

Gerenciamento de resultados e Opções de Ações: uma pesquisa em companhias abertas no Brasil.

Autora

MÁRCIA ADRIANA DA SILVEIRA

Universidade São Francisco

Resumo:

Este artigo teve por finalidade verificar se as companhias abertas listadas nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa na Bovespa, que remuneram seus executivos por meio de Opções de Ações, apresentam evidências de maiores níveis de gerenciamento de resultados. A hipótese desta pesquisa é que existem evidências de maiores níveis de gerenciamento de resultados nas companhias abertas brasileiras em que os administradores recebem incentivos por meio de Opções de Ações. Para tanto, foi realizada uma pesquisa empírica, utilizando-se da metodologia positiva, sendo que as informações necessárias para a pesquisa foram obtidas dos bancos de dados da Economatica, compreendendo os anos de 1995 a 2004, e foram empregados três modelos para estimar o nível de gerenciamento de resultados, sendo eles: Modelo De Jones, modelo De Jones modificado e o modelo KS. Os resultados da pesquisa empírica demonstraram que não há evidências de maiores níveis de gerenciamento de resultados em empresas que remuneram seus executivos por meio de Opções de Ações em relação àquelas que não remuneram seus executivos por meio de Opções de Ações, portanto a hipótese não foi confirmada.

Palavras Chaves: Gerenciamento de Resultados, Opções de Ações, Governança Corporativa.

1- Introdução e Motivação:

Existem no Brasil poucas companhias que concedem aos seus dirigentes opções de ações como parte da remuneração. Os administradores geralmente elegíveis para esse tipo de remuneração são os presidentes, vice-presidentes ou diretores. Tal forma de benefício em empresas de capital aberto pode levar a uma situação específica em que os executivos tendem a gerenciar os resultados, manipulando as informações contábeis que impactam o mercado de capitais e os preços das ações da firma. Segundo Gao e Srives (2002), o gerenciamento de lucros oportunistas 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.

Para Cheng e Warfield (2005), reguladores e investidores têm voltado sua atenção para certos incentivos gerenciais que poderiam levar ao gerenciamento de resultados, com isto reduzindo a qualidade dos relatórios financeiros das empresas e contribuindo para os recentes escândalos corporativos. Em particular, a mais recente preocupação dos reguladores e investidores é que a remuneração dos executivos baseada em opções pode induzir os gerentes a aumentar o preço das ações no curto prazo por meio do gerenciamento de resultados, ou seja, quando a remuneração está baseada em opções de ações, isto pode encorajar os gerentes a aumentar o preço da ação no curto prazo, a fim de beneficiar-se com a

venda das mesmas que sejam de sua propriedade. Essa preocupação tem contribuído para novos alertas sobre vários assuntos ligados ao reconhecimento ou não das despesas com opções de ações, outras práticas de remuneração e progresso na governança corporativa. Para Core, Guay e Larker (2003), a governança corporativa é o conjunto de mecanismos complementares que ajudam a alinhar as atitudes e escolhas dos gerentes com os interesses dos acionistas. Um componente importante e muito debatido de estrutura de governança é o contrato de remuneração selecionado para fornecer remuneração para gerentes.

Segundo Srivastava (2005) muitas pesquisas foram feitas nos últimos anos envolvendo a associação entre o gerenciamento de resultados e medidas de remuneração de gerentes por meio de opções de ações, mas os resultados são visivelmente inconsistentes. Tal afirmação se deve, pois, por exemplo, enquanto Bartov e Mohanram (2004) revelam uma significativa associação positiva entre o uso de accruals discricionários para aumentar o lucro e o exercício anormal de opções de ações; Balsan et al (2003) evidenciam uma significativa associação negativa entre accruals discricionários e o valor da ação na data de concessão da opção. Já Cheng e Warfield (2005) não descobriram nenhuma associação entre accruals e a data de aquisição do direito da opção, enquanto que Gao e Shrieves (2002) descobriram uma associação positiva.

Pesquisas sobre práticas de gerenciamento de resultados e remuneração ou premiação por meio de opções de ações são muitas e profundas em países desenvolvidos como Estados Unidos e Inglaterra, mas as pesquisas sobre esses temas e relacionando gerenciamento de resultados com opções de ações, no Brasil, são escassas. Com isto, este artigo visa contribuir em adicionar mais pesquisas neste campo, dando assim mais evidências empíricas sobre este assunto.

