

**EFEITO DA REMUNERAÇÃO VARIÁVEL NA RELAÇÃO ENTRE MANDATO DO CHIEF EXECUTIVE OFFICER E AS PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS**

**ANDRÉIA CARPES DANI**  
UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)  
andreiacarpesdani@gmail.com

**CRISTIAN BAU DAL MAGRO**  
UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)  
cmagro@al.furb.br

**ROBERTO CARLOS KLANN**  
UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)  
rklann@furb.br

# EFEITO DA REMUNERAÇÃO VARIÁVEL NA RELAÇÃO ENTRE MANDATO DO CHIEF EXECUTIVE OFFICER E AS PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

## 1 INTRODUÇÃO

Geralmente, os CEOs (*Chief Executive Officer*) possuem alta rotatividade nas empresas de capital aberto, em que o tempo de mandato médio de um CEO no Brasil é de aproximadamente 4 anos, inferior à média global de 5,3 anos. A maior média de permanência de CEOs, nas organizações de capital aberto, têm sido registrada no Estados Unidos e Canadá, com aproximadamente 7 anos (Strategy, 2014).

Diante da constante rotatividade de CEOs, existem evidências preliminares que apontam para diferentes comportamentos corporativos que podem ser determinados pelo tempo de mandato. A premissa emerge na discussão de que CEOs que ocupam os primeiros anos de mandato em uma organização possuem aspirações e comportamentos distintos daqueles que estão em um período longo frente a mesma organização. O mesmo ocorre para os CEOs que estão no último ano de mandato, os quais, podem esboçar tendências diferenciadas de comportamento com relação aqueles que nos primeiros ou no longo mandato frente a organização.

O comportamento enviesado dos gestores, em determinados períodos de mandato, pode ser ocasionado pela busca de benefício privado, remuneração, reputação e/ou demonstrar ao mercado sua capacidade de gestão, dentre outros fatores. Nesse sentido, o comportamento oportunista dos CEOs, em determinados tempos de mandato, pode ser transferido em práticas de gerenciamento de resultados visando alteração nos números contábeis divulgados, objetivando remuneração adicional, construção de reputação e ou demonstração de capacidade de gestão.

Evidências mostram que os CEOs, no primeiro ano de mandato, tendem à exagerar nas despesas, atribuindo a culpa aos CEOs anteriores, e posteriormente, reivindicando os créditos pelos bons resultados de anos subsequentes (DEANGELO, 1988; POURCIAU, 1993; ALI; ZHANG, 2015). Os CEOs, no intuito de reportar melhores resultados no seu último ano de mandato, utilizam com maior intensidade das práticas de gerenciamento de resultados. A finalidade tem sido associada ao aumento da remuneração, barganhada pelos CEOs no seu último ano de mandato (DECHOW; SLOAN, 1991; POURCIAU, 1993; MURPHY; ZIMMERMAN, 1993; KALYTA, 2009; ALI; ZHANG, 2015). Dechow e Sloan (1991) sugerem que os CEOs gastam menos em pesquisa e desenvolvimento durante os seus anos finais de mandato, visando obtenção de maior remuneração variável sobre os resultados contábeis reportados.

Além disso, os primeiros anos de mandato são primordiais para os CEOs, período em que o mercado cria uma imagem preconcebida sobre suas habilidades e capacidades de gestão. Os CEOs podem eliminar possíveis incertezas de suas habilidades e capacidades, apresentando resultados satisfatórios nos primeiros anos de mandato, que podem ser alcançados com maior facilidade quando há decisões operacionais e escolhas contábeis que visam o gerenciamento de resultados (HERMALIN; WEISBACH, 2012).

As evidências anteriores já comprovaram a existência de relação entre os primeiros anos de mandato e o último ano de mandato dos CEOs e as práticas de gerenciamento de resultados. No entanto, a literatura demonstra que os CEOs possuem tendências diferenciadas em mandatos específicos diante de aspectos relacionados a remuneração. Portanto, a remuneração variável pode ser um fator que intensifica as práticas de gerenciamento de resultados já esboçadas nos primeiros e no último ano de mandato dos CEOs, visto a maior possibilidade de obtenção de benefícios privados frente as organizações que ofertam maior nível de remuneração variável.

Diante das contribuições teóricas sobre as práticas sobre o comportamento oportunista dos CEOs, em diferentes períodos de mandato, e com aspirações de benefícios privados mediante a remuneração variável, criou-se a seguinte questão de pesquisa: Qual o efeito da remuneração variável na relação entre o tempo de mandato do CEO e as práticas de gerenciamento de resultados? O estudo tem o objetivo de identificar o efeito da remuneração variável na relação entre o tempo de mandato do CEO e as práticas de gerenciamento de resultados, bem como o efeito mitigador dos mecanismos de governança corporativa.

As premissas desta pesquisa são compatíveis com Ali e Zhang (2015), em que os CEOs nos primeiros e no último ano de mandato tendem a praticar o gerenciamento de resultados, e aqueles que estão nos primeiros anos, manipulam pelo gerenciam resultados com maior intensidade que os CEOs no último ano de mandato. O estudo contribui ao adicionar o fator remuneração variável, podendo apresentar premissas diferenciadas para os CEOs que estão no último ano de mandato, visto a possibilidade de obtenção de maiores benefícios privados frente a empresas que oferecem maiores níveis de remuneração variável.

Por outro lado, os CEOs com longo mandato tendem a não exagerar nas práticas de gerenciamento de resultados, por temerem serem descobertos e perderem a reputação criada ao longo da carreira (ALI; ZHANG, 2015). Nesse sentido, esta pesquisa oferece contributo ao prever que, mesmo com altos níveis de remuneração variável, os CEOs com longo mandato primam pela reputação e não utilizam de práticas contábeis oportunistas buscando maior remuneração frente a divulgação de resultados contábeis satisfatórios.

