
INCENTIVOS CONTRATUAIS PARA A REALIZAÇÃO DE ESCOLHAS DE PRÁTICAS CONTÁBEIS: ESTUDO DE CASOS DE EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO

*CONTRACTUAL INCENTIVES AND CHOICES OF ACCOUNTING PRACTICES: CASE
STUDY OF PUBLIC COMPANIES LISTED IN NEW MARKET*

Érica Gomes Rocha da Silva

Graduanda de Ciências Contábeis pela
Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ);
Endereço: Rua São Francisco Xavier, 524, 8º andar,
Bloco B, Sala 8024, Maracanã, Cep 20550-013, Rio
de Janeiro- RJ, Brasil.
E-mail: ericarocha2704@yahoo.com.br

Recebido: 01/02/13 2ª versão: 24/03/2013
Aprovado: 22/02/13 Publicado: 30/04/2013

RESUMO

O objetivo do presente estudo é analisar os tipos de métricas (contábeis e não contábeis) e suas características, incluídas nos planos de incentivos de curto e longo prazo utilizados para avaliar o desempenho (e cálculo do valor da remuneração variável) da alta administração das empresas de capital aberto. As evidências identificadas nos relatórios produzidos pelas empresas selecionadas sobre as características da remuneração dos administradores permitem concluir que os pesquisadores devem evitar a utilização de informações gerais, como a existência de participação nos resultados (variável do tipo “dummy”) e o valor global da remuneração dos administradores, como variáveis na especificação dos incentivos que os administradores possuem para efetuarem escolhas de práticas contábeis. As evidências apresentadas têm uma significativa importância em apontar aspectos que devem ser levados em consideração na construção de variáveis representativas da hipótese dos planos de incentivos. Outra implicação relevante é a necessidade de os órgãos reguladores, especialmente, a Comissão de Valores Mobiliários, exigirem das empresas uma adequada apresentação dos indicadores contábeis e financeiros utilizados no cálculo da remuneração variável da alta administração das empresas sob sua supervisão.

Palavras-Chave: Gerenciamento de resultados; Escolhas de práticas contábeis; Remuneração variável; Indicadores contábeis;

ABSTRACT

The purpose of this paper is to analyze the types of metrics (accounting and non accounting) and their characteristics, included in bonus plan used to evaluate the performance (and calculating the value of the bonus plan) of the top management of public companies. The evidence identified in the reports of companies selected on the characteristics of managers' compensation to the conclusion that researchers should avoid using general proxies such as the existence of profit sharing (dummy) and the aggregate value of the remuneration of administrators, as variables in the specification of the incentives that managers have to effect the accounting choices. The evidence presented has a significant importance in pointing out aspects that must be taken into consideration in the construction of variables representing the bonus plan hypothesis. Another important aspect is the need for regulators, especially the Securities and Exchange Commission (CVM), companies require an adequate presentation of accounting and non accounting metrics used to calculate the bonus plan of top management of companies.

Keywords: Earnings management; Accounting choice; Bonus pla; Accounting metrics.

1. INTRODUÇÃO

O número de estudos que analisam os incentivos contratuais dos administradores para a realização de escolhas de práticas contábeis tem aumentado significativamente nos últimos anos. Assim, como observado nos estudos realizados em outros países, com destaque para aqueles publicados nos Estados Unidos, pode ser observado que grande parte dos estudos utiliza alguma *proxy* para representar o fenômeno estudado. Tal procedimento decorre, principalmente, do alto custo (inclusive de tempo) no levantamento de informações mais detalhadas dos contratos, bem como em função da ausência de informações disponíveis nos relatórios financeiros disponibilizados pelas empresas.

Nesse contexto, o objetivo do presente estudo é analisar se as métricas (contábeis e não contábeis), incluídas nos planos de remuneração de executivos (planos de incentivos), utilizados para avaliar o desempenho da alta administração das empresas de capital aberto, são refletidas adequadamente nos estudos de gerenciamento de resultados.

A utilização da metodologia de estudos de casos permitiu discutir os possíveis problemas advindos do uso de informações simplificadas (extraídas das Demonstrações Financeiras Padronizadas, arquivadas na Comissão de Valores Mobiliários - CVM) para representar (*proxy*) os incentivos contratuais que os administradores possuem para efetuar o gerenciamento dos resultados contábeis.

As evidências identificadas nos relatórios contábeis e não contábeis produzidos pelas empresas selecionadas (empresas de capital aberto listadas no novo mercado) sobre as características da remuneração dos administradores (parcela fixa e variável, métricas utilizadas para premiar, e limites máximos fixados) permitem concluir que os pesquisadores devem evitar a utilização de informações gerais, como a existência de participação nos resultados (variável do tipo “*dummy*”) e o valor global da remuneração dos administradores, como variáveis na especificação dos incentivos que os administradores possuem para efetuarem escolhas de práticas contábeis.

Adicionalmente, as evidências apresentadas têm uma significativa importância em apontar aspectos que devem ser levados em consideração na construção de variáveis representativas da hipótese dos planos de incentivos. A principal implicação deste estudo é que os pesquisadores deveriam concentrar mais atenção na coleta de dados dos contratos (e suas especificidades) quando da construção de seus modelos econométricos (conforme sugerido por Fields *et al.*, 2001). Outra implicação relevante é a necessidade de os órgãos reguladores, especialmente a Comissão de Valores Mobiliários, exigirem das empresas uma adequada apresentação dos parâmetros (métricas) contábeis e financeiros utilizados no cálculo da remuneração variável da alta administração das empresas sob sua supervisão.

A próxima parte do estudo apresenta o referencial teórico, a terceira parte demonstra os métodos utilizados para atingir os objetivos do estudo, a quarta parte apresenta a descrição e análise dos casos estudados e na última parte são apresentadas as considerações finais do estudo.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A Hipótese do Plano de Incentivos e Estudos Anteriores Sobre Escolhas de Práticas Contábeis

A Teoria Positiva da Contabilidade, proposta por Watts e Zimmerman (1986), busca explicar e prever as escolhas de práticas contábeis, aplicando teorias econômicas que assumem a existência de custos contratuais e informacionais (Teoria Contratual da Firma). Nesse contexto, adota-se a premissa que os indivíduos agem em função de seus interesses pessoais, procurando maximizar seu bem-estar.