2- Análise da literatura

Segundo Gao e Srieves (2002) muitos pacotes de remuneração de executivos contêm cinco componentes: o salário recebível em dinheiro, um bônus baseado em desempenho, opções de ações, concessão de ações limitadas, e planos de incentivo de longo prazo. Esses cinco componentes tipicamente encontrados na remuneração de administradores executivos de grandes corporações podem levar à diferentes incentivos para gerenciamento de resultados.

De acordo com Cheng e Warfield (2005), o mercado de capitais usa os resultados atuais para predizer o lucro futuro quando o preço da firma se equilibra. Stein (1989, 657) coloca que “...the stock market uses earnings to make a rational forecast of firm value – higher earnings today will be correlated with higher earnings in the future”. Com isso os gerentes ficam pré-dispostos a usar sua discricção contábil para gerenciar lucros a fim de manter o preço da ação mais alto em curto prazo.

De acordo com Bushman e Smith (2001), a literatura também documenta uma importante tendência no uso de números contábeis no contrato de remuneração de executivos nos EUA. Existem evidências estatísticas nas últimas três décadas de que a medida de lucratividade contábil tornou-se relativamente menos importante na determinação de remuneração dos executivos, esses planos têm mudado em direção a outras medidas de desempenho alternativas, como por exemplo, a remuneração por opção de ações. Essa mudança nos planos de remuneração ainda não está bem compreendida.

Especialmente nas duas ultimas décadas, houve uma mudança de estrutura de remuneração dos executivos. Num esforço para melhor alinhar os interesses dos acionistas, dos gerentes e aliviar os custos de agência, as companhias têm dramaticamente aumentado a remuneração dos executivos em direção das opções de ações (Bartov e Mohanram, 2004;

Kadan, 2005; Crocker e Slemrod, 2005). Ainda segundo Kadan (2005), motivados pelos recentes escândalos contábeis, os reguladores, investidores e acadêmicos começaram a examinar os efeitos da remuneração baseada em opções de ações na riqueza dos acionistas. As opções de ações dos executivos, por um lado, motiva-os a tomar decisões reais para aumentar o valor da firma, por outro lado, induz o executivo a se engajar no gerenciamento de resultados que têm efeito no preço da ação.

Para Crocker e Slemrod (2005) o crescimento explosivo das opções de ações foi uma característica notável do cenário econômico do século XX, e os escândalos contábeis do início do século corrente mostraram o lado “escuro” desse tipo de remuneração: elas fornecem aos gerentes um incentivo para tomar decisões que aumente o preço da ação, sem necessariamente aumentar a riqueza dos acionistas. Os recentes escândalos contábeis tornam mais claro que, é ignorada uma característica crítica do relacionamento entre o principal e o agente: o agente pode possuir informações privadas sobre o verdadeiro resultado da firma, e pode, mesmo incorrendo em custos, “ludibriar” essas informações em seus relatórios para o principal.

Um contrato ótimo entre o principal e o agente deveria ser projetado não somente para fornecer ao agente um incentivo de tomar decisões que aumentem os lucros reais da firma, mas também que minimizem o incentivo do agente em manipular os resultados nos relatórios (Crocker e Slemrod, 2005). Ainda segundo os mesmos autores, existem evidências empíricas ligando o caráter da remuneração do executivo com a manipulação de resultados e fraudes. Ke (2002) mostrou que firmas cujos CEOs (Chairman Executive Office) que recebem relativamente altas quantias de incentivos, na forma de ações irrestritas e opções imediatamente exercíveis, estão mais propensos a engajar-se em manipulação de resultados, relatando lucros maiores que o real.

Segundo Healy e Wahlen (1999) o gerenciamento de resultado ocorre quando os administradores usam julgamentos nos relatórios financeiros e na estruturação das transações para alterar os relatórios financeiros com o intuito de “enganar” alguns acionistas ou para influenciar resultados contratuais que dependem dos números contábeis relatados. Para os mesmos autores, o julgamento é requerido para estimar números futuros de eventos econômicos tais como expectativa de vida de bens de longo prazo, obrigações para benefícios de pensões, impostos diferidos, entre outros.

Healy (1985); Watts e Zimmerman (1986); Sweeney (1994) apud Cheng e Warfield (2005), discutem que a teoria positiva da contabilidade sugere que os gerentes tendem a gerenciar resultados para diminuir os custos políticos, para relaxar os *debt covenants*, e para aumentar as remunerações baseadas em bônus e premiações.