Justifica-se que o estudo irá utilizar as premissas do gerenciamento de resultados mediante atividades reais e mediante escolhas contábeis. Essa escolha pauta-se na necessidade de observar fatores distintos de gerenciamento de resultados, pelo fato que as práticas de gerenciamento pelas escolhas contábeis são mais fáceis de serem identificadas pelos usuários, auditoria e demais interessados, e portanto, gestores que primam pela reputação podem escolhas o gerenciamento de resultados mediante atividades operacionais pela maior dificuldade de descoberta.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 Remuneração e *Turnover* do *Chief Executive Officer***

A sucessão de executivos tem sido objeto de estudo ao longo das últimas três décadas (PITCHER; CHREIM; KISFALVI, 2000). Grande parte dos estudos sobre *turnover* de executivos teve enfoque sobre a figura do CEO (MURPHY, 1999; KAO; LONG, 2006). No Brasil, o CEO foi instituído por meio do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiros de Governança Corporativa (IBGC), como o principal executivo da organização, com funções gerenciais, de representação e transmissão de informações à todos interessados (IBGC, 2015). Dentre as funções do CEO, incluem-se à tomada de decisão operacional e estratégica, vinculadas ao gerenciamento de resultados mediante atividades reais.

A seleção e substituição de CEOs têm sido estudada extensivamente na literatura sobre governança corporativa, dando ênfase para a influência nas decisões sobre o valor da empresa, características da estrutura de governança corporativa, e na visão dos acionistas sobre a tomada de decisão dos CEOs. Porém, a literatura apresenta resultados controversos sobre a atuação dos mecanismos de monitoramento, estabelecidos pela governança corporativa, em especial as características do conselho de administração (JENTER; LEWELLEN, 2010).

Rachpradit, Tang e Khang (2012) apontam que a estrutura de propriedade e da administração podem afetar o *turnover*, em que a rotatividade dos CEOs reduz nas empresas com controle familiar. Além disso, parte da literatura concentra-se na análise do *turnover* "forçado" (imposto pela organização) e, por outro lado, pouco têm sido explorado sobre o

*turnover* voluntário dos CEOs (JENTER; LEWELLEN, 2010). Complementarmente, Parrino (1997) esboça que entre os anos de 1969 e 1989, 49,6% dos CEOs tiveram sua saída forçada, e foram substituídos por executivos de fora da empresa, em comparação com 9,9 % das saídas voluntárias.

Estudos apontam que o *turnover* dos CEOs pode ser induzido, potencialmente, pelo desempenho organizacional insatisfatório (MURPHY; ZIMMERMAN, 1993; MELLONE JÚNIOR; SAITO, 2004; JENTER; LEWELLEN, 2010; CHANG; HSIAO; HU, 2012). Do ponto de vista dos acionistas, há desejo pelo desligamento dos CEOs que apresentam baixo desempenho organizacional (JENTER; LEWELLEN, 2010).

O prazo de mandato do conselheiro deve ser preferivelmente de um ano, renovável de forma não automática, após a realização de uma avaliação formal de desempenho. A atribuição de um bônus maior ou menor já é um sinal da satisfação ou não com o desempenho do CEO durante o mandato (OLIVA; ALBUQUERQUE, 2007). Para Weisbach (1988), existe associação entre o desempenho anterior e a probabilidade de um pedido de demissão dos CEOs, em empresas que possuem no conselho de administração, maior proporção de executivos externos. Este resultado não ocorreu em função da propriedade, do tamanho, ou do setor. As demissões anunciadas, são consistentes com a ideia de que os diretores aumentam o valor da firma através da remoção de um CEO responsável por uma má gestão.

Os CEOs que mantêm seus cargos, ultrapassando os primeiros anos, são susceptíveis de serem bem avaliados pelo mercado, por terem sobrevivido à volatilidade do ambiente de negócios (MILBOURN, 2003). Do mesmo modo, os CEOs com baixa capacidade de gestão, teriam menor probabilidade de sobrevivência à múltiplas modificações do ambiente corporativo, pelo fato de que seria difícil manipular o verdadeiro desempenho, usando das decisões operacionais, por vários anos consecutivos (ALI; ZHANG, 2015).

Adicionalmente, Murphy (1999) ressalta que para explicar a rotatividade dos CEOs, a idade torna-se mais importante que o desempenho organizacional. O estudo sugere que a probabilidade de um CEO sair da empresa, quando possui mais de 64 anos, é 30% maior que quando ele é mais jovem. Além disso, os CEOs são normalmente substituídos por gerentes de nível mais baixo, que atuam dentro da mesma empresa. Porém, esse estudo mostrou uma tendência de que nos últimos anos as substituições por executivos de fora tornaram-se mais comuns. A exemplo disso, observaram que 8% dos CEOs contratados pelas 500 maiores empresas, durante os anos de 1970, eram de fora e, por outro lado, entre 1990 a 1997, esse percentual aumentou para 18,9%.

Brickley (2003) ao revisar a literatura sobre *turnover*, ressalta algumas conclusões relacionadas ao desempenho. De modo geral, observou que a rotatividade dos CEOs é inversamente relacionada ao desempenho, pois os CEOs são mais propensos a se desvencilhar da empresa quando o desempenho é ruim. Esses resultados foram encontrados tanto em pesquisas com empresas de capital aberto, como também dentro de hospitais sem fins lucrativos. Além disso, os achados indicam que constantes variações no desempenho, aumentam a probabilidade de rotatividade dos CEOs, em empresas de capital aberto em cerca de 4%. Tal afirmativa, reforça os indícios de que há intencionalidade dos CEOs em manipular os resultados, vislumbrando um desempenho que seja constante.

Pitcher, Chreim e Kisfalvi (2000) apontam fatores que podem motivar o *turnover* dos CEOs. Dentre os fatores que exercem influência sobre o *turnover*, foram elencados os seguintes: o tempo de fundação, tamanho da empresa, setor econômico, rentabilidade, desempenho atual e passado, composição do conselho de administração, poder do CEO sobre o conselho de administração, características pessoais do CEO e a disponibilidade de candidatos alternativos para assumir o cargo.

Outro fator que tem sido destacado por estudos recentes como um motivador do *turnover* do CEO é a remuneração ou sistema de compensação adotado nas empresas

(NOURAYI; MINTZ, 2008; ZHENG, 2010; GONG, 2011), haja vista que faz parte da estrutura de incentivos fornecidos aos membros dos conselhos de administração e que se altera conforme o desempenho gerencial (BUSHMAN et al., 2004). O conselho de administração tem sido identificado como um mecanismo chave de controle interno para a definição de compensação dos CEOs (BOYD, 1994).

