toda e qualquer prática utilizada pelos administradores, que por escolhas contábeis ou alteração das atividades operacionais normais da empresa, tenham o objetivo de interferir, intencionalmente, na informação contábil reportada e, com isso, influenciarem a análise da performance do negócio e conseqüentemente na sua remuneração.

O objetivo desse estudo é observar se nas empresas onde existem bonificação por opção por ações aos administradores apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultado.

## **2 – Referencial Teórico**

### **2.1 – Teoria da Agência e o Custo de Agência**

Segundo Paulo (2007), a Teoria da Agência é um tema desenvolvido pela economia, que foi adotado pela Contabilidade com a intenção de fundamentar parte de suas atividades. A Teoria da Agência procura descrever de forma lógica a relação entre dois indivíduos: o principal e o agente. Esta relação está baseada sobre o comprometimento do agente realizar uma tarefa para o principal e este remunerar o primeiro em função da tarefa realizada ou cumprida. Neste contexto surge a necessidade de realização ou utilização de um instrumento (denominado de contrato) que possa ser utilizado como sistema de informação e avaliação entre as partes.

Na pesquisa de Lambert (2001), denominada *Contracting Theory And Accounting*, o autor revisa a teoria de agência e suas aplicações na contabilidade; discute a formulação de modelos de problemas de incentivo, que surgem porque as ações do agente não são observáveis pelo principal; discute também, sobre o papel de medidas de desempenho (na redução da magnitude do problema de agência) em contratos de compensação e compara como a informação é agregada para fins de compensação versus fins de avaliação. Dado o contrato oferecido, o agente escolherá as ações que maximizam sua utilidade esperada.

Considerando o cenário empresarial, o proprietário (investidores) exerce o papel de principal e os administradores o papel de agente. Os proprietários avaliam as decisões tomadas pelos administradores. Dentro deste cenário, surge a contabilidade como sistema de informação entre o Principal (avaliadores) e o Agente (tomadores de decisão), e se torna em um importante instrumento para a mensuração de performance e de definição de remuneração.

Para Jensen e Meekling (1976) a relação existente entre principal e agente seria “um contrato pelo qual uma ou mais pessoas Principal (is) contrata (m) outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em favor deles e que envolva delegar, ao agente, alguma autoridade de tomada de decisão”. Ou seja, espera-se que o agente substitua o principal na tomada de decisão agindo na melhor forma possível como se fosse o próprio principal, no entanto, conforme Eisenhardt (1989), tanto principal quanto o agente estão engajados em um comportamento corporativo, mas apresentam atitudes e metas diferentes quanto ao risco envolvido. Corroborando com Eisenhardt, Martin (1987), diz que a Teoria do Agenciamento procura estipular quais seriam as regras contratuais entre controlador (Principal) e agentes e os necessários incentivos que induziriam ao comportamento ótimo, mesmo na presença de tais conflitos de interesse.

Por outro lado, os contratos são incompletos. Para Duarte (2006) dadas as incertezas verificadas no mercado verificam-se possíveis contingências que são muito difíceis de prever e especificar para ambas as partes do contrato. De maneira que os contratos são incompletos, dada a dificuldade de medida e especificação dos resultados obtidos e o desempenho em relação ao que foi contratado como contrapartida do colaborador. Dessa forma, Klein (1983) diz que a inevitabilidade de reconhecer e aceitar a impossibilidade de se estruturar os contratos de forma perfeita torna o problema de agência fortemente baseado na suposição de inexistência de contratos perfeitos

Para Murphy (2002) o objetivo prioritário dos principais é encontrar uma política de remuneração que alinhe os interesses dos gestores aos seus, representando os incentivos um mecanismo de controle alternativo para aumentar a motivação e desempenho dos gestores.