Três fatores (hipóteses) que influenciam o comportamento dos administradores têm recebido atenção especial da literatura relacionada à teoria positiva de contabilidade: a) hipótese do plano de incentivos; b) hipótese do grau de endividamento; e c) hipótese dos custos políticos. Em relação à hipótese do plano de incentivos, Watts e Zimmerman (1986, p. 208) apresentaram a seguinte definição:

Hipótese do Plano de Incentivos. Mantido tudo mais constante, administradores de empresas com planos de incentivos apresentam maior chance de escolher procedimentos contábeis que desloquem resultados de períodos futuros para o período corrente. (grifos nossos)

A referida hipótese parte da **premissa** que os planos de incentivos (planos de remuneração variável) utilizam o resultado divulgado nas demonstrações contábeis como base para determinar o valor da premiação dos administradores. Neste sentido, diversos estudos publicados nos Estados Unidos e no Brasil¹ utilizam a existência de plano de remuneração variável como *proxy* da existência de incentivos para os administradores efetuarem mudanças nas práticas contábeis. Tal tendência deve-se ao custo relativamente alto para obtenção de informações detalhadas dos planos de remuneração.

Watts e Zimmerman (1986, p. 208) afirmaram que os detalhes dos planos de remuneração podem fornecer importantes implicações (resultados) sobre a hipótese dos planos de incentivos, e um teste com mais poder (robusto) sobre o efeito que as escolhas de práticas contábeis, realizadas pelos administradores, podem ter sobre os planos de incentivos e, conseqüentemente, sobre o montante pago aos administradores como remunerações variáveis (conseqüência econômica).

Em resumo, os pesquisadores devem concentrar-se na análise das métricas, contábeis (Lucro Líquido, entre outras) ou não contábeis (EBITDA, entre outras), utilizadas nos planos de remuneração

(contratos) para assegurar-se da existência de incentivos para que os administradores optem por práticas contábeis que aumentem o resultado corrente.

Existem três condições básicas para que os administradores tenham incentivos para realizar escolhas voluntárias de práticas contábeis, de acordo com a Hipótese dos Planos de Incentivos: (1) as empresas implementam planos de remuneração variável; (2) os planos de remuneração variável incluem métricas contábeis como base para determinação do valor do remuneração dos administradores; e (3) o arcabouço contábil fixado pelo órgão regulador permite que sejam adotadas práticas contábeis alternativas para o tratamento de um mesmo evento econômico que aumente (ou diminua) a métrica contábil utilizada no plano de remuneração variável.

Acredita-se que os estudos anteriores subestimem (ou superestimem) os efeitos dos planos de remuneração variável sobre as escolhas contábeis voluntárias realizadas pelos administradores, em razão da não utilização de informações detalhadas dos planos. Tal deficiência acarreta um problema de especificação da variável dependente utilizada nos modelos econométricos normalmente adotados nesta linha de pesquisa.

Para exemplificar a questão indicada anteriormente, pode-se citar o estudo realizado por Vassoler (2010), que analisou a relação entre a remuneração dos administradores e o gerenciamento de resultados². O referido estudo utilizou duas variáveis (independentes) como representativas do incentivo para os administradores realizarem o gerenciamento de resultados, são elas: (a) remuneração total dos administradores, incluindo tanto a remuneração do Conselho de Administração quanto a remuneração da Diretoria Executiva (LNREN); e (b) a remuneração variável em forma de bônus dos administradores (LNBONUS1). Os resultados do referido estudo indicaram que o volume de remuneração dos executivos (valor total representado pela variável LNREN) apresenta evidências de influenciar o gerenciamento de resultados, mas aparentemente a remuneração via bônus não apresenta evidências de impactar os *accruals* discricionários. Não obstante o referido estudo apresenta uma evolução, ao quantificar o valor da remuneração dos administradores, não há nenhuma evidência de que as 41 empresas analisadas possuam planos de remuneração variável que incluam métricas contábeis para determinação dos valores dos salários dos administradores³.

Santana (2008) também estudou a relação entre a remuneração dos executivos e o gerenciamento de resultados contábeis. O referido autor analisou a remuneração dos executivos de 48 Companhias Latino-Americanas, no período entre 2002 e 2006, que emitiram *American Depositary Receipts* (ADRs). Para verificar a ocorrência de gerenciamento de resultados (detecção dos *accruals* discricionários) foi adotado o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995)⁴. O procedimento consistiu em comparar as estatísticas de gerenciamento da amostra total (incluindo empresas com remuneração variável) com a amostra das empresas com apenas remuneração fixa, utilizando testes não paramétricos, para verificar se o nível de gerenciamento de resultados difere para os dois grupos. Os resultados do estudo apontaram indícios de maior nível de gerenciamento de resultados nas empresas que pagam remuneração variável aos seus executivos.

Destaca-se que, nesse estudo, foram encontrados os seguintes tipos de remuneração dos executivos: (a) Bônus por Desempenho (14); (b) Remuneração Fixa (8); Plano de Incentivo de Longo Prazo (3); e Plano de Opção de Ações (*Stock Options*) (23). Tudo indica, pela forma como as informações foram apresentadas, que cada empresa possuía apenas uma forma de remuneração dos administradores. Aqui, mais uma vez, o autor também não verificou se o plano de remuneração utilizava alguma métrica contábil que fornecesse incentivo para os administradores efetuarem o gerenciamento de resultados⁵.

Por fim, é importante comentar que existem evidências de que algumas empresas não utilizam métricas (indicadores) contábeis como referência em seus planos de remuneração variável. Destacam-

se dois estudos, realizados no Brasil, que analisaram (sob o aspecto gerencial) os tipos de indicadores utilizados nos planos de incentivos aos administradores. O primeiro deles, desenvolvido por Funchal no ano de 2005, aborda a relação entre a remuneração dos administradores e as medidas de desempenho. O segundo, desenvolvido por Oyadomari et. al., no ano de 2008, estuda os tipos de métricas utilizadas como base para os planos de remuneração variável. Ambos são detalhados a seguir.