A literatura anterior que relacionou a remuneração com a estrutura de governança corporativa afirma que a remuneração dos diretores deve ser estruturada de forma a vincular-se a resultados, por meio de incentivos inteligentes que contribuam com a geração de valor no longo prazo. Além disso, por ocasião da divulgação do relatório anual, a empresa fará constar a remuneração individual ou agregada dos administradores, destacando as mudanças havidas nessa participação ao longo do ano, explicitando os mecanismos de remuneração variável, quando for o caso, e seu impacto no resultado (OLIVA; ALBUQUERQUE, 2007). A determinação da “remuneração do CEO e dos diretores depende de fatores diversos: origem do capital, cultura, tipo de setor econômico e estágio de desenvolvimento da empresa” (STEINBERG, 2003, p. 96).

Ao analisarem o alinhamento entre o sistema de remuneração de executivos e conselheiros com a estrutura de governança corporativa, Oliva e Albuquerque (2007) confirmaram que o CEO pode conquistar maiores bônus em função da sua performance e proximidade junto aos conselheiros externos. Pois, um comportamento de maior interação com a realidade dos negócios da organização e uma maior familiaridade com as dificuldades do CEO podem influenciar uma remuneração variável mais elevada ao CEO.

Nourayi e Mintz (2008) verificaram que a variável tamanho da empresa explica a remuneração total dos CEOs, mediada pelo desempenho. Além disso, o desempenho das empresas é um determinante significativo da compensação dos CEOs durante os três primeiros anos de seu trabalho. Contudo, se mostrou não significativo para aqueles CEOs que possuem 15 anos ou mais na mesma empresa.

Gong (2011) ao analisar a relação entre a remuneração do CEO e valor para o acionista, explorando dois atributos fundamentais da remuneração do CEO, sendo a remuneração do CEO e o valor líquido total adicionado naturalmente ao longo do mandato do CEO. Sustenta-se na ideia de que os CEOs recebem uma remuneração mais elevada quando conseguem criar mais valor para os acionistas. Gong (2011) argumenta que a remuneração do CEO e o aumento do valor líquido adicionado naturalmente no salário ao longo do seu mandato é maior, caso o desempenho alcançado durante o mandato CEO também seja maior. Além disso, confirmou a associação da posse dos executivos com a remuneração e o seu desempenho da empresa.

Ao analisar uma amostra de 193 empresas, Boyd (1994) verificou que a compensação dos CEOs é maior nas empresas em que o mesmo exerce um nível de controle maior sobre as decisões, e existe uma atuação mais fraca do conselho de administração sobre suas atividades. Assim, quanto maior a independência do CEO na tomada de decisões, melhor a remuneração recebida por estes. Para Correia, Amaral e Louvet (2008) a remuneração é significativamente maior nas empresas em que há separação das funções de CEO e de presidente do Conselho e, também, nas empresas com administradores independentes em seus Conselhos, ou seja, nesses casos ocorre uma influência da composição dos Conselhos sobre a compensação dos dirigentes.

Zheng (2010) analisou o efeito da posse sobre a estrutura de remuneração do CEO e verificou que existem diferentes padrões de estrutura de remuneração sobre a posse CEO, entre os CEOs internos e os CEOs externos. Verificou que para os “CEOs externos”, ou seja, aqueles que não ocupavam cargo na empresa anteriormente, ocorreu um aumento da remuneração variável baseada em ações durante os primeiros anos de mandato. Contudo, para os “CEOs internos”, esse tipo de remuneração diminuiu nos últimos anos de mandato. Além disso, constatou que os CEOs externos obtiveram uma compensação baseada em ações mais rapidamente e com maior valor do que os CEOs internos (ZHENG, 2010).

Em virtude da falta de resultados consistentes na investigação relacionada ao processo de sucessão dos CEOs, Pitcher, Chreim e Kisfalvi (2000), apresentam uma comparação dos principais estudos relativos ao tema, analisando os antecedentes, processos e conseqüências organizacionais, a fim de revelar possíveis razões para os resultados conflitantes existentes até o momento, conforme Quadro 1.

**Quadro 1: Antecedentes, processos e conseqüências organizacionais para a sucessão de CEOs.**

Estágios	Variáveis	Mensuração	Dados Comparáveis
Antecedentes	Contingências	Idade, tamanho, características do setor;	Sim
	Desempenho anterior	ROE de 3 anos anteriores (Dalton e Kesner, 1985); ROE de 1 ano anterior (Friedman e Singh, 1989); Expectativas do Board contra o realizado (Puffer e Weintrop, 1991); Crescimento de vendas de dois anos (Boeker, 1992); ROE e retorno dos acionistas (Cannella e Lubatkin, 1993); ROA 3 anos antes (Datta e Guthrie, 1994);	Sim
Evento	Características do sucessor	“outsider” se possui menos de dois anos de serviço (Cannella e Lubatkin, 1993), e não na organização; Durante o mandato do antecessor (Dalton e Kesner, 1985), menos de 5 anos de mandato organizacional (Datta e Guthrie, 1994); Idade (Zajac e Westphal, 1996; Datta e Rajagopalan, 1998);	Sim
Conseqüências	Mudança estratégica e Estrutural	Volume de negócios (Boeker, 1992; Finkelstein, 1992; Virany, Tushman e Romanelli, 1992; Kesner e Dalton, 1994; Keck e Tushman, 1993; Zajac e Westphal, 1996);	Sim

Fonte: Adaptado de Pitcher, Chreim e Kisfalvi (2000).

Pitcher, Chreim e Kisfalvi (2000) sugerem que ampliar o campo de investigação para grandes amostras, pode auxiliar na obtenção de resultados robustos e consistentes para a literatura da área. Além disso, as variáveis podem apresentar comportamentos distintos quando analisadas mudanças em períodos anteriores à sucessão e pós sucessão.

## **2.2 Turnover do Chief Executive Officer e Gerenciamento de Resultados Contábeis**

Dentre os principais fatores que compõem uma estrutura de governança corporativa, encontra-se a estrutura de propriedade e controle que afetam de diferentes maneiras as decisões estratégicas e operacionais das empresas (OKIMURA, 2003). Fama e Jensen (1983) argumentam que quando aquele que toma decisão possui os mesmos interesses de quem possui o direito residual (propriedade), ocorre a necessidade da separação entre a administração e o controle das decisões organizacionais. Deste modo, os CEOs exercem o controle, e têm incentivos para distorcer o desempenho financeiro reportado, visando aumentar sua remuneração, ganhos com participação nas ações, segurança no empresa, flexibilidade operacional, dentre outros fatores pessoais (HAZARIKA; KARPOFF; NAHATA, 2012).