Segundo Byrd et al (1998), a qualidade das decisões dos agentes não depende somente de suas habilidades, mas também dos incentivos que lhes são oferecidos. Corroborando com isto, Macleod (2001), diz que os contratos apresentam dois componentes de suma importância:

1. Remunera os gestores que aceitaram correrem altos níveis de risco e transfere o risco do agente para o principal sob a forma de um maior montante de salário fixo. Contudo, não se espera que este componente incentive suficientemente o agente a um elevado desempenho em benefício do principal. Ao mesmo tempo, esta parcela de salário fixo origina maiores custos de agência dado que não evita a atitude oportunista dos gestores.
2. Alinha os objetivos dos gestores aos dos principais através da atribuição de remuneração com base no desempenho específico da empresa, o que incentiva os gestores a adotarem decisões tendo como referencial a criação de valor para os acionistas.

De forma geral, a Teoria da Agência poderia ser apresentada como sendo a relação existente entre Principal (proprietário) e Agente (administrador), quando o primeiro delega ao segundo autoridade e autonomia para tomar decisões no seu lugar, para que o agente aja no melhor do interesse do primeiro (alinhamento de interesse) é oferecido a este parte da riqueza do primeiro a título de remuneração ou benefícios. Sendo que esta riqueza transferida ao agente é denominada de custo de agência.

## **2.2 – Avaliação de Desempenho ou Performance**

Cada vez mais, as empresas têm buscado alternativas de remuneração para seus gestores. Lins (2006) aborda que a forma de remuneração dos gestores está atrelada aos cargos, funções e indicadores de desempenho (lucro, resultados operacionais e indicadores de crescimento de vendas), mas em muitos casos, está baseada em bônus, gratificações, comissão, prêmios *stock options* e bônus diferido. Segundo Lins (2006), a adoção da remuneração variável vem crescendo entre as organizações em que os bônus executivos, por exemplo, são atrelados a indicadores como resultado/lucro líquido, resultado/lucro operacional e faturamento.

Para Rappaport (1983), as medidas de desempenho precisam ser: (1) Consistentes com a teoria econômica básica de valor; (2) calculadas a partir de dados disponíveis e não facilmente manipulados; (3) relevantes para o desempenho das várias unidades operacionais da corporação, para a corporação como um todo e para comparar com o desempenho de competidores; (4) facilmente explicadas para o público interno e externo à organização. Além disso, as medidas de desempenho precisam estar relacionadas com os planos estratégicos das empresas.

A remuneração, baseada na performance e em medidas de desempenho, é uma dentre muitas alternativas para garantir a obtenção de vantagem competitiva sustentável e alinhar os interesses de gestores e investidores.

## **2.3 – Gerenciamentos de Resultados**

Em seu estudo Paulo (2007), apresenta evidências sobre o comportamento oportunista dos administradores em diversas situações. Os incentivos para a manipulação das informações contábeis são originados da regulamentação, contratos de dívidas, remuneração dos altos executivos e, emissão e negociação de títulos

mobiliários. Ele destaca entre os muitos fatores de incentivos para a manipulação das informações contábeis os seguintes:

- Evitar divulgação de perdas contábeis;
- Minimizar volatilidade dos resultados ao longo do tempo;
- Remuneração baseada em desempenho, incluindo stock options
- Ajustar resultados às previsões dos analistas financeiros
- Lançamento de títulos no mercado de capitais;
- Cumprimento de exigências contratuais de dívidas (debt covenants) e renovação de contratos de financiamentos e ou empréstimos;
- Fiscalização ou monitoramento setorial das agências regulatórias;
- Redução de carga tributária;
- Outros incentivos econômicos e/ou financeiros;
- Incentivos além dos aspectos econômicos e financeiros

Segundo Paulo, os trabalhos sobre gerenciamento de resultados na literatura corrente (JONES, 1991; DECHOW et al, 1995; BURGSTÄHLER; DICHEV, 1997; HEALY; WAHLEN, 1999; MARTINEZ, 2001; BARTOV et al, 2002; RATOV; MOHANRAM, 2004; FUJI, 2004; TUKAMOTO, 2004; ZENDERSKY, 2005) estão focados, principalmente, na manipulação do resultado contábil, através dos *accruals* discricionários.