As firmas empregam vários mecanismos para remediar as conseqüências adversas com relação à propriedade e controle, e encorajar os gerentes a serem proprietários de parte da empresa é um exemplo de tal mecanismo. Um modo de aumentar o nível dessa propriedade 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. Existem várias evidências consistentes do alinhamento desses incentivos gerenciais com os interesses da firma e dos acionistas, entretanto, ao mesmo tempo, esses incentivos podem levar os gerentes a focarem sua atenção no preço da ação de curto prazo, assim conduzindo-os a gerenciarem os resultados. (Lambert and Larcker, 1987; Morck et al, 1988; Hanlon et al, 2003)

Ofek e Yermack (2000) examinaram a dinâmica da propriedade e a remuneração por meio de opções de ações, e descobriram que os gerentes premiados com opções de ações tendem a vender suas ações por razões de diversificação de risco ou por imaginar que esses riscos podem ser maiores do que eles podem suportar. Dado que o mercado de capital usa resultados correntes para predizer os resultados futuros quanto ao preço da firma, são

esperados desses gerentes que eles usem de sua discricção contábil para gerenciar resultados, a fim de manter o alto preço da ação no curto prazo.

Para Beneish e Vargus (2002), entretanto, a partir da perspectiva de diversificação de risco, os gerentes avessos ao risco querem reduzir sua exposição ao risco idiossincrático da firma. Conseqüentemente, os gerentes querem vender suas ações se o nível de exposição ao risco é maior que o nível de equilíbrio. Em suma, gerentes com maiores incentivos baseados em opções de ações estão mais propensos a vender as ações e sua riqueza está sensível ao preço da ação a curto prazo. Essa sensibilidade pode levar a um aumento de preço da ação no curto prazo e isto pode levar o gerente a vender suas ações.

Gao e Srieves (2002) discutem que os *accruals* levam à fluxos de caixa futuros, e gerentes usam os *accruals* para capacitar outras pessoas a fazerem previsões de desempenho futuro. Em contraste, a hipótese de gerenciamento de resultados oportunisticos revela que os gerentes usam *accruals* para explorar informações assimétricas, manipulando lucros anuais correntes a fim de alcançar vários benefícios para si mesmos ou para suas firmas. Existem evidências de que, quando o gerenciamento de resultados está baseado em motivos gerenciais oportunisticos, os custos da firma devido a distorção do fluxo de informações pode ser substancial

Para melhor compreensão, Gao e Srieves (2002) conceituam *accrual* como a diferença entre o lucro relatado e o caixa advindo das operações. Os *accruals* são divididos em dois componentes: não discricionários (que devem ser observados na ausência de qualquer incentivo para gerenciar resultados) e discricionários (considerados como uma *proxy* de gerenciamento de resultados).

Segundo Safdar (2003) *accruals* não discricionários são aqueles decorrentes da atividade normal da empresa, tais como aumento das vendas e ativos fixos. *Accruals* discricionários não são uma consequência da atividade normal da empresa e estão sujeitos ao julgamento gerencial.

Para Bergstresse e Philippon (2004) o uso de *accruals* para temporariamente impulsionar ou reduzir os lucros é um mecanismo de gerenciamento de resultados. *Accruals* são componentes dos resultados que não estão refletidos no fluxo de caixa atual, e uma grande quantidade de discricção gerencial vai dentro de sua construção.

Segundo Kadan e Yang (2005), o gerenciamento de resultados pode ser muito custoso para o gerente. Isso pode ser devido a um custo de reputação, legal ou psíquico. O gerente pode se ver frente a uma perda de reputação se ele tiver que redeclarar lucros em momento futuro.

Bergstresser e Philippon (2004) relatam o caso da empresa Xerox Co. como um exemplo de gerenciamento de resultados relacionado com a remuneração dos executivos por meio de opções de ações. Nessa companhia, os executivos parecem ter manipulado os lucros relatados durante a década de 90. Durante esse período, os CEOs da firma estavam exercendo grande quantidade de opções de ações e vendendo grande número de ações. Em abril de 2002, a SEC (Security Exchange Commission) processou a Xerox por manipular relatórios de lucros e receitas, e como parte da determinação da SEC, a Xerox foi forçada a refazer os relatórios de receitas para o período entre 1997 e 2001. O novo relatório contábil reduziu as receitas declaradas em \$2.1 bilhões e o lucro líquido declarado em \$ 1.4 bilhões no período. No processo, ainda a SEC acusou a Xerox de usar uma variedade de truques para inflar o seu lucro líquido, incluindo alocação inapropriada de receita corrente em seus equipamentos alugados.