Funchal (2005) desenvolveu um estudo com o objetivo de analisar a relação entre a remuneração dos administradores e as medidas de desempenho (indicadores contábeis, indicadores do mercado de ações e características de governança corporativa). Utilizando uma regressão do tipo dados em corte transversal (*cross-section*) e dados extraídos da base de dados Economatica dos anos de 1998 a 2002, para uma amostra de 67 empresas (Empresas de capital aberto da América Latina, listadas na bolsa de seus países e com emissão de ADRs na bolsa de valores americana). Os dados da remuneração dos administradores foram extraídos do relatório 20-F (publicado nos Estados Unidos e arquivados na CVM). O resultado indicou que o desempenho da empresa e a governança corporativa não são variáveis influentes na remuneração dos executivos, no entanto o tamanho da empresa exerceu uma influência positiva sobre a remuneração dos administradores.

Oyadomari et al. (2008) realizaram um estudo sobre as práticas de remuneração variável adotadas pelas empresas e seus respectivos Sistemas de Controle Gerenciais. O estudo foi desenvolvido junto a 21 empresas de grande porte que atuam em São Paulo, todas empresas incluídas no ranking dos 200 maiores grupos econômicos elaborado pelo Jornal Valor Econômico em 2007. Não obstante, o estudo focou os diversos níveis gerenciais, oferecendo uma importante contribuição, qual seja, indicar as principais métricas utilizadas nos contratos de remuneração variável dos executivos. São elas: (a) Lucro Líquido (5,1); (b) EBITDA (4,4); (c) Vendas (4,3); (d) Satisfação de clientes (3,2); (e) Inovação (2,1); (f) Retorno sobre Patrimônio Líquido - ROE (1,6); (g) Obter desempenho melhor que o concorrente (1,1); (h) *Economic Value Added* – EVA (1,); e (i) Valor de Mercado (1,1)⁶. Os resultados apresentados são bastante interessantes, mas não especificam adequadamente quais indicadores são utilizados para avaliação de desempenho da alta administração, bem como sua forma de composição.

2.2 Evidenciação da Remuneração dos Executivos no Brasil

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC recomendou, no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, de 2009, que as empresas divulguem informações sobre a utilização de sistemas de remuneração variáveis para pagamento de executivos. Adicionalmente, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, como órgão regulador do mercado de capitais, regulou sobre a necessidade de divulgação de informações sobre a política de remuneração dos administradores, através da Instrução CVM nº 480/09. A referida norma estabeleceu a obrigatoriedade de divulgação das seguintes informações: (a) valor da maior remuneração individual; (b) valor da menor remuneração individual; e (c) o valor médio das remunerações individuais.

Sobre este tema, destaca-se o estudo de Silva e Bueren (2010). Esses autores analisaram o nível de evidenciação da remuneração variável de dez empresas, de diversos setores, no ano de 2008. Os referidos pesquisadores destacam que as empresas analisadas não divulgaram o valor da remuneração variável paga na forma de bônus, sendo comum a evidenciação apenas do valor total da remuneração paga aos executivos. Apenas uma das empresas, a Vale, divulgou os indicadores e métricas de desempenho. Como conclusão geral do estudo, os autores argumentaram que, de um modo geral, as empresas pesquisadas divulgaram aspectos superficiais dos planos de remuneração variável em notas explicativas, não atendendo integralmente as exigências contidas nas normas da CVM.

Destaca-se que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pretendia implantar no Brasil um modelo similar ao existente em outros países, no qual a política e a remuneração de cada um dos principais executivos das companhias de capital aberto são divulgadas publicamente. Contudo, como em outros países em que esta política foi implantada, o mercado brasileiro mostrou-se resistente a esta implantação, alegando que tal medida podia afetar a eficiência na diferenciação dos executivos; expor os executivos, podendo afetar a segurança pessoal destes; podia gerar conflito entre controladores e minoritários, pelo fato de um saber quanto o outro recebe realmente; podendo, também, promover a competição entre esses profissionais, causando um aumento em seu pagamento; entre outros argumentos.

O Jornal Valor (2009a) também se mostrou contra tal instrução, ao citar o caso de três bancos dos EUA (um dos países que adota esta forma de divulgação), onde, em alguns exercícios, os principais administradores obtiveram remunerações altíssimas, porém em exercícios posteriores a instituição financeira apresentou uma péssima situação econômica. Isto sugere que tais gestores transferiram lucros futuros para o presente para obter essas remunerações. Logo, a matéria publicada alerta que o problema não está na transparência total ou não, mas sim no fato de que grande parte da remuneração (variável) destes profissionais está atrelada aos resultados de curto prazo, e propõe como solução o fortalecimento da área de avaliação de riscos, a determinação da remuneração variável com base em uma média de desempenho de vários anos e estabelecimento de um limite para o seu valor anual. Desta forma, o jornal salientou que “[...] talvez seja mais importante começar a estudar mecanismos que evitem fixação da remuneração baseada unicamente em resultados de curto prazo, do que discutir a divulgação da individualização dessas remunerações”.

Em resumo, o referencial teórico apresentado destaca a importância dos planos de remuneração dos administradores na realização de estudos que analisam as escolhas de práticas contábeis, bem como as dificuldades de obtenção de informações detalhadas sobre nos planos de remuneração, apesar das exigências estabelecidas pelos órgãos reguladores. Tal situação enseja a seguinte reflexão: Os estudos de gerenciamento de resultados conseguem refletir adequadamente as métricas (contábeis e não contábeis) contidas nos planos de incentivos?

3. METODOLOGIA

3.1 Tipo de Estudo

Esta é uma pesquisa de natureza qualitativa que adota basicamente uma concepção pós-positivista (CRESWELL, 2010). Esta pesquisa foi desenvolvida por meio de estudo de casos. O estudo de caso foi selecionado por ser uma modalidade de pesquisa que permite uma visão geral do problema analisado, bem como possibilita explorar com detalhe um fenômeno contemporâneo dentro do seu contexto real (YIN, 2001).

Com a finalidade de analisar os tipos de métricas (contábeis e não contábeis) e suas características incluídas nos planos de incentivos de curto e longo prazo utilizados para avaliar o desempenho da alta administração das companhias analisadas, empresas que compõem o segmento: Novo Mercado da BM&FBOVESPA. Foi utilizado o estudo de múltiplos casos, situação mais frequente em pesquisas sociais, pois permite a obtenção de mais evidências inseridas em diferentes contextos, possibilitando uma melhor comparação e análise dos dados.