Para Gao e Srives (2002), o gerenciamento de resultados diz respeito aos executivos que usam os *accruals* para explorar informações assimétricas, manipulando os lucros correntes anuais a fim de alcançar maiores vantagens para si próprios. Dessa maneira podemos entender que *accruals* são todas aquelas contas de resultado que entraram no cômputo do lucro, mas que não implicam em necessária movimentação de disponibilidades. Dessa maneira o gerenciamento de resultados contábeis nada mais é que outra maneira de tratar a diferença existente entre os dois sistemas. Considerando que eventualmente possa tomar a decisão de aumentar ou diminuir por motivos alheios à realidade de negócio cria-se a necessidade didática de subdividir estes em: *discretionary accruals* e *non discretionary*.

Cardoso (2005) afirma que esta interferência sobre os números contábeis através dos *accruals* pode ocorrer na escolha do momento do reconhecimento e/ou na escolha do critério de mensuração contábil.

Martinez (2001) alerta que “em contexto de assimetria de informações, há o inevitável risco de que os resultados reportados pela gestão não sejam efetivamente apresentados nos moldes esperados pelos usuários da informação contábil”. Isto quer dizer que o administrador pode exercer o “seu” julgamento sobre as escolhas contábeis, afetando dessa maneira o reconhecimento dos *accruals*.

## 2.4 - Política de Remuneração

Por Definição, uma política de remuneração ou sistema de recompensa é o conjunto de instrumentos que constituem a contrapartida da contribuição prestada pelos empregados aos resultados do negócio. As suas bases são:

- Coerência dos componentes da política de remuneração;
- Articulação com os objetivos estratégicos da empresa;
- Critério de atribuição deve basear-se no desempenho e contribuição para os resultados do negócio;
- Ser uma fonte de motivação e produtividade para os empregados;
- A política de remuneração deverá ter em conta a cultura da empresa, nomeadamente a personalidade e os comportamentos dos empregados, e, acima de tudo, os seus objetivos estratégicos.

➤ E, para tornar possível o equilíbrio entre o sistema de recompensas, os objetivos estratégicos e a cultura empresarial, as empresas deverão adaptar planos de gestão de desempenho baseados nos seguintes passos:

1. Atração e retenção dos melhores gerentes;
2. Motivação e produtividade;
3. Definição da hierarquia; e
4. Cultura organizacional

### 3 - Hipótese de pesquisa

Com a intenção de aumentar a convergência entre os objetivos dos agentes e dos acionistas, um das medidas tomadas é a de bonificação aos administradores quando esses atingem as metas fixadas. Uma forma de bonificação bastante utilizada para remediar conseqüências adversas do conflito de agência é premiar os gerentes com opções de ações, pois, teoricamente, os gerentes que possuem mais ações estão mais propensos a agir junto aos interesses dos acionistas.

Conforme Watts e Zimmerman (1986) “a hipótese do plano de incentivo é que os administradores de empresas que recebem bônus – remuneração variável – usarão freqüentemente métodos contábeis que aumentem o resultado do período”

No entanto, os administradores podem utilizar os *accruals* discricionários para gerenciar o resultado do período, melhorando a sua remuneração por atingir as metas, ou mesmo para não ultrapassar demasiadamente as metas daquele período e tenha possibilidade de utilizar esses *accruals* para melhorar os resultados do período seguinte. Além disso, uma vez que exista remuneração por opção por ações os resultados contábeis podem ser manipulados com intenção de passar uma informação ao mercado que aumente ou diminua os preços de ações segundo a intenção dos agentes. Desse modo, levanta-se a seguinte hipótese:

**H0:** As empresas onde existem bonificação por opção por ações aos administradores apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultado.