Por outro lado, a percepção de alta capacidade do CEO pelo mercado, é um ativo valioso, que pode ser associado à benefícios de remuneração, compensação futura, reconduções na carreira e autonomia na gestão (GIBBONS; MURPHY, 1992; HERMALIN; WEISBACH, 1998). Nesse sentido, os CEOs são motivados à trabalhar arduamente nos primeiros anos de mandato, visto a constante avaliação sobre sua capacidade (HOLMSTROM, 1982). Ali e Zhang (2015) argumentam que para influenciar favoravelmente o mercado, com relação a sua

capacidade, os CEOs podem ser incentivados à exagerar nas decisões operacionais que afetam o resultado organizacional, com a finalidade de reportar um desempenho que não é compatível com a realidade econômica da organização.

Em empresas onde existe forte atuação da governança corporativa, como mecanismos de monitoramento das práticas oportunistas, promoverá o *turnover* de executivos cujo o desempenho seja considerado insuficiente" (MENDES-DA-SILVA; MELO, 2005, p.14). Mendes-da-Silva e Melo (2005) ponderam que os "sistemas de governança eficientes penalizam os executivos das empresas que possuem níveis insuficientes de desempenho no valor das ações, assim como, aqueles que apresentam fluxos de caixa pouco expressivos". Assim, uma situação de ausência de sensibilidade do *turnover* ao desempenho, pode indicar uma estrutura de governança inadequada, refletindo no valor da firma.

No contexto da teoria da agência, as empresas com maior grau de governança corporativa podem ter maior dificuldade de gerenciar seus resultados, considerando que a assimetria informacional pode ser um contra incentivo para utilização deste mecanismo. Além disso, a boa governança corporativa leva a um melhor desempenho da empresa, maior rentabilidade e eficiência. Assim, empresas com maior nível de governança corporativa possuem incentivos para gerenciar seus resultados por meio de decisões operacionais quando precisam mostrar melhor rentabilidade, porém, a empresa com maior nível de governança corporativa diminui sua assimetria de informação, logo tem maior dificuldade para exercer o gerenciamento de resultados (ALMEIDA-SANTOS; VERHAGEM; BEZERRA, 2011, p.61).

Os CEOs com longo mandato estariam mais preocupados em proteger, ao invés de contribuir para sua reputação (DIAMOND, 1989), diminuindo os incentivos para as práticas oportunistas (ALI; ZHANG, 2015). Para os CEOs com longo mandato, os benefícios gerados pelo gerenciamento de resultados não superam os custos associados a sua reputação. Além disso, o mercado atribui o mau desempenho dos CEOs com longo mandato a outros fatores que não estão relacionados à incapacidade de gestão (ALI; ZHANG, 2015). Por fim, os CEOs com longo mandato são receosos em praticar o gerenciamento de resultados, dado que já construíram sua reputação, e caso haja indícios de manipulação, o mercado pode degradar significativamente sua reputação, tornando duvidosa a credibilidade adquirida nos períodos anteriores (ALI; ZHANG, 2015).

Nesse contexto, há constante preocupação com a efetividade dos mecanismos de governança corporativa no monitoramento de atitudes oportunistas (EBRAHIM, 2007). Pois, os mecanismos de governança corporativa podem ficar vulneráveis ao monitoramento das decisões operacionais de manipulação dos resultados, visto a dificuldade em determinar o verdadeiro interesse, que pode ser confundido com estratégias de competitividade/concorrência, e resposta ao ambiente macroeconômico.

Engel, Hayes e Wang (2003) ponderam que poucos estudos têm tentado explicar a associação entre aspectos contábeis e de compensação com a rotatividade dos CEOs. Dentre esses, destaca-se os estudos de Hazarika, Karpoff e Nahata (2012), Kuang e Wielhouwer (2014) e Ali e Zhang (2015). Diversos estudos preveem que os CEOs exageraram os resultados no seu último ano de mandato, a fim de aumentar o seu salário no final do ano (Dechow; Sloan, 1991, Pourciau, 1993; Murphy; Zimmerman, 1993; Cheng, 2004; Kalyta, 2009), contudo a literatura é controversa (ALI; ZHANG, 2015).

Ao analisar a relação da rotatividade do CEO e o gerenciamento de resultados contábeis, Hazarika, Karpoff e Nahata (2012) verificaram que os CEOs que gerenciam seus resultados de forma agressiva nos primeiros anos, aumentam significativamente a probabilidade de sua expulsão forçada no ano seguinte. Kuang e Wielhouwer (2014) examinaram a influência da origem do CEO no gerenciamento de resultados e como esses efeitos evoluem ao longo do mandato do CEO. Foram comparados os CEOs promovidos dentro da empresa, e os CEOs recrutados de fora da empresa, buscando verificar se este último, possui um maior incentivo

para demonstrar suas habilidades nos primeiros anos após a sua nomeação. Os autores verificaram que as diferenças nas práticas de gerenciamento de resultados tornam-se insignificantes nos primeiros anos de mandato (a curto prazo). Contudo, a origem CEO é fator importante para explicar as estratégias de manipulação dos relatórios financeiros reportados aos acionistas.

Em virtude dos achados de Kuang e Wielhouwer (2014), considera-se que embora os CEOs de fora da empresa sejam mais propensos do que os CEOs de dentro, a ter uma expectativa menor de sobreviver a curto prazo, bem como envolver-se na manipulação contábil nos primeiros anos de seu mandato, observaram que o tempo de mandato não discrimina um comportamento diferente em termos de práticas oportunistas.

Ali e Zhang (2015) ao analisarem a relação do *turnover* de CEO e o gerenciamento de resultados, verificaram que os CEOs possuem mais incentivos para maximizar o resultados mais nos primeiros anos de mandato. Os resultados sugerem que os novos CEOs buscam influenciar positivamente a percepção de sua capacidade de mercado nos primeiros anos de serviço, quando o mercado é mais incerto. Assim, os CEOs gerenciam resultados, exagerando os resultados nos primeiros anos de mandato e também durante os outros anos. Contudo, o incentivo para exagerar o lucro é maior nos primeiros anos do que nos últimos anos de serviço devido a preocupações relacionadas a carreira dos CEOs.