A escolha da referida metodologia deve-se ao fato de ter sido identificada a necessidade de conhecer melhor o objeto em análise, as políticas de remuneração variável adotadas pelas empresas de

capital aberto, antes de iniciar a utilização de modelos estatísticos univariados e multivariados, com base na construção de variáveis para análise do objeto que se pretende medir.

3.2 Seleção das Empresas

Em decorrência do objetivo proposto, foi necessário identificar empresas que satisfizessem dois requisitos: (1) implementaram um plano de remuneração variável (em dinheiro e/ou ações) para seus administradores; e (2) disponibilizaram suas demonstrações contábeis auditadas, isto é, empresas que arquivaram suas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Para seleção das empresas, foi utilizada uma base de dados, desenvolvida no ano de 2008⁷, que indicava as empresas que possuíam um plano de remuneração variável em dinheiro ou em ações. Optou-se por analisar os casos mais completos, isto é, a seleção ficou restrita às empresas que possuíam plano de remuneração variável em dinheiro e em ações, que totalizaram 52 empresas em 2008. As referidas empresas estão distribuídas nos seguintes setores: Construção (13), Comércio (6), Siderurgia e Metalurgia (3), Telecomunicações (3), Têxtil (3), Veículos e peças (3), Eletroeletrônicos (3), Alimentos e Bebidas (2), Transporte de Serviços (2), Papel e Celulose (1), Mineração (1), Software e Dados (1) e Outros (11).

Em seguida foi selecionado o setor com o maior número de empresas, excluindo apenas o setor de construção civil que apresenta diversas peculiaridades, foi selecionado o setor de Comércio, dentro deste setor foram selecionadas apenas duas empresas para a análise. Mais especificamente, a escolha dessas empresas baseou-se em três fatores: (1) possuem plano de remuneração variável (em dinheiro e em ações); (2) pertencem ao mesmo segmento (comércio) e possuem a mesma abrangência territorial (nacional), permitindo uma melhor comparação; e (3) são sociedades anônimas de capital aberto (registro na CVM). Com o objetivo de não expor as empresas analisadas. Serão utilizados nomes fictícios, empresa X e empresa Y.

3.3 Coleta e Análise dos Dados

Esta pesquisa utilizou diversas fontes de dados primárias e secundárias para coleta das informações necessárias para adequada compreensão do objeto de estudo. Na primeira fase de levantamento de dados, as informações foram coletadas nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), nos Formulários de Referência, nos Estatutos, entre outros documentos divulgados pelas empresas, e arquivados no site da CVM⁸. Destaca-se que as DFPs analisadas são dos anos de 2009, 2010 e 2011.

Posteriormente, a análise dos dados consistiu na identificação dos critérios adotados pelas empresas na determinação das remunerações variáveis dos administradores. Mais especificamente, verificou-se se as empresas adotam métricas contábeis no cálculo da remuneração de seus principais executivos (Diretoria e Conselho de Administração).

4. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS CASOS

4.1 Descrição do Caso da Empresa Lojas Renner S.A.

4.1.1 Descrição da Empresa

A empresa X é uma das maiores lojas de departamento de vestuário no país.

4.1.2 Política de Remuneração dos Administradores

Compete aos acionistas, em assembleia geral, fixar a remuneração global anual dos membros dos órgãos administrativos da empresa, sendo que o Conselho de Administração se responsabiliza por fazer a distribuição desta remuneração para cada membro da diretoria, após considerar o parecer do Comitê de Remuneração, conforme fixado no art. 14 do estatuto da empresa. Os objetivos dos programas de remuneração da empresa são:⁹

[...] **atrair e reter os profissionais com as competências e valores requeridos pela Companhia**, e motivá-los para o atingimento de resultados e criação de valor para os acionistas. Desta forma, os programas buscam reconhecer e recompensar os desempenhos individuais relacionados aos resultados da Companhia, em níveis competitivos aos de mercado. (Formulário de Referência de 31/12/2011, grifos nossos)

O diretor presidente da empresa sugere ao Comitê de Remuneração os programas e os níveis de remuneração individual dos membros da diretoria executiva com auxílio das áreas jurídicas e de recursos humanos, podendo utilizar consultorias externas especializadas no assunto. Para tal sugestão, são considerados os resultados do exercício anterior, o desempenho individual, as pesquisas de remuneração de mercado, entre outros aspectos.

A remuneração dos órgãos colegiados apresentou a seguinte composição (Ata da assembleia dos acionistas de 22/04/2010):

a) Conselho de Administração: remuneração fixa (baseada em valores de mercado e outros fatores) e remuneração variável de acordo com a efetiva participação dos membros nas reuniões do conselho;

b) Diretoria Executiva: remuneração fixa (determinada de acordo com práticas de mercado e corrigida anualmente pelo INPC), benefícios (plano de saúde, check-up médico, seguro de vida, automóvel e telefone móvel); remuneração variável; e plano de opções de compra de ações;¹⁰ e

c) Conselho Fiscal: remuneração fixa que corresponde ao montante total equivalente a 10% (dez por cento) da remuneração média atribuída aos diretores, não computados benefícios, verbas da representação e participação nos lucros.

Em 2009, a proporção de cada elemento na remuneração total dos administradores representou: 23% de remuneração fixa e benefícios, 26% de remuneração variável, e 51% de remuneração em ações (DFPs de 31/12/2009).

A remuneração variável da diretoria executiva busca refletir o desempenho individual e o desempenho financeiro da Companhia. A empresa apresenta as seguintes informações sobre a metodologia de cálculo e de reajuste da remuneração variável da diretoria executiva:

- A Remuneração Variável anual é baseada no conceito de **participação nos resultados**, no qual é definida uma meta de premiação alvo (“target”), e associada às **metas ponderadas de desempenho financeiro** da Companhia e individuais. Para tanto são utilizadas as seguintes métricas: **Resultado**

Operacional, Receita Operacional Líquida, ROIC (Retorno sobre o Capital Investido), NOPAT – Net Operating Profit after Taxes (Lucro Operacional Líquido após Impostos) e Planos de Sucessão. (Ata da Assembleia de 22-04-10, p. 48, grifos nossos)

- As metas financeiras são baseadas no orçamento aprovado pelo Conselho de Administração. Ao final do exercício é avaliado o atingimento das metas e calculada a premiação resultante, conforme o processo de Governança da companhia. (Ata da Assembleia de 22-04-10, p. 48, grifos nossos)
- Os ganhos eventuais resultantes do Plano de Opções de Compra de Ações (POCA) são sujeitos a valorização da empresa, medida através da cotação de sua ação em bolsa de valores, a partir do preço de exercício da opção (compra das ações). (Ata da Assembleia de 22-04-10, p. 48, grifos nossos)