### 4 - Caracterização da Pesquisa

Quanto aos objetivos do estudo, a pesquisa caracteriza-se como exploratória, respaldada pela busca aprofundada sobre o assunto tratado, com o intuito de torná-lo mais claro, conforme Pontuado por Beuren et al (2008).

Já em relação aos procedimentos aplicados a pesquisa é bibliográfica, pela natureza teórica, por recolher informações e conhecimentos já existentes sobre o tema tratado, conforme Beuren et al (2008).

O estudo também utiliza a abordagem classificada como empírico-analítica, que segundo Martins (2000, p. 26), “apresenta a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativa. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais”.

## 5 - Seleção da Amostra

Optou-se por estudar as empresas do setor de Materiais Básicos, segundo classificação setorial da Bovespa, pelo fato de serem representativos no mercado nacional e pelo volume de papéis transacionados na Bolsa de Valores. Esse setor subdividiu-se em Mineração, Siderurgia e Metalurgia, Químicos, Madeira, Papel e Celulose, Embalagens e Materiais Diversos; totalizando 56 empresas.

Dessas empresas foram selecionadas aquelas que são listadas em algum nível de governança corporativa da Bovespa visto que são obrigadas a publicarem em suas notas explicativas informações diferenciadas, entre elas o programas de Opções de Ações.

Por último, foram eliminadas, ainda, da amostra todas as empresas para as quais não existiam dados disponíveis para qualquer um dos períodos ou variáveis estudadas. Todos os dados foram extraídos do banco de dados Economatica® e o estudo compreendeu dados trimestrais das empresas entre o período de 2006 a 2008. Com as exclusões feitas restaram 9 empresas, sendo elas:

EMPRESAS	SETOR	Níveis de Governança	Remunera por opção de ações
GERDAU	Metalúrgica	N1	Sim
GERDAU MET	Metalúrgica	N1	Sim
CONFAB	Ferro e Aço	N1	Não
PARANAPANEMA	Ferro e Aço	N1	Não
UNIPAR	Petroquímicos	N1	Não
DURATEX	Madeira	N1	Sim
ARACRUZ	Papel e Celulose	N1	Não
KLABIN S/A	Papel e Celulose	N1	Não
SUZANO PAPEL	Papel e Celulose	N1	Sim

Fonte: Bosvespa (2009)

## 6 - Modelo de Jones modificado

Existem na literatura sobre o tema cinco principais modelos estatísticos para estimar o Gerenciamento de Resultados Contábeis (TUKAMOTO, 2004). Nesse estudo foi utilizado o modelo de Jones modificado, que segundo Dechow et. al (1995) é mais largamente utilizado na literatura contábil.

Segundo Tukamoto (2004), Jones (1991) apud Dechow et al (1995, p. 198) propôs um modelo que relaxa o pressuposto de que accruals não-discricionários são constantes. Desse modo, utiliza accruals-discricionários como *proxy* para gerenciamento de resultados.

As variáveis do modelo definem os *accruals* - não discricionários, assim o *accruals* - discricionários seriam representados pelo termo de erro, ou seja, a diferença entre os *accruals* totais e os não discricionários.



$$AT_{it} = AND_{it} + AD_{it} \quad (\text{eq. 1})$$

$$AD_{it} = AT_{it} - AND_{it} \quad (\text{eq. 2})$$

Onde,

$AT_{it}$  = accruals totais

$AND_{it}$  = accruals não discricionários

$AD_{it}$  = accruals discricionários

Os accruals totais são representados pelo seguinte modelo

$$AT_{it} = \beta_0 (1/A_{t-1}) + \beta_1 (\Delta \text{ Receitas}_t - \Delta \text{ C. Receber}_t) + \beta_2 (AP_t) + \varepsilon_t$$

Onde,

$\Delta \text{ Receitas}_t$  = receitas operacionais líquidas no ano t menos receitas do ano (t – 1) divididas pelos Ativos de (t – 1);