Diante da revisão da literatura realizada, foram estabelecidas as seguintes hipóteses para esta pesquisa, a saber:

*H<sub>1</sub> –A remuneração variável modera positivamente a relação entre os primeiro anos de mandato dos CEOs e as práticas de gerenciamento de resultados.*

*H<sub>2</sub> –A remuneração variável modera positivamente a relação entre o último ano de mandato dos CEOs e as práticas de gerenciamento de resultados.*

*H<sub>3</sub> –A remuneração variável modera positivamente a relação entre o longo mandato dos CEOs e as práticas de gerenciamento de resultados.*

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

A pesquisa caracteriza-se como descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental. O aspecto descritivo é observado na discussão dos achados sobre a influência dos diversos aspectos de mandato dos CEOs sobre as atividades operacionais anormais, avaliadas pelo gerenciamento de resultados mediante atividades reais. O caráter documental se dá em função da utilização de informações constantes nos formulários de referências e nas demonstrações contábeis das empresas. Já a abordagem quantitativa se deve ao uso de técnicas estatísticas para a análise das diversas inter-relações.

#### **3.1 População e amostra**

A população da pesquisa compreendeu as companhias brasileiras de capital aberto com dados disponíveis na base de dados Economática® e no formulário de referência. A amostra foi delimitada conforme a disponibilização de informações para operacionalização das variáveis. Foram excluídas empresas em virtude de alguns motivos, sendo: empresas sem informações para aplicação dos modelos de regressões que evidenciam a variável dependente; outras empresas não continham informações para o cálculo das variáveis de controle e, por fim, algumas não ofereciam informações sobre as variáveis independentes do tempo de mandato dos CEOs. Assim, a amostra final compreendeu 183 empresas, num período de análise entre 2009 a 2015, totalizando 1.281 observações.

### 3.2 Procedimentos de Coleta dos Dados

A seleção do período de coleta dos dados foi em função da adoção parcial das normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras, a partir de 2008, e em função do tempo de mandato dos CEOs, que no Brasil é em torno de 4 anos, sendo inferior à média global de 5,3 anos, e a maior média de permanência dos CEOs na função tem sido observada nos Estados Unidos e Canadá, com 7.8 anos (STRATEGY&, 2014).

A coleta de dados foi realizada em duas etapas. Inicialmente, foram coletadas as informações relacionadas ao cálculo do gerenciamento de resultados mediante atividades reais e as variáveis de controle, baseadas em informações financeiras resultantes das demonstrações contábeis, obtidas pela Economática®. Em seguida, pelo formulário de referência de cada empresa, foram extraídas as informações de idade e tempo de mandato dos CEOs, investidores institucionais, independência do conselho de administração, presença do comitê de auditoria e auditoria *Big Four* para todos os anos estudados.

Para mensuração do gerenciamento de resultados mediante atividades reais utilizou-se os modelos ampliados e desenvolvidos por Roychowdhury (2006), em função de que estudos sustentaram-se teoricamente em tais modelos, como por exemplo, Gunny (2010), Athanasakou, Strong e Walker (2011), Zhao et al. (2012), Goh, Lee e Lee (2013), Farooqi, Harris e Ngo (2014), Brown, Chen e Kim (2015), Chung et al. (2015). Os modelos foram constituídos conforme as equações 1, 2 e 3, expostas a seguir.

$$\frac{FCO_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{V_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta V_t}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Equação (1)

Em que:

$V_t$  = Vendas durante o período t;

$A_{t-1}$  = Total de Ativos no final do período t-1;

$\Delta V_t = V_t - V_{t-1}$ ;

$FCO_t$  = Fluxo de Caixa Operacional no final do período t;

$$\frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{V_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta V_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{\Delta V_{t-1}}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Equação (2)

Em que:

$PROD_t = CPV_t + \Delta Estoques_t$

$$\frac{DPDISC_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{V_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{V_{t-1}}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Equação (3)

Em que:

$DPDISC_t$  = Despesas discricionárias no período t.

Em seguida, foi estabelecido o modelo utilizado para mensurar o gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis. Desse modo, foi utilizada a proposição tradicionalmente conhecida do Jones Modificado, criada por Dechow *et al.* (1995).

Assim, as estimativas dos parâmetros dos modelos  $\alpha$ ,  $\beta_1$  e  $\beta_2$  são geradas pelo seguinte modelo:

$$TA_{it} = \alpha \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Equação (4)

Em que:

$TA_{it}$  = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

$\Delta R_{it}$  = variação das receitas líquidas da empresa *i* no período *t-1* para o período *t*, ponderada pelos ativos totais no final do período *t-1*;

$PPE_{it}$  = saldo das contas do Ativo Imobilizado e Ativo Diferido (bruto) da empresa *i* no final do período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

$A_{t-1}$  = ativos totais da empresa no final do período *t-1*;

$\varepsilon_{it}$  = erro da regressão (resíduos).

No segundo momento, os coeficientes estimados são combinados com os parâmetros do modelo Jones modificado, descrito na Equação 4, para estimar os *accruals* não discricionários. Por fim, esse resultado é extraído dos *accruals* totais e a diferença são os *accruals* discricionários pelo modelo Jones modificado.

$$NDA_{it} = \alpha \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 (PPE_{it})$$

Equação (4.1)

Em que:

$NDA_{it}$  = *accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*;

$\Delta R_{it}$  = variação das receitas líquidas da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*;

$\Delta CR_{it}$  = variação das contas a receber (clientes) da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderada pelos ativos totais no final do período *t-1*;

$PPE_{it}$  = saldos das contas do ativo imobilizado da empresa *i* no final do período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

$A_{t-1}$  = ativos totais da empresa no final do período *t-1*;

$\alpha$ ,  $\beta_1$  e  $\beta_2$  = coeficientes estimados da regressão pela 4.

Após a mensuração do gerenciamento de resultados pelas métricas propostas nas equações 1, 2, 3 e 4 foi necessário estabelecer os modelos que buscaram verificar o efeito da remuneração variável na relação entre o tempo de mandato do CEO e o gerenciamento de resultados

$$GR_{it} = a_0 + a_1 CEOPAM_{it} + a_2 CEOPAMxREMVAR_{it} + a_3 CEOIdade_{it} + a_4 REMVAR_{it} \\ + a_5 PLVM_{it-1} + a_6 Alavancagem_{it-1} + a_7 ROA_{it-1} + a_8 Perda_{it-1} + a_9 CFO_{it} \\ + a_{10} CrescAtivo_{it} + a_{11} Tam_{it} + \varepsilon_{it}$$

Equação (5)

Em que:

$GR_t$  = Gerenciamento de Resultados Mediante Atividades que será mensurado pelos modelos de fluxo de caixa anormal, custos de produção anormais e despesas discricionárias anormais; e também o gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis.