De acordo com a empresa, a remuneração variável anual da diretoria é baseada em metas e estratégias do negócio, visando a criação de valor. O plano de remuneração utiliza **métricas financeiras de crescimento da empresa de curtos e médios prazos (Receita Operacional Líquida), eficiência operacional** (Resultado Operacional - NOPAT e Retorno sobre o Capital Investido). As metas financeiras (fixadas como metas individuais) são baseadas em orçamento, aprovado pelo Conselho de Administração, e incluem a previsão de custos do plano. O plano de incentivos de longo prazo é baseado no conceito de opções de compra de ações, portanto, diretamente atrelado ao crescimento do valor de mercado da empresa (cotação de sua ação em bolsa), ou seja, a valorização das ações no longo prazo.

O plano de opções da Empresa X foi aprovado pelos acionistas em 2005. O referido plano sofreu alterações nos anos de 2007 e 2009. O Comitê de Remuneração é responsável pela elaboração dos programas de outorgas de opções de compra de ações. Cada programa de outorgas estabelece as condições para concessão de direitos de compra de ações da empresa, indicando prazos de carência (3, 4 ou 5 anos, conforme o programa), preços de exercício (cada opção corresponde ao direito de subscrever uma ação da empresa). Destaca-se que, se o executivo se desligar da empresa durante a carência, perderá seus direitos. Portanto, os ganhos dos executivos com o plano de opções dependem diretamente da valorização da ação da empresa após a outorga das opções, e durante o prazo de carência (Assembleia de 22/04/2010).

Destaca-se, a seguir, a manifestação da empresa sobre a remuneração da administração nos exercícios de 2010 e 2009¹¹:

“22 Partes Relacionadas

[...] Em 2010, a remuneração dos administradores totalizou R\$ 7.110 (R\$ 6.026 em 2009), apresentados como outros resultados operacionais (**DFP de 2010 - Notas Explicativas**). A Assembléia Geral Ordinária realizada em 22 de abril de 2010 aprovou o limite de remuneração global dos administradores em até R\$ 8.000 para o exercício social de 2010, mesmo valor fixado no exercício social de 2009”. (**DFP de 2010 - Notas Explicativas**, grifos nossos)¹².

4.2 Descrição do Caso da Empresa Natura Cosméticos S.A.

4.2.1 Descrição da Empresa

A empresa Y atua no ramo industrial, sendo que, além de produzir, distribui e comercializa cosméticos, fragrâncias em geral e produtos de higiene pessoal em todo país.

4.2.2 Política de Remuneração dos Administradores

A política de remuneração dos órgãos da administração da empresa está associada aos resultados e ao aumento de valor da companhia, sendo a remuneração fixada anualmente na assembleia dos acionistas. Por meio da remuneração variável, a empresa objetiva atrair e reter profissionais qualificados, conforme indicado no relatório anual:

Para um grupo de executivos, que envolve o diretor-presidente da empresa, vice-presidentes, diretores e gerentes seniores, atrelamos o ganho de forma consistente não apenas aos resultados de curto prazo gerados, mas, sobretudo, ao comprometimento com o nosso projeto de longo prazo. Essa prática foi adotada por meio do Programa de Opção de Subscrição ou Compra de Ações, visando estimular o necessário empreendedorismo e o engajamento dos executivos, bem como a assunção de riscos. (Relatório Anual de 2009)

A remuneração dos membros da administração da empresa é composta por (Ata da Assembleia realizada em 25/02/10):

a) remuneração fixa: montante mensal pago com o objetivo de reconhecer e refletir o valor da experiência e responsabilidade do cargo de cada administrador; e

b) remuneração variável: refere-se à parcela variável da remuneração para premiar o alcance e a superação de metas **com base em fatores econômicos, sociais e ambientais**. A remuneração variável está separada em dois componentes, remuneração de curto prazo e remuneração de longo prazo.

Em 2009, a remuneração da diretoria apresentou a seguinte distribuição: 46,76% (base), 44,95% (variável) e 8,30% (benefícios). A remuneração do conselho de administração apresentou a seguinte distribuição: 61,18% (base), 30,59% (variável) e 8,22% (benefícios).

De acordo com a empresa, os indicadores levados em consideração para o estabelecimento da remuneração, em 2008, foram: **EBITDA consolidado e o resultado financeiro das operações internacionais**.

Como exemplo, em 2008, foram considerados os seguintes indicadores: Econômico. EBITDA¹³ consolidado; e o resultado financeiro das operações internacionais; Social. Pesquisa de clima organizacional; e pesquisa de satisfação das consultoras e consultores; Ambiental. O consumo de água; e as emissões de carbono. (Assembleia de 25/02/10)

O acompanhamento dos indicadores de desempenho é realizado trimestralmente, e a apuração final dos resultados financeiros é feita no ano subsequente ao exercício e aprovada pelo Conselho de Administração. O indicador de desempenho decorrente dos resultados financeiros define diretamente a remuneração variável total. De acordo com a empresa, além dos limites bem definidos, toda remuneração variável está vinculada ao efetivo alcance das metas, ou seja, à superação das expectativas mínimas de crescimento estabelecidas anualmente pela gestão (Ata da assembleia de 25/02/10).