$\Delta \text{ C. Receber}_t$  = Contas a receber líquidas no ano t menos contas a receber do ano (t – 1) divididas pelos Ativos de (t – 1);

$AP_t$  = Ativo Permanente em t;

$A_{t-1}$  = Ativos totais em (t – 1);

$\beta_0, \beta_1, \beta_2$  = Coeficientes estimados por regressão

Nesse estudo acrescentou-se uma variável Dummy, para indicar as empresas que remuneraram seus executivos por meio de Opções de Ações e as que não remuneraram, como segue:

Remuneram por meio de Opções de Ações = 1

Não remuneram por meio de Opções de ações = 0

Desse modo, o modelo utilizado nesse artigo ficaria da seguinte forma:

$$AT_{it} = \beta_0 (1/A_{t-1}) + \beta_1 (\Delta \text{ Receitas}_t - \Delta \text{ C. Receber}_t) + \beta_2 (AP_t) + \beta_3 \text{ Dummy } \varepsilon_t$$

Espera-se que a variável Dummy apresente coeficiente com resultado significativo estatisticamente, o que mostraria que o fato dos administradores receberem remuneração por opções de ações é um fator condicionante para que as empresas gerenciam seus resultados.

## 7. Resultados e análise dos dados

Na Tabela 1 são apresentados os resultados da regressão estimada para observar o gerenciamento de resultados nas empresas, mas principalmente, observar a variável *Dummy* que mostrará a influência que a bonificação por Opção de Ações causa no gerenciamento de resultados.

A regressão foi estimada utilizando o método dos mínimos quadrados. Foram feitos testes de auto-correlação, covariância e heterocedasticidade, sendo esse último o único problema encontrado e corrigido pelo método de White.

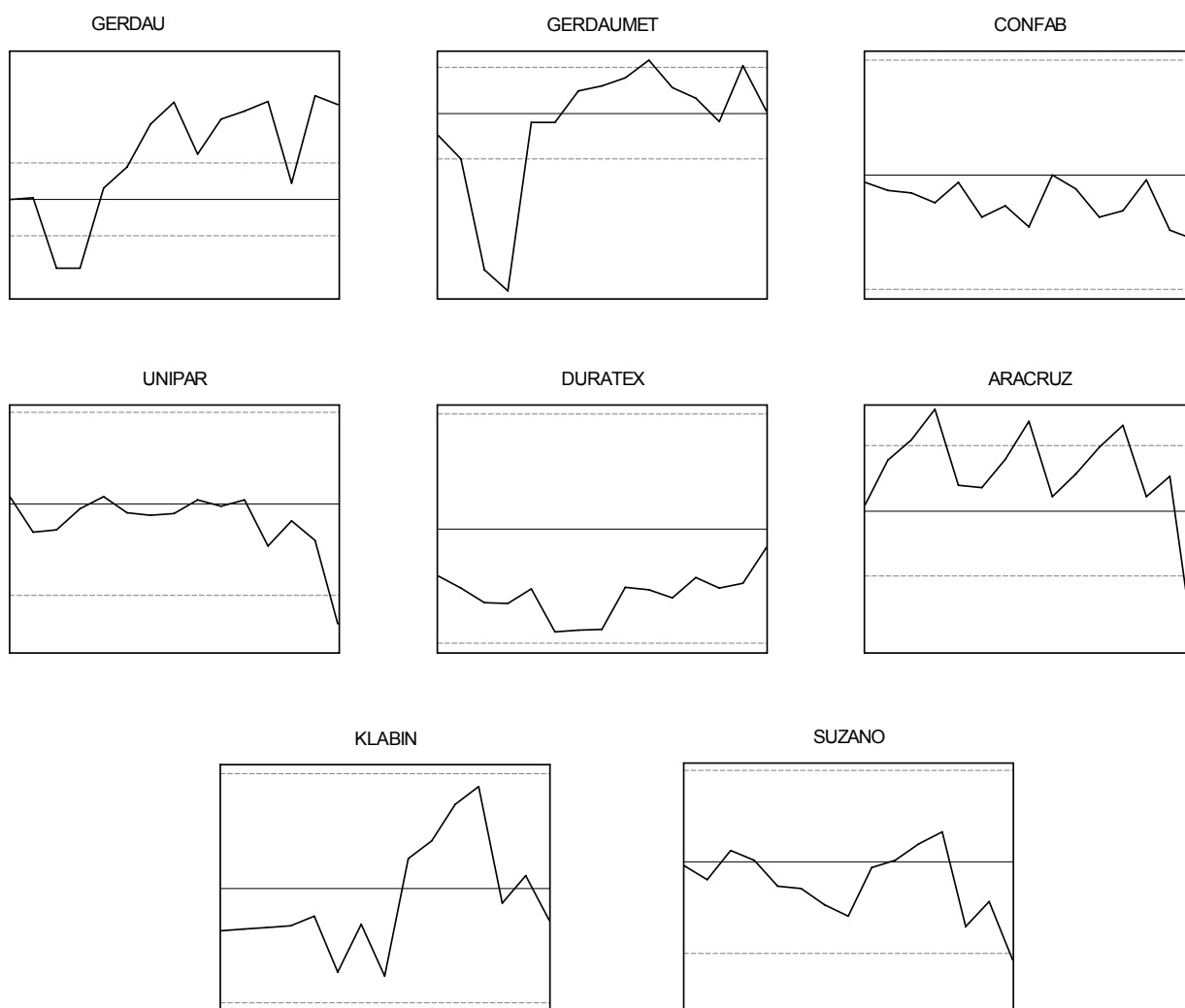
**TABELA 1 – Modelo de Jones Modificado**