Segundo Martinez (2001), é crucial verificar até que ponto os resultados contábeis, nos padrões em que estão sendo divulgadas pelas empresas brasileiras espelham a realidade com fidedignidade.

Diante de tantas evidências nos cenários internacionais, e pelo fato de no Brasil existirem poucas pesquisas empíricas sobre opções de ações e gerenciamento de resultados, especifica-se o seguinte problema de pesquisa:

As companhias abertas brasileiras que remuneram seus administradores por meio de Opções de Ações evidenciam maiores níveis de gerenciamento de resultados?

O objetivo deste artigo é verificar se as companhias abertas listadas nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa na Bovespa, que remuneram seus executivos por meio de Opções de Ações, apresentam evidências de maiores níveis de gerenciamento de resultados.

3- Desenvolvimento da hipótese

A literatura relacionada à teoria positiva dá destaque a uma das hipóteses que refere-se ao plano de incentivo, que de acordo com Watts e Zimmerman (1986, apud Lopes e Iudícibus 2004, pág 21) “a hipótese do plano de incentivo é que os administradores de empresas que recebem bônus – remuneração variável – usarão frequentemente métodos contábeis que aumentem o resultado do período”.

Os administradores podem aumentar a riqueza própria por meio de melhores resultados contábeis e/ou elevação dos preços das ações, influenciando assim o valor das Opções de Ações. Assim, para atingir melhores remunerações, os executivos podem utilizar-se do julgamento sobre os accruals para afetar os números contábeis. Com isso, pode-se levantar a seguinte hipótese de pesquisa:

H0: Existem evidências de maiores níveis de gerenciamento de resultados nas companhias abertas brasileiras em que os administradores recebem incentivos por meio de opções de ações.

4- Seleção da amostra:

A amostra consiste de 45 companhias brasileiras de capital aberto que negociam suas ações na Bovespa, sendo que essa amostra de empresas faz parte dos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Foram escolhidas tais empresas, pois elas são obrigadas pela Lei 10.303 de 2002 a publicarem em suas notas explicativas informações diversas, entre elas a divulgação de acordos com acionistas e programas de Opções de Ações. Estas companhias são divididas em Nível 1 e Nível 2, sendo que o Nível 1 é composto de 36 empresas e dentre elas, 11 remuneram seus administradores por meio de Opções de Ações. O Nível 2 é composto de 9 empresas, sendo que 2 remuneram seus administradores por meio de Opções de Ações, portanto, num total de 45 empresas pesquisadas, 13 usam as opções de ações para remunerarem seus administradores. Esta pesquisa visa verificar se essas empresas gerenciam seus lucros para efeito de valorização de suas ações no mercado de valores em comparação com as outras 32 que não usam esse tipo de incentivo. Para efeito deste trabalho, serão usados os dados coletados do Economática das demonstrações contábeis das 45 empresas citadas nos anos de 1995 até 2004.

A seguir encontra-se relacionadas as empresas de Nível 1 e 2 de Governança Corporativa da Bovespa que remuneram ou não seus executivos por meio de Opções de Ações:

Número	Empresa	Nível de Governança Corporativa	Remunera por meio de Opções de Ações
1	ARACRUZ CELULOSE S.A.	1	Não
2	BCO BRADESCO S.A.	1	Não
3	BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A.	1	Sim
4	BRADESPAR S.A.	1	Sim
5	BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	1	Não
6	BRASIL TELECOM S.A.	1	Não
7	BRASKEM S.A.	1	Não
8	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	1	Sim
9	CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	1	Não
10	CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	1	Não
11	CIA HERING	1	Não
12	CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA	1	Não
13	CIA VALE DO RIO DOCE	1	Não
14	CONFAB INDUSTRIAL S.A.	1	Não
15	DURATEX S.A.	1	Sim
16	FRAS-LE S.A.	1	Não
17	GERDAU S.A.	1	Sim
18	IOCHPE MAXION S.A.	1	Não
19	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	1	Sim
20	KLABIN S.A.	1	Não
21	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	1	Não
22	METALURGICA GERDAU S.A.	1	Sim
23	PERDIGAO S.A.	1	Não
24	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	1	Não
25	RIPASA S.A. CELULOSE E PAPEL	1	Não
26	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	1	Não
27	S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR	1	Não
28	SADIA S.A.	1	Não
29	SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	1	Não
30	SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE S.A.	1	Sim
31	ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	1	Sim
32	UNIBANCO HOLDINGS S.A.	1	Sim
33	UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A.	1	Sim
34	UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.	1	Não
35	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	1	Não
36	WEG S.A.	1	Não
37	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	2	Não
38	CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	2	Não
39	ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	2	Não
40	ETERNIT S.A.	2	Não
41	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	2	Sim
42	MARCOPOLO S.A.	2	Não
43	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	2	Sim
44	SUZANO PETROQUIMICA S.A.	2	Não
45	TAM S.A.	2	Não