O plano de outorga de opção de compra da empresa foi aprovado em 2004 na assembleia geral dos acionistas. O referido plano estabeleceu as condições de outorga das opções de compra aos diretores, gerentes e empregados da empresa (“Colaboradores Elegíveis”). A partir de 2008, a empresa Y promoveu uma reestruturação no plano de remuneração da empresa, no qual a remuneração variável foi ampliada por meio de ajustes na Participação de Lucros e Resultados. Com isto, o plano de opção da companhia sofreu algumas alterações, conforme descrito abaixo:

Em 23 de março de 2009, nossos acionistas reunidos em Assembléia Geral Ordinária e Extraordinária aprovaram o novo formato do Programa, mantendo as mesmas condições já disciplinadas, mas estabelecendo as seguintes modificações: (a) a alteração do prazo de vesting das Opções, que passou a ser de quatro anos com a possibilidade de sua antecipação para três anos, mediante a condição de cancelamento de 50% das Opções outorgadas nos Planos; (b) alteração do prazo máximo para o exercício de Opções de seis para oito anos; e (c) alteração do critério para apuração do valor da Opção adquirida nos termos do Programa, passando a corresponder ao resultado da média simples de dez para os 30 últimos pregões na BMF&BOVESPA, ocorridos nos últimos 60 dias consecutivos, contados do prazo de cinco dias que antecedem a aprovação dos Planos em cada ano, adotando-se sempre a cotação média diária de cada pregão. (Assembleia 25/02/2010)

O valor máximo a ser pago como participação nos lucros decorrentes de planos de opção não pode exceder a 10% do lucro líquido, como destacado na reunião dos acionistas, descrito a seguir:

O Conselho de Administração estabeleceu que o montante anual total da participação nos lucros e resultados, base do programa de incentivo de longo prazo, não pode ultrapassar 10% do lucro líquido. Com esses limites, a empresa Y conta com um sistema coerente e bem controlado que evita as recentes distorções ocorridas na remuneração executiva em outros países. (Assembleia 25/02/2010, grifos nossos).

4.3 Análise dos Casos Seleccionados

As empresas selecionadas apresentam porte similar (total de ativos), participam do mesmo setor de atividade (conforme classificação da economia[©]), e estão listadas no Novo Mercado. A Empresa X não possui um acionista controlador, isto é, o controle está diluído. A estrutura de governança corporativa é similar, sendo que, no caso da Empresa Y, não existe um Conselho Fiscal estabelecido. As duas empresas possuem planos de remuneração variável e plano de outorga de opções de ações, bem como possuem um Comitê de Remuneração responsável pela fixação dos valores a pagar aos administradores da companhia.

Também merece destaque o baixo nível da qualidade da informação divulgada pelas empresas brasileiras de capital aberto em seus relatórios arquivados na Comissão de Valores Mobiliários, conforme indicado nos estudos comentados no referencial teórico. As empresas analisadas, que estão listadas no novo mercado, estão entre as empresas com o melhor nível das informações em seus relatórios anuais, no entanto as informações sobre a remuneração variável dos administradores ainda não permitem uma completa avaliação de todas as suas características. Muitas empresas têm argumentado que a evidenciação dos valores dos salários de seus altos executivos pode expor esses profissionais. Por mais pertinentes que estes argumentos possam ser, ainda assim parece ser razoável a exigência de evidenciação dessas informações pelo órgão regulador. Destaca-se que, em alguns países, como, por exemplo, nos Estados Unidos, estas informações já são exigidas há bastante tempo.

Não obstante toda a discussão sobre os altos valores dos salários dos diretores e conselheiros das grandes empresas brasileiras, têm passado despercebidas outras questões tão relevantes quanto a própria magnitude dos salários. Destaca-se aqui a importância de as empresas divulgarem os critérios utilizados na determinação da remuneração variável, especialmente nas empresas com controle pulverizado.

A literatura tem mostrado que as empresas estão suscetíveis à expropriação (dentro das normas e regulamentos) pelos administradores que podem agir em seu próprio interesse. Tal comportamento pode prejudicar o interesse dos *stakeholders* e, principalmente, os interesses dos acionistas minoritários. Um resultado importante deste estudo é destacar a baixa qualidade na evidenciação das métricas (indicadores), e seus respectivos pesos, adotados no cômputo da remuneração variável da alta administração da companhia. Destaca-se também a ausência de divulgação das metas fixadas e realizadas (alcançadas ou não) em seus relatórios financeiros. Este tópico poderia ter uma maior atenção dos órgãos reguladores (neste estudo não estamos preocupados com os valores das remunerações, mas com as métricas utilizadas em seus cálculos).

Observa-se, nos casos estudados, que a remuneração dos diretores estatutários é dividida em três partes: (a) parcela fixa; (b) parcela variável vinculada a indicadores contábeis e financeiros; e (c) parcela variável vinculada ao desempenho da empresa no mercado acionário.

Em relação à remuneração variável de curtos e médios prazos, observa-se que a empresa X utiliza diversas métricas, são elas: **Receita Operacional Líquida** (métrica de crescimento da empresa de curtos e médios prazos), **Retorno sobre o Capital Investido** e o **Lucro Operacional Líquido após Impostos - NOPAT** (métrica de eficiência operacional). A empresa Y utiliza indicadores econômicos (**EBITDA consolidado**), financeiros (**resultado financeiro das operações internacionais**), sociais (**pesquisa de clima organizacional** e **pesquisa de satisfação das consultoras e consultores**), e ambientais (**consumo de água e as emissões de carbono**) para avaliação de desempenho de seus executivos.

Destaca-se que as referidas empresas não detalham a forma de apuração dos respectivos indicadores, não apresentaram os pesos de cada um dos indicadores na composição da remuneração variável, bem como não apresentaram as metas a serem alcançadas e seu percentual de realização. As empresas também não divulgam se são adotados sistemas de gestão estratégica específicos, como, por exemplo, *Balanced Score Card* ou Sistema EVA[®] - *Economic Added Value*, na apuração desses indicadores¹⁴.

Em relação à remuneração variável de longo prazo, ambas as empresas utilizam planos de incentivos que valorizam os incrementos observados nos preços das ações das empresas nos mercados de capital. A empresa X, por exemplo, faz referência ao indicador “*Total Shareholder Return*” como base para a outorga de opções de compra de ações da companhia. Para que esses planos de incentivos sejam mais eficientes, essas empresas incluem em seus programas um prazo de carência que varia de três a cinco anos.

Destaca-se também que os valores das remunerações variáveis são limitados a determinados percentuais do resultado líquido apurado pela empresa em determinado exercício, conforme geralmente fixado (anualmente) na assembleia dos acionistas. O Comitê de Remuneração e o Conselho de Administração são responsáveis por sua distribuição, conforme as metas fixadas.

Agora que já se conhece melhor a natureza da remuneração da alta administração das empresas selecionadas, é possível avaliar suas características *vis-à-vis* os tratamentos utilizados nos estudos econométricos sobre escolhas de práticas contábeis (*accounting choice*).