$$AT_{it} = \beta_0 (1/A_{t-1}) + \beta_1 (\Delta \text{Receitas}_t - \Delta \text{C. Receber}_t) + \beta_2 (AP_t) + \beta_3 \text{Dummy} + \varepsilon_t$$

Coeficientes		Erro Padrão	Estatística t	Prob.
$\beta_0$	420747.5	134224.5	3.134656	0.0022
$\beta_1$	161644.3	142340.5	1.135617	0.2585
$\beta_2$	- 519286.5	311574.4	- 1.666653	0.0983
$\beta_3$	355610.9	138704.5	2.563803	0.0116
R-squared	0.069955	F-statistic		2.908402
Adjusted R-squared	0.045903	Prob(F-statistic)		0.037596

Podemos observar que o coeficiente de estimação  $\beta_3$  é significativo a 5%, o que possibilita fazer inferências a respeito que a bonificação via opção por ações influencia os gestores das empresas da amostra a gerenciarem os resultados contábeis. Dessa forma, aceitamos a hipótese  $H_0$  estabelecida nesse artigo.

Na Figura 1 estão contidos os gráficos dos resíduos para todas as 9 empresas da amostra, o que possibilita uma análise visual de como se comportou o gerenciamento de resultados através dos accruals discricionários.



**Figura 1 – Gerenciamento de Resultados obtidos pelo modelo de Jones modificado.**

Fonte: Elaborado pelos autores

Conforme Jones (1991) o gerenciamento de resultados é medido pela diferença entre o total de *accruals* no período diminuído dos *accruals* não discricionários, sendo, portanto, o erro estocástico da regressão estimada.

Desse modo através do gráfico dos resíduos pode-se observar que todas as empresas gerenciaram seus resultados nos períodos estudados. Gerdau e Gerdau Metalúrgica foram as empresas da amostra que mais gerenciaram seus resultados diminuindo seus lucros nos primeiros trimestres observados e posteriormente os aumentando através dos *accruals*.

Confab, Unipar e Suzano alternaram períodos que aumentaram seus resultados e outros em que diminuíram seus resultados. A Aracruz alternou períodos em que

aumentou seus resultados acima do erro padrão e outros abaixo do erro padrão finalizando a amostragem com um forte gerenciamento no sentido de diminuir seus resultados.