$CEOPAM_{it}$  = primeiros dois anos de mandato dos CEOs, é uma variável *dummy* que é igual a um (1) para os dois primeiros anos de mandato dos CEOs e zero (0), caso contrário.

$CEOPAMxREMVAR_{it}$  = Proporção de remuneração variável em relação a remuneração total multiplicado pelo período inicial, que representa o efeito da remuneração variável na relação entre primeiros anos de mandato do CEO e o gerenciamento de resultados;

**Variáveis de controle:**

$CEOIdade_{it}$  = idade do CEO no ano *t*;

$REMVAR_{it}$  = Proporção da remuneração variável sobre a remuneração total da firma no ano *t*;

$PLVM_{it-1}$  = Log do patrimônio líquido a valor de mercado no início do ano *t*;

$Alavancagem_{it-1}$  = dívida total ponderada pelos ativos totais no início do ano *t*;

$ROA_{it-1}$  = Retorno sobre os ativos no início do ano *t*;

$Perda_{it-1}$  = variável *dummy* que é igual a um (1) para empresas com prejuízo líquido para o ano *t-1*, e zero (0) caso contrário;

$CFO_{it}$  = Fluxo de caixa das operações do ano *t*, escalonado pelos ativos totais do início do ano *t*;

$CrescAtivo_{it}$  = mudança do ativo total durante o ano  $t$ , escalonado pelo ativo total no início do ano  $t$ .  
 $Tam_{it}$  =  $Log$  do ativo total no ano  $t$ .

A próxima equação estabelece a premissa de observar o efeito moderador da remuneração variável na relação entre o último ano de mandato dos CEOs e as práticas de gerenciamento de resultados.

$$GR_{it} = a_0 + a_1CEOFINAL_{it} + a_2CEOFINALxREMVAR_{it} + a_3CEOIdade_{it} + a_4REMVAR_{it} + a_5PLVM_{it-1} + a_6Alavancagem_{it-1} + a_7ROA_{it-1} + a_8Perda_{it-1} + a_9CFO_{it} + a_{10}CrescAtivo_{it} + a_{11}Tam_{it} + \varepsilon_{it}$$

Equação (6)

Em que:

$GR_t$  = Gerenciamento de Resultados Mediante Atividades que será mensurado pelos modelos de fluxo de caixa anormal, custos de produção anormais e despesas discricionárias anormais; e também o gerenciamento de resultados mediante escolas contábeis.

$CEOFINAL_{it}$  = último ano de mandato do CEO, é uma variável *dummy* que é igual a um (1) para o último ano de mandato do CEO e zero (0), caso contrário.

$CEOFINALxREMVAR_{it}$  = Proporção de remuneração variável em relação a remuneração total multiplicado pelo período final de mandato, que representa o efeito da remuneração variável na relação entre o último ano de mandato do CEO e o gerenciamento de resultados;

**Variáveis de controle:**

$CEOIdade_{it}$  = idade do CEO no ano  $t$ ;

$REMVAR_{it}$  = Proporção da remuneração variável sobre a remuneração total da firma no ano  $t$ ;

$PLVM_{it-1}$  =  $Log$  do patrimônio líquido a valor de mercado no início do ano  $t$ ;

$Alavancagem_{it-1}$  = dívida total ponderada pelos ativos totais no início do ano  $t$ ;

$ROA_{it-1}$  = Retorno sobre os ativos no início do ano  $t$ ;

$Perda_{it-1}$  = variável *dummy* que é igual a um (1) para empresas com prejuízo líquido para o ano  $t-1$ , e zero (0) caso contrário;

$CFO_{it}$  = Fluxo de caixa das operações do ano  $t$ , escalonado pelos ativos totais do início do ano  $t$ ;

$CrescAtivo_{it}$  = mudança do ativo total durante o ano  $t$ , escalonado pelo ativo total no início do ano  $t$ .

$Tam_{it}$  =  $Log$  do ativo total no ano  $t$ .

Por fim, buscou-se observar o efeito moderador da remuneração variável sobre a relação entre o longo mandato dos CEOs e as práticas de gerenciamento de resultados.

$$GR_{it} = a_0 + a_1CEOLONG_{it} + a_2CEOLONGxREMVAR_{it} + a_3CEOIdade_{it} + a_4REMVAR_{it} + a_5PLVM_{it-1} + a_6Alavancagem_{it-1} + a_7ROA_{it-1} + a_8Perda_{it-1} + a_9CFO_{it} + a_{10}CrescAtivo_{it} + a_{11}Tam_{it} + \varepsilon_{it}$$

Equação (7)

Em que:

$GR_t$  = Gerenciamento de Resultados Mediante Atividades que será mensurado pelos modelos de fluxo de caixa anormal, custos de produção anormais e despesas discricionárias anormais; e também o gerenciamento de resultados mediante escolas contábeis.

$CEOLONG_{it}$  = longo mandato do CEO, é uma variável *dummy* que é igual a um (1) para o CEO que esteve ocupando o cargo durante todo o período analisado pelo estudo e zero (0), caso contrário.

$CEOFINALxREMVAR_{it}$  = Proporção de remuneração variável em relação a remuneração total multiplicado pelo longo mandato do CEO, que representa o efeito da remuneração variável na relação entre o longo mandato do CEO e o gerenciamento de resultados;

**Variáveis de controle:**

$CEOIdade_{it}$  = idade do CEO no ano  $t$ ;

$REMVAR_{it}$  = Proporção da remuneração variável sobre a remuneração total da firma no ano  $t$ ;

$PLVM_{it-1}$  =  $Log$  do patrimônio líquido a valor de mercado no início do ano  $t$ ;

$Alavancagem_{it-1}$  = dívida total ponderada pelos ativos totais no início do ano  $t$ ;

$ROA_{it-1}$  = Retorno sobre os ativos no início do ano  $t$ ;

$Perda_{it-1}$  = variável *dummy* que é igual a um (1) para empresas com prejuízo líquido para o ano  $t-1$ , e zero (0) caso contrário;

$CFO_{it}$  = Fluxo de caixa das operações do ano  $t$ , escalonado pelos ativos totais do início do ano  $t$ ;

$CrescAtivo_{it}$  = mudança do ativo total durante o ano  $t$ , escalonado pelo ativo total no início do ano  $t$ .