O primeiro aspecto a ser observado é que as empresas analisadas utilizam diversos indicadores, contábeis e não contábeis, em seus planos de remuneração. Mesmo não sendo identificado o peso de cada um dos indicadores é possível afirmar que o simples fato de os administradores participarem nos resultados anuais das empresas não quer dizer que estes estejam atrelados **diretamente** aos valores contábeis apurados nas demonstrações contábeis, e em especial no lucro líquido do exercício. Também é importante mencionar que as escolhas (mudanças) de práticas contábeis podem não afetar as métricas

utilizadas nos cálculos do valor da remuneração variável da alta administração das empresas. Assim, se a mudança de práticas contábeis não afeta o cálculo da remuneração variável dos administradores, não haverá incentivo para a realização dessas mudanças. Tal aspecto indica que a utilização de variáveis do tipo “dummy” (existência ou não de planos de participação nos resultados) como representativas de incentivos para que os administradores realizem escolhas de práticas contábeis pode levar a resultados enganosos.

O segundo aspecto refere-se ao percentual de remuneração variável na composição da remuneração total dos administradores. Como pode ser observada nos casos analisados, a remuneração possui três componentes: (a) parcela fixa (incluindo benefícios); (b) parcela variável atrelada a indicadores de desempenho; e (c) parcela variável atrelada ao desempenho dos preços das ações. Notadamente, a distribuição das três parcelas pode variar bastante de empresa para empresa. Isso faz com que a utilização do valor global da remuneração dos administradores (Divulgada no Formulário de Referência, por exemplo) não seja uma informação adequada para representar os incentivos para gerenciamento de resultados nos modelos econométricos.

Adicionalmente, essa informação geralmente inclui o valor da remuneração dos membros do Conselho de Administração (que recebem apenas valores fixos ou variáveis de acordo com o número de reuniões em que participam como é o caso da empresa X), o que torna a informação menos representativa daquilo que se espera avaliar. Utilizar variáveis com essas informações pode gerar distorções no resultado. É por esse, e por outros motivos, que a variável “porte” normalmente apresenta-se como a principal, quando não a única, variável relevante como determinante para explicar o valor da remuneração dos administradores.

O terceiro e último aspecto refere-se aos limites (máximos, em especial) fixados nas metas e valores a serem pagos aos administradores. Desconsiderar esses limites pode levar ao equívoco de que os administradores realizarão escolhas de práticas contábeis que aumentam o lucro de forma ilimitada, quando, na verdade, os incentivos podem existir até apenas certo ponto fixado pelo Comitê de Remuneração.

As evidências apresentadas têm uma significativa importância em apontar aspectos que devem ser levados em consideração na construção de variáveis representativas (*proxy*) da hipótese dos planos de incentivos. Notadamente, a construção de variáveis utilizando apenas as informações sobre a existência de remuneração de administradores no lucro ou o valor global da remuneração dos administradores pode incluir “ruídos” significativos no estudo do fenômeno observado.

A principal implicação deste estudo é que os pesquisadores deveriam concentrar mais atenção na coleta de dados dos contratos (e suas especificidades) quando da construção de seus modelos econométricos (conforme sugerido por Fields et al., 2001). Outra implicação relevante é a necessidade de os órgãos reguladores, especialmente a Comissão de Valores Mobiliários, exigirem das empresas uma adequada apresentação dos parâmetros (métricas) contábeis e financeiros utilizados no cálculo da remuneração variável¹⁵ da alta administração das empresas sob sua supervisão.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo buscou analisar se as métricas (contábeis e não contábeis), incluídas nos planos de remuneração de executivos (planos de incentivos), utilizados para avaliar o desempenho da alta administração das empresas de capital aberto, são refletidas adequadamente nos estudos de gerenciamento de resultados.

Utilizando a metodologia de estudos de casos foi possível discutir os possíveis problemas advindos da utilização de informações simplificadas (extraídas do Formulário de Referência, arquivado na CVM) para representar (proxy) os incentivos contratuais que os administradores possuem para efetuar o gerenciamento dos resultados contábeis.

As evidências identificadas nos relatórios contábeis e não contábeis produzidos pelas empresas selecionadas (empresas de capital aberto listadas no novo mercado) sobre as características da remuneração dos administradores (parcela fixa e variável, métricas utilizadas para premiar, e limites máximos fixados) permite concluir que os pesquisadores devem evitar a utilização de informações gerais, como a existência de participação nos resultados (variável do tipo “dummy”) e o valor global da remuneração dos administradores como variáveis na especificação dos incentivos que os administradores possuem para efetuar escolhas de práticas contábeis.

Os resultados observados sugerem que as variáveis adotadas nos estudos sobre gerenciamento de resultados, não refletem adequadamente os esquemas de remuneração de executivos, devido à dificuldade de coleta de informações detalhadas dos planos de remuneração, isto pode distorcer os resultados obtidos nesses trabalhos.

Adicionalmente, as evidências apresentadas têm uma significativa importância em apontar aspectos que devem ser levados em consideração na construção de variáveis representativas da hipótese dos planos de incentivos. A principal implicação deste estudo é que os pesquisadores deveriam concentrar mais atenção na coleta de dados dos contratos (e suas especificidades) quando da construção de seus modelos econométricos (conforme sugerido por Fields et al., 2001). Outra implicação relevante é a necessidade de os órgãos reguladores, especialmente a Comissão de Valores Mobiliários, exigirem das empresas uma adequada apresentação dos parâmetros (métricas) contábeis e financeiros utilizados no cálculo da remuneração variável da alta administração das empresas sob sua supervisão.

Como limitação do presente estudo, pode-se citar que o método utilizado, estudo de caso, não permite a generalização dos resultados para a população (empresas do Novo mercado) onde as empresas analisadas estão inseridas.

Recomenda-se a realização de estudos futuros que analisem uma amostra de empresas que tenham divulgado os planos de remuneração dos administradores para testar a relação entre as variáveis independentes usadas nos estudos de gerenciamento de resultados, comentados na revisão de literatura, e as variáveis que realmente expressem as condições que afetariam as escolhas de práticas contábeis.

¹ Vide, por exemplo, os diversos artigos listados por Healy (1985) que utilizam o referido procedimento. Mais adiante indicamos alguns exemplos de estudos desenvolvidos no Brasil.