5- Modelos empregados

Segundo Tukamoto (2004) existem cinco principais modelos utilizados para estimar a prática de gerenciamento de resultados: DeAngelo (1986), Healy (1985), Jones (1991), o modelo modificado de Jones (Dechow et al, 1995) e Kang e Silvaramkrihnan (1999), conhecido como KS. Conforme Martinez (2001), embora a maioria da literatura utilize o modelo Jones para estimar os *accruals discricionários*, este pode provocar sérios erros de

classificação, sendo que o modelo KS inclui as despesas operacionais na regressão, bem como trata das contas a receber para lidar com eventuais problemas associados à manipulação de receitas.

Para esta pesquisa, foram usados três modelos mais comumente utilizados em pesquisas empíricas, para evidenciar se existem ou não maiores níveis de gerenciamento de resultados na amostra selecionada.

Nos modelos originais foi inserida 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

Abaixo, estão descritos os modelos utilizados nesta pesquisa:

a) Modelo de Jones (1991)

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. Esse modelo tenta controlar o efeito de mudanças nas circunstâncias econômicas da empresa sobre os *accruals* não-discricionários. O *accrual* não-discricionário pelo modelo de Jones é:

$$ADN_{it} = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta Receitas_t) + \alpha_3(PPE_t)$$

onde:

$\Delta Receitas_t$ = receitas operacionais líquidas no ano t menos receitas do ano (t - 1) divididas pelos Ativos de (t - 1);

PPE_t = Propriedade, Planta e Equipamento em t;

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

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = Coeficientes estimados por regressão

Estimativas do parâmetro específico da empresa α_1, α_2 e α_3 são gerados usando o seguinte modelo no período estimado:

$$AT_{it} = a_1(1/A_{t-1}) + a_2(\Delta Receitas_t) + a_3(PPE_t) + v_t$$

onde:

As estimativas a_1, a_2, a_3 denotam as estimativas OLS de α_1, α_2 e α_3 e AT são os *accruals* totais divididos pelos Ativos Totais. Os resultados no modelo de Jones (1991) indicam que o modelo é bem sucedido para explicação de cerca de 25% da variação nos *accruals* totais.

b) Modelo modificado de Jones (1995):

O modelo modificado de Jones foi formulado para eliminar a tendência conjecturada do modelo de Jones para mensurar accruals discricionários com erro quando a discricionariedade sobre as receitas é exercida. No modelo modificado, os accruals não discricionários são estimados como:

$$NAD_{it} = \alpha (1/A_{t-1}) + \beta (\Delta \text{Receitas}_{it} - \Delta \text{Contas a receber}_{it}) + \gamma (\text{At.Imob}_{it})$$

Onde:

$\Delta C.Receb_{it}$ = contas a receber liquidas no ano t menos o valor das contas a receber liquidas no ano t-1 escaladas pelos ativos totais em t-1.

c) Modelo Kang & Silvaramakrishnan (1999)

Apesar do Modelo de Jones e de sua versão modificada serem os mais utilizados pelos pesquisadores, o Modelo KS, como é conhecido, segundo Martinez (2001) é aquele que possui melhor qualidade e apresenta o melhor resultado ao contexto local. O modelo KS opera diretamente com as contas do balanço patrimonial em determinado exercício contábil, evitando-se deste modo o problema de comparar valores em moeda de diferentes períodos. O modelo KS inclui as despesas operacionais na regressão bem como trata das contas a receber para lidar com eventuais problemas associados à manipulação de receitas.