$Tam_{it}$  = Log do ativo total no ano  $t$ .

A análise dos resultados foi efetuada com o uso da estatística descritiva, teste de diferença de médias (*software SPSS*) para verificar a diferença no nível de gerenciamento de resultados sobre os diferentes mandatos dos CEOs e com relação as setores das empresas, a regressão linear múltipla (*software SPSS*) para estimar os resíduos que demonstram as práticas de gerenciamento de resultados mediante atividades reais, e por fim, a análise de dados em painel (*Software Stata*) para teste das hipóteses.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Primeiramente, apresenta-se os resultados da modelagem preliminar do gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis, em que o objetivo é verificar o efeito da remuneração variável na relação entre tempo de mandato do CEO e o gerenciamento de resultados, conforme Tabela 1.

**Tabela 1.** Efeito da remuneração variável na relação entre tempo de mandato do CEO e o gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis

Variáveis	AD	
	Efeitos Fixos	
	Coefic.	Sig.
CEOPAM	-0,0093	0,381
LGMAND	0,0004	0,983
ANOFIN	0,0269	0,047*
IDCEO	0,0010	0,035*
LOGREMV	0,0004	0,644
CEOPAMREMV	0,0013	0,184
LGMANDREMV	-0,0011	0,404
ANOFINREMV	-0,0014	0,217
LOGPLVM	0,0482	0,001*
ROA	-0,0913	0,059**
ALAVANC	-0,0987	0,039*
PERDA	-0,0400	0,000*
FCO	-0,0140	0,286
CRESC	0,1117	0,000*
TAM	-0,0206	0,400
_CONS	-0,2113	0,145
R <sup>2</sup> Within	0,1543	
R <sup>2</sup> Between	0,0429	
R <sup>2</sup> Overall	0,0949	
Significância modelo	0,000*	
Nº Observações	1.281	
LM de Breusch-Pagan	0,000*	
F de Chow	0,000*	
Teste Hausman	0,000*	

\* Significância ao nível de 5%; \*\* Significância ao nível de 10%

Verificou-se na Tabela 1 que a proporção de remuneração variável não apresentou influência direta sobre o gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis, e, tampouco causou efeito na relação entre tempo de mandato do CEO e o gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis. Adicionalmente, os resultados reportaram que CEOs nos

primeiros anos de mandato e no longo mandato não apresentaram tendências para o gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis.

Esse resultado demonstra preocupação com a reputação do CEO, em que nos primeiros anos de mandato quer demonstrar sua capacidade ao mercado, contudo, pode estar atento a possibilidade de ter sua imagem denegrida com a utilização de gerenciamento de resultados para manipular o alcance do desempenho almejado. Do mesmo, os CEOs que estão no longo mandato também demonstram-se relutantes ao gerenciamento de resultados, visto a preocupação com a reputação construída ao longo da carreira.

Por outro lado, os achados demonstraram que existe uma relação positiva entre os CEOs que estão no último ano de mandato (ANOFIN) e a maior utilização do gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis. O achado demonstra o interesse dos CEOs que estão no último ano de mandato em reportar resultados satisfatórios da empresa ao mercado.

Além disso, os resultados demonstraram que os CEOs com idade superior tendem a gerenciamento com maior predominância os resultados mediante escolhas contábeis, as empresas com maior Patrimônio Líquido a valor de mercado e maior crescimento influenciam no maior gerenciamento de resultados. Por outro lado, as empresas com menor ROA e menor alavancagem influenciam no maior gerenciamento de resultados.

Para demonstrar resultados complementares, foi adicionado os testes com os modelos de gerenciamento de resultados mediante escolhas reais, ou decisões operacionais. A Tabela 2 demonstra o efeito da remuneração variável na relação entre tempo de mandata do CEO e o gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais.

**Tabela 2.** Efeito da remuneração variável na relação entre tempo de mandato e o gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais

Variáveis	ABFCC		ABPROD		ABDESP	
	Efeitos Fixos		Efeitos Fixos		Efeitos Fixos	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
CEOPAM	-0,0813	0,311	-0,0643	0,148	-0,0048	0,912
LGMAND	-0,2305	0,101	0,1010	0,171	-0,0659	0,392
ANOFIN	-0,1905	0,063**	0,0799	0,159	-0,0030	0,957
IDCEO	-0,0003	0,920	-0,0335	0,083**	-0,0015	0,463
LOGREMV	-0,0074	0,344	-0,0047	0,266	-0,0049	0,246
CEOPAREMV	-0,0005	0,942	0,0063	0,116	0,0009	0,817
LGMANDREMV	0,0173	0,089**	-0,0035	0,523	0,0064	0,249
ANOFINREMV	0,0127	0,149	-0,0052	0,281	-0,0024	0,611
LOGPLVM	0,1405	0,218	-0,2799	0,000*	0,0551	0,377
ROA	-0,2831	0,439	-0,5426	0,007*	0,3737	0,062**
ALAVANC	0,5396	0,136	-0,1968	0,304	-0,1487	0,453
PERDA	0,0034	0,967	-0,0252	0,572	0,0661	0,137
FCO	-0,0104	0,917	-0,1105	0,040*	0,0757	0,166
CRESC	-0,0314	0,688	0,0148	0,730	-0,0566	0,186
TAM	-0,3347	0,071**	0,3036	0,000*	-0,2327	0,022*
_CONS	1,3872	0,205	0,0302	0,942	1,2724	0,034*
R <sup>2</sup> Within	0,0161		0,0324		0,0179	
R <sup>2</sup> Between	0,0138		0,1874		0,0320	
R <sup>2</sup> Overall	0,0012		0,1373		0,0298	
Significância modelo	0,2787		0,000*		0,1858	
Nº Observações	1.281		1.281		1.281	
LM de Breusch-Pagan	0,000*		0,000*		0,000*	
F de Chow	0,000*		0,000*		0,000*	
Teste Hausman	0,000*		0,000*		0,002*	

\* Significância ao nível de 5%; \*\* Significância ao nível de 10%

Observa-se na Tabela 2 que os CEOs que estão no último ano de mandato (ANOFIN) utilizam com maior intensidade do gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais, pela aplicação da redução brusca nas despesas discricionárias, almejando reportar resultados mais satisfatórios ao mercado. Por outro lado, o gerenciamento de resultados pela produção anormal e fluxo de caixa anormal não foram significantes com nenhum modelo de tempo de mandato dos CEOs.