² O Estudo utilizou o modelo de Jones modificado para detectar o gerenciamento de resultados (*accruals discretionary*), para 41 empresas (incluindo a empresa Pão de Açúcar-CBD), emitentes de ADRs que são obrigadas a elaborar o formulário 20-F para arquivamento anual na bolsa de valores dos Estados Unidos. A regressão utilizada foi do tipo de painel com efeitos fixos para o período de 2002 a 2008.

³ Segundo Fields *et al.* (2001), muitos estudos não utilizam informações detalhadas dos contratos para análise dos incentivos para a realização de escolhas contábeis.

⁴ KANG, Sok-Hyon; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 33. , n. 2., autumn, 1995.

⁵ Destaca-se ainda que a relação entre a remuneração dos administradores (seja fixa ou variável) e o gerenciamento de resultados não foi analisado em uma regressão específica, como observamos no estudo anterior.

⁶ Os números entre parênteses representam a média das notas (de zero a sete) das empresas em questionário aplicado pelos pesquisadores.

⁷ É importante destacar a carência de base de dados no Brasil, neste sentido utilizou-se uma base de dados já existente, apesar de esta apresentar uma defasagem de 2 (dois) anos. Ressalta-se que tal defasagem em nada compromete a presente pesquisa, pois a referida base de dados serviu apenas para facilitar a identificação dos casos potenciais para o estudo.

⁸ Esta pesquisa utilizou o relatório anual como principal fonte de dados. Para muitos estudiosos (vide estudo de Silva e Sancovschi, 2007), o relatório anual representa o mais importante documento divulgado pelas empresas em termos de construção da sua imagem no meio social.

⁹ Os membros do Comitê de Remuneração recebem uma remuneração equivalente a uma reunião de forma adicional enquanto fizerem parte do comitê.

¹⁰ Com o objetivo de reter bons profissionais, em março de 2009, foi criado um contrato de prestação de serviços, o qual prevê a permanência do executivo por no mínimo cinco anos. Em março de 2009 foi assinado um novo contrato como Diretor Presidente da empresa. A remuneração compreende um componente fixo e um variável, cujo valor reflete o desempenho financeiro da Companhia.

¹¹ Destaca-se que todos os membros do Conselho de Administração, Diretoria e Conselho Fiscal estão cobertos por Seguro contra Responsabilidade Civil, cujo limite máximo de indenização é de R\$ 38,6 milhões.

¹² Valores em reais mil. O valor limite de remuneração global dos administradores (R\$ 8 milhões) é o mesmo valor fixado desde 2005. Os valores pagos de remuneração nos anos de 2008 e 2007 foram R\$ 4.532 mil e 5.428 mil, respectivamente, conforme formulário de referência de 2010 (arquivado na CVM em 03/12/10).

¹³ Grafado desta forma no documento original.

¹⁴ Ressalta-se que os indicadores NOPAT (Resultado Operacional) e o ROIC (Retorno sobre o Capital Investido) são conceitos bastante utilizados no Sistema EVA®.

¹⁵ O relatório IAN – Informações Anuais inclui as seguintes informações: (a) se existe participação dos administradores no lucro (sim/não); (b) o valor da remuneração global dos administradores; e (c) a periodicidade da remuneração dos administradores (anual ou mensal). O formulário de referência, também arquivado na CVM, inclui informações mais específicas sobre a remuneração dos administradores.

¹⁶Incluindo os pesos utilizados, bem como as metas e percentuais de realização.

6. REFERÊNCIAS

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n. 480, de 07 de dezembro de 2009.

Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em 23/02/11.

CRESWELL, John W. Projeto de Pesquisa. 3. ed. Porto Alegre: Artmed. 2010.

FENG, M.; **GE**, W.; **LUO**, S.; **TERRY**, S. Why do CFOs become involved in material accounting manipulations? *Journal of Accounting and Economics*. [S.l.], v. 51, p. 21-36, 2010.

FIELDS, T. D.; **LYS**, T. Z.; **VICENT**, L. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*. [S.l.], v.31, p.255-307, 2001.

FUNCHAL, Jeferson de Araujo. Determinantes de remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas. 172 f. Dissertação de mestrado. Orientador: Paulo Renato Soares Terra. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS). São Leopoldo-RS, 2005.

HEALY, Paul M. The effect of bônus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*. [S.l.], v. 7, p. 85-107, 1985.

IUDÍCIBUS, Sergio de; **LOPES**, Alexandro Broedel. Teoria Avançada da Contabilidade. São Paulo: Atlas, 2004.

JORNAL VALOR. Remuneração de executivos, a crise trouxe uma lição? São Paulo, Caderno: Opinião, p. A16, 27 fev. 2009a.

JORNAL VALOR. Remuneração na crise. São Paulo, Caderno: Eu & Investimentos, p.D1, 25 ago. 2009b.

OYADOMARI, José Carlos Tiomatsu; **CÉSAR**, Ana Maria Roux Valentini Coelho; **SOUZA**, Eliane Ferreira de; **OLIVEIRA**, Magda Aline de. Remuneração variável e congruência de metas. In: CONGRESSO ANPCONT. II. Anais... Salvador, 15 a 17 de junho de 2008.

- SANTANA**, Alex Fabiano Bertollo. Gerenciamento de resultados e remuneração dos executivos nas companhias latino-americanas. 93 f. Orientador: Rodrigo Oliveira Soares. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS). São Leopoldo-RS. 2008.
- SILVA**, Adolfo Henrique Coutinho; **SANCOVSCHI**, Moacir. Mudanças de práticas contábeis em empresas privatizadas: estudo de casos no segmento de serviços públicos de distribuição de gás. In: CONGRESSO ANPCONT. I. Anais... Gramado/RS, 2007.
- SILVA**, Júlio Orestes da; **BUEREN**, Ilse Maria. Evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na Bovespa. In: CONGRESSO ANPCONT. IV. Anais... Natal – Brasil, 06 a 08 de junho de 2010.
- SUNDER**, Shyam. Theory of Accounting and Control. Cincinnati, Ohio: South-Western Publishing, 1997.
- VASSOLER**, Andressa Passos da Rocha. Relação entre a remuneração de executivos e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto. 2010. 45 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE). Vitória-ES. 2010.
- WATTS**, R. L.; **ZIMMERMAN**, J. L. Positive Accounting Theory. New Jersey: Prentice-Hall, 1986.
- YIN**, R. K. Estudo de caso: planejamento e métodos. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.