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2 [\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3 [\delta_3 At.Imob_{it}] + \varepsilon_{it}$$

$$AD_{it} = AT_{it} - \{ \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2 [\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3 [\delta_3 At.Imob_{it}] \}$$

Onde:

AT_{it} = Accruals Totais = (CGL – Depreciação & Amortização)_t

Rec_{it} = Receita Líquida (excluindo tributação)

$Desp_{it}$ = Custos e Despesas Operacionais antes da Depreciação & Amortização.

CGL = Capital de giro Líquido excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisão de Impostos a Pagar

$At.Imob_{it}$ = Ativo Imobilizado e Ativo Diferido

$C.Receber_{i,t-1}$ = Contas a Receber no período t – 1.

$Deprec_{i,t-1}$ = Despesas de Depreciação

δ_1 = $C.Receber_{i,t-1} / Rec_{i,t-1}$, onde AR (Contas a Receber)

δ_2 = $(\Delta CG - C.Rec_{it}) / Desp_{i,t-1}$

δ_3 = $Deprec_{i,t-1} / A.Imob_{i,t-1}$

Rec_{it} , $Desp_{it}$, $A.Imob_{it}$, essas variáveis são escaladas em termos de ativos totais.

6- Resultados encontrados e análise dos resultados:

O tratamento dos dados levantados na base Económica foi feito por meio de regressões, utilizando-se para tanto da variável Dummy, sendo que, para efeito de análise, comparou-se os resultados dos três modelos utilizados.

As tabelas abaixo expõem os resultados obtidos para as medidas estruturadas, a fim de capturar evidências de gerenciamento de resultados considerando toda a amostra, primeiramente pelo modelo Jones (1991):

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,999 ^a	,998	,998	*****	1,466

a. Predictors: (Constant), Stock Options, ?V/AT, 1/AT, PPE/AT

b. Dependent Variable: Accruals Totais

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3271651	4	817912,853	36910,222	,000 ^a
	Residual	6337,623	286	22,160		
	Total	3277989	290			

a. Predictors: (Constant), Stock Options, ?V/AT, 1/AT, PPE/AT

b. Dependent Variable: Accruals Totais

A análise efetuada indica que 99% da variação dos *accruals* é explicada pela regressão, e que o grau de significância é menor que 0,05, portanto o modelo consegue capturar o comportamento dos *accruals* das empresas analisadas

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-3,153	,351		-8,996	,000		
	1/AT	2927,318	2229,622	,043	1,313	,190	,006	155,503
	?V/AT	-,038	,103	-,001	-,370	,712	,987	1,014
	PPE/AT	9,258	,314	,957	29,498	,000	,006	155,631
	Stock Options	-,467	,691	-,002	-,675	,500	,973	1,028

a. Dependent Variable: Accruals Totais

Observadas as estatísticas da variável Dummy, a regressão indica que o seu coeficiente não é significativo, assim sendo, esses resultados mostram que não existem diferenças entre a qualidade dos números contábeis apresentados pelas empresas que remuneraram seus executivos por meio de Opções de Ações daquelas que não remuneraram.

A seguir, far-se-á a análise dos dados mediante o Modelo Jones modificado (1995):

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,999 ^a	,999	,999	*****	1,667

a. Predictors: (Constant), Stock Options, 1/AT, PPE/AT, ?V-CR/AT

b. Dependent Variable: Accruals Totais

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3273663	4	818415,648	54101,448	,000 ^a
	Residual	4326,444	286	15,127		
	Total	3277989	290			

a. Predictors: (Constant), Stock Options, 1/AT, PPE/AT, ?V-CR/AT

b. Dependent Variable: Accruals Totais

Na análise efetuada, agora pelo modelo Jones modificado, pode-se observar que os resultados estão muito próximos do modelo descrito anteriormente, sendo que esta também indica que, 99% da variação dos *accruals* é explicada pela regressão.

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,010	,383		-,026	,979		
	1/AT	-13283,3	2317,284	-,193	-5,732	,000	,004	246,055
	?V-CR/AT	-,554	,048	-,940	-11,539	,000	,001	1436,897
	PPE/AT	2,446	,644	,253	3,795	,000	,001	960,938
	Stock Options	-,698	,568	-,003	-1,227	,221	,983	1,018

a. Dependent Variable: Accruals Totais

Novamente, pelos resultados desta regressão, pode-se afirmar pelas estatísticas da variável Dummy, que a regressão indica que o seu coeficiente não é significativo, assim sendo, esses resultados mostram que, do mesmo modo que no modelo Jones, não existem diferenças entre a qualidade dos números contábeis apresentados pelas empresas que remuneram seus executivos por meio de Opções de Ações daquelas que não remuneram, ou seja, este modelo corrobora com o anterior.