Com relação ao efeito da remuneração variável na relação entre tempo de mandato do CEO e o gerenciamento de resultados, pode-se inferir que o único modelo significativo foi relacionado as despesas discricionárias anormais. Tais achados remetem a inferência de que a remuneração variável modera apenas a relação entre o longo mandato dos CEOs e o gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais pelas despesas discricionárias anormais. Sugere-se que a maior remuneração variável afeta negativamente a relação entre Longo Mandato dos CEOs e a práticas de gerenciamento de resultados, ou seja, aquelas empresas com maior remuneração variável tendem a fazer com que os CEOs tenham menor utilização das despesas discricionárias anormais, reduzindo o gerenciamento de resultados para aumentar os lucros.

Por fim, com relação ao tamanho da empresa observou-se que empresas menores tendem a gerenciar resultados pelas despesas discricionárias anormais para aumentar os resultados da firma. Adicionalmente, tem-se que empresas com menor Patrimônio Líquido a valor de mercado, menor ROA e menor fluxo de caixa operacionais tendem a não utilizar as produções anormais para reportar melhores resultados.

## **5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES**

O objetivo do estudo foi verificar o efeito da remuneração variável na relação entre tempo de mandato do CEO e o gerenciamento de resultados. Para tanto, utilizou-se uma amostra de empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, com dados de 2009 à 2015, contemplando a mensuração do gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis e também mediante decisões operacionais.

Conclui-se que o último ano de mandato dos CEOs é determinante para a prática de gerenciamento de resultados, tanto pelas escolhas contábeis quanto pelas decisões operacionais. Desse modo, os achados remetem a inferir que o interesse dos CEOs no final do seu mandato está vinculado ao reporte de resultados satisfatórios ao mercado. Esse fator pode ser explicado pelo interesse na remuneração vinculada ao desempenho organizacional, e também com a demonstração da capacidade ao mercado, visto que tais CEOs irão buscar outras organizações para sua atuação.

Outro achado importante esteve relacionado com os CEOs de longo mandato, em que não apresentam intensões para o gerenciamento de resultados pelas escolhas contábeis, e nas decisões operacionais suas intensões são de reporte de resultados menos impactantes, ou seja, resultados mais conservadores. Esse achado faz emergir o interesse dos CEOs de longo mandato com a sua reputação construída ao longo da carreira.

Por fim, conclui-se que a remuneração variável não provocou efeito sobre a relação entre tempo de mandato do CEO e o gerenciamento de resultados pelas escolhas contábeis. Por outro lado, os achados remetem a inferência de que no gerenciamento de resultados pelas decisões operacionais, a remuneração variável provocou efeito sobre as intenções dos CEOs com longo mandato, reduzindo sua propensão ao GR por fluxos de caixas anormais.

## **REFERÊNCIAS**

ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. *The American economic review*, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.

ALI, A.; ZHANG, W. CEO tenure and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 59, n. 1, p. 60-79, 2015.

ALMEIDA-SANTOS, P. S.; VERHAGEM, J. A.; BEZERRA, F. A. Gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais e a governança corporativa: análise das indústrias siderúrgicas e metalúrgicas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5, n. 13, p. 55-74, 2011.

BRICKLEY, J. A. Empirical research on CEO turnover and firm-performance: A discussion. **Journal of Accounting and Economics**, v. 36, n. 1, p. 227-233, 2003.

CHANG, L-L.; HSIAO, F. D.; HU, Y. The association between executive turnover, family business and firm performance: evidence in Taiwan. **Accounting and Finance Research**, 1(2), pp. 148-160, 2012.

COFFEE, J. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. **Northwestern University Law Review**, v. 93, p. 641-708, 1999.

DEANGELO, Linda Elizabeth. Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests. **Journal of accounting and economics**, v. 10, n. 1, p. 3-36, 1988.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. **Journal of accounting and Economics**, v. 14, n. 1, p. 51-89, 1991.

DIAMOND, D. W. Reputation acquisition in debt markets. **The journal of political economy**, p. 828-862, 1989.

EBRAHIM, A. Earnings management and board activity: an additional evidence. **Review of Accounting and Finance**, v. 6, n. 1, p. 42-58, 2007.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **The journal of law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 327-349, 1983.

GIBBONS, R.; MURPHY, K. J. Does executive compensation affect investment?. **NBER Working Paper**, n. w4135, 1992.

GONG, J.J. Examining shareholder value creation over CEO tenure: A new approach to testing effectiveness of executive compensation. **Journal of Management Accounting Research**, Vol. 23, nº. 1, pp.1-28, 2011.

HAZARIKA, S.; KARPOFF, J. M.; NAHATA, Rajarishi. Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 104, n. 1, p. 44-69, 2012.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. **American Economic Review**, p. 96-118, 1998.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Information disclosure and corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 1, p. 195-233, 2012.

HOLMSTROM, B. Moral hazard in teams. **The Bell Journal of Economics**, p. 324-340, 1982.

**IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERANÇA CORPORATIVA**. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2015. Disponível em: <[http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP\\_5edicao\\_web.pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_web.pdf)>. Acesso em 8 de abril de 2016.

- JENTER, D.; LEWELLEN, K. Performance-induced CEO turnover. **Work. Paper, Stanford Univ**, 2010.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KALYTA, P. Accounting discretion, horizon problem, and CEO retirement benefits. **The Accounting Review**, v. 84, n. 5, p. 1553-1573, 2009.
- KATO, T.; LONG, C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data. **Journal of Comparative Economics**, v. 34, n. 4, p. 796-817, 2006.
- KUANG, Y. F.; QIN, B.; WIELHOUWER, J. L. CEO origin and accrual-based earnings management. **Accounting Horizons**, v. 28, n. 3, p. 605-626, 2014.
- MENDES-DA-SILVA, W.; MELO, L. Q. Governança corporativa, desempenho e turnover de executivos: um estudo comparativo entre indústrias brasileiras familiares e não familiares. In: Encontro da ANPAD-Enanpad, 2005. **Anais...Enanpad**, 2005.
- MILBOURN, T. T. CEO reputation and stock-based compensation. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n. 2, p. 233-262, 2003.
- MURPHY, K. J. **Executive Compensation**. In: O. Ashenfelter and D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics*. Elsevier, Amsterdam, pp. 2485–2563, 1999.
- MURPHY, K. J.; ZIMMERMAN, Jerold