Duratex manteve seus accruals reduzindo seus retornos por todo o período amostral, enquanto a Klabin iniciou com leve diminuição dos resultados e posteriormente com aumento dos mesmos sempre abaixo do padrão.

## **8. Conclusões**

Este estudo buscou verificar se a utilização de bonificação que adotam dados contábeis para remunerar os administradores das companhias abertas, do setor de Materiais Básicos listadas nos Níveis de Governança Corporativa, da Bovespa, tem caráter explicativo para evidenciar a influência exercida pelos agentes na utilização do gerenciamento de resultados. Foram coletados dados do banco de dados Economática® para o período que compreende o primeiro trimestre de 2005 ao quarto trimestre de 2008.

Após análise bibliográfica dos principais artigos sobre Teoria da Agência e Gerenciamento de Resultados partiu-se para uma análise empírica. Para tal análise foi utilizado o modelo estatístico de Jones modificado (1995), o mais utilizado em análises empíricas na literatura internacional sobre o tema.

As evidências levantadas confirmam a hipótese que há evidências de gerenciamento de resultados em empresas que remuneram seus executivos com Opções de Ações, indo de encontro a resultados obtidos na literatura internacional. Apesar de utilizar uma amostra pequena esse estudo demonstra alguma relação entre bonificação e gerenciamento de resultados, um tema ainda pouco abordado no Brasil.

## 9. Referência Bibliográfica:

BYRD, Jonh et al. Stockholder-manager conflicts and firm value. *Financial Analysts Journal*. Charlottesville, v. 54, n. 3, may/jun. 1998. p. 14-30.

CARDOSO, Ricardo Lopes. Regulação econômica e práticas contábeis: evidências no mercado de saúde suplementar. São Paulo, 2005. Tese (doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: an assessment and review. *The Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, 1989. p. 57-74.

DUARTE, Carlos Manuel Coelho. Determinantes das políticas de remuneração nas empresas portuguesas. Tese (doutorado em Gestão) – Instituto Superior das Ciências do Trabalho e da Empresa – ISCTE. 2006

GERHART, B. e G. Milkovich. "Organizational Differences in Managerial Compensation and Financial Performance". *Acadmy of Management Journal*, 1990.n Managerial Compensation and Financial Performance"tive Compensation Contracts"□JENSEN, Michel C. "The nature of man". *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 14, no 3, Fall 2001.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, oct. 1976, p. 305-360.

KLEIN, Benjamim. "Contracting Costs and Residual Claims: The Separation of Ownership and Control" *Journal of Law and Economics*, no 26, 367. 1983.

LAMBERT, Richard A. Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, January, 2001.

LAMBERT, Richard e David Larcker. "An Analysis of the Use of Accounting and Market measures of Performance in Executive Compensation Contracts" *Journal of Accountig Research Supplement*, no 25. 1987.

LINS, João. Remuneração variável, alavanca para o crescimento. *Revista CEO Brasil*, Price Water House e Coopers, n. 8, 2006.

MACLEOD, W. Bentley. Incentives in Organizations: An Overview of Some Of the Evidence and Theory, *Trends in BHusinees Organization*, Horst Siebert, 2001.

MARTIN, Nilton Cano. Os fundamentos da informação contábil. 1987. 212 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Gerenciamento de resultado contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. São Paulo, 2001. Tese (doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

MURPHY, Kevin. Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs The Perceived Cost of Stock Options. *University of Chicago Law Review*, (Summer 2002).

PALEPU, Krishna G. et al. Business analysis e valuation: using financial statements. 3 rd. Ohio: Thomson Learning, 2004.

PINDYCK, Robert S.; Rubinfeld, Daniel L. Econometria. 4a Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

PAULO, Edilson. Manipulação dos Dados Contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo. 2006.

RAPPAPORT, A. How to design value-contributing executive incentives. Journal of Business Stra