Finalmente inicia-se a interpretação dos resultados, utilizando-se agora o modelo KS (1995):

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,487 ^a	,237	,219	*****	2,063

a. Predictors: (Constant), Stock Options, d2DESP, d3PPE, d1REC

b. Dependent Variable: Accruals Totais

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3,150	4	,788	13,359	,000 ^a
	Residual	10,139	172	,059		
	Total	13,289	176			

a. Predictors: (Constant), Stock Options, d2DESP, d3PPE, d1REC

b. Dependent Variable: Accruals Totais

Nota-se que, neste caso, a regressão indica que 48,7% da variação dos *accruals* é explicada pela regressão, e segundo Zimmermann e Gioncharov (apud Tukamoto 2004 pág. 96), “um R^2 de 0,25 pode ser considerado um excelente coeficiente, permitindo o entendimento de que as regressões das amostras possuem poder explicativo satisfatório”.

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,021	,024		,868	,387		
	d1REC	,084	,018	,356	4,710	,000	,776	1,288
	d2DESP	,086	,019	,356	4,647	,000	,755	1,325
	d3PPE	-,938	,228	-,285	-4,116	,000	,926	1,080
	Stock Options	-,074	,049	-,101	-1,514	,132	,987	1,013

a. Dependent Variable: Accruals Totais

Pela observação desta tabela, pode-se afirmar que pelas estatísticas da variável Dummy, a regressão indica, mais uma vez, que o seu coeficiente não é significativo, assim sendo, esses resultados mostram que, do mesmo modo que no modelo Jones, e no modelo Jones modificado, não existem diferenças entre a qualidade dos números contábeis apresentados pelas empresas que remuneram seus executivos por meio de Opções de Ações daquelas que não remuneram. Portanto, em nenhum dos modelos descritos e analisados se verificam diferenças evidentes de gerenciamento de resultados entre tais empresas, não existindo evidências que esses incentivos são auferidos aos executivos das empresas para fins de manipulação de lucros.

Resgatada a hipótese estabelecida neste artigo, fica evidente a impossibilidade de afirmar-se que as empresas do Nível 1 e 2 de Governança Corporativa da Bovespa que remuneram seus executivos por meio de Opções de Ações apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultados em comparação com as empresas que não dão este tipo de incentivo aos seus executivos, assim sendo, a remuneração dada por meio de Opções de Ações, aparentemente, não apresenta-se como incentivos para manipulação de resultados, e consequentemente, aumentar o preço da ação da entidade no mercado de valores.

7- Considerações finais:

Este artigo procurou evidenciar a importância dos números contábeis relatados pelas empresas para o mercado de ações, sendo que esta pesquisa levou em consideração uma amostra de empresas que negociam suas ações na Bovespa.

O objetivo deste trabalho foi verificar se as companhias abertas listadas nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa na Bovespa, que remuneram seus executivos por meio de Opções de Ações, apresentam evidências de maiores níveis de gerenciamento de resultados, sendo que das 36 empresas listadas no Nível 1, 11 remuneram seus executivos por meio de Opções de Ações, e das 9 empresas relacionadas no Nível 2, apenas 2 remuneram seus administradores por meio de Opções de Ações, sendo que num total de 45 empresas pesquisadas, 13 usam as opções de ações para remunerarem seus administradores. Os dados foram coletados no banco de dados do Economática, tendo sido usadas as demonstrações contábeis das 45 empresas citadas nos anos de 1995 até 2004.

Para medir o nível de gerenciamento de resultados, dos cinco modelos mais conhecidos, foram escolhidos estes três por serem os modelos mais comumente utilizados nas pesquisas: modelo de Jones (1991), modelo de Jones modificado (1995) e o modelo KS (1995).

A hipótese levantada neste artigo foi que existem evidências de maiores níveis de gerenciamento de resultados nas companhias abertas brasileiras em que os administradores recebem incentivos por meio de opções de ações.

Com base nas evidências levantadas e da existência de pesquisas empíricas na literatura internacional sobre o assunto, esperava-se a confirmação desta hipótese, entretanto, no caso brasileiro, esta não foi confirmada, ou seja, pela pesquisa efetuada não houve a detecção de evidências de gerenciamento de resultados em empresas que remuneram seus executivos com Opções de Ações, portanto, no caso brasileiro, esta remuneração pode não ser usada para efeito de manipulação de lucros.

Cabe lembrar que, a maioria dos trabalhos pesquisados sobre gerenciamento de resultados e Opções de Ações está voltada para a realidade americana e inglesa, que supostamente apresentam fatores motivadores para o gerenciamento de resultados diferente dos estímulos brasileiros, e que, no Brasil, esta prática ainda é pouco explorada.

Ainda assim, pode-se dizer que, a política de bônus dos executivos praticada pelas empresas brasileiras pode não constituir em um incentivo para o gerenciamento de resultados, principalmente no caso de incentivo de Opções de Ações, que ainda é uma atitude recente para o mercado brasileiro.

Como se está frente a um assunto atual e pouco explorado na realidade brasileira, e que, existem poucas pesquisas empíricas sobre gerenciamento de resultados e remuneração por meio de Opções de Ações, espera-se que novas pesquisas sejam feitas para ampliar o campo de trabalho sobre este assunto.

6- Referências bibliográficas:

Balsam S.; Chen H.; Sankaraguruswamy S. 2003. Earnings management prior to stock option grants. Working Paper. Fox School of Business and Management.

Bartov E., Mohanram P. 2004. Private information, earnings manipulations, and executive stock-option exercises. *The Accounting Review*. 79, 4. pp. 889-920.8

Beneish, M.D.; Vargus, M. 2002. Insider trading, earnings quality, and accrual mispricing. *The Accounting Review* 77 (4): 755-791

Bergstresser, D; Philippon, T. 2004. CEO incentives and earnings management. Working paper.

Brasil. Lei 10.303 de Maio de 2002.

Bushman R.M., Smith A.J. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and economics*. 32(2001) 237-333.

Cheng Q.; Warfield T. 2005. Equity incentives and Earnings Management. Forthcoming at *The Accounting Review*.

Core, J.E.; Guay W.R.; Larcker D.F. 2003. Executive equity compensation and incentives: A survey. *FRBNY Economic Policy Review/* april 2003.

Crocker, K.J.; Slemrod, J. 2005. The economics of earnings manipulation and managerial compensation. Working Paper. University of Michigan Business School.

Gao P.; Shrieves R.. 2002. Earnings management and executive compensation: a case overdose of option and Underdose of salary? Working Paper.

Hanlon, M.; Rajgopal, S.; Shevlin, T. 2003. Are executive stock options associated with future earnings. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1-3):3-43

Healy P.M.; Wahlen J.M. 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. Forthcoming *Accounting Horizons*

Kadan, O.; Yang, J. 2005. Executive Stock Options and Earnings Management: A theoretical and empirical analysis. Working Paper.

Ke, B. 2002. Why do Ceo's of publicly traded forms prefer reporting small increases in earnings and long duration of consecutives earnings increases? Pennsylvania State University.

Lambert, R.A.; Larcker, D.F. 1987. Na analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. *Journal of Accounting Research* 25 (suplement): 85-119.

Lopes, A.B. e Iudícibus, S. 2004. *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.

Martinez, A.L. 2001. Gerenciamento dos resultados contábeis: Estudo empírico das companhias abertas brasileiras. Tese de doutorado. São Paulo: FEA/USP.

Morck, R.; Shleifer, A.; Vishny, R.W. 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (1-2): 293-315.

Ofek, E.; Yermack, D. 2000. Taking stock: Equity-based compensation and the evolution of managerial ownership. *The Journal of Finance* 55 (3): 1367-1384.

Safdar, I. 2003. Stock Option Exercise, earnings management, and abnormal stock returns. Working Paper.

Srivastava, A. 2005 Earnings Management and Stock Option Measures: An Analytical model and empirical tests. An international meeting of the American Accounting Association. San Francisco – Califórnia.

Stein, J.C. 1989. Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporation behavior. *Quarterly Journal of Economics*. 104 (4):665-669.

Tukamoto, Yhurika S. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs. Dissertação de mestrado em Contabilidade e Controladoria FEA/USP. São Paulo, 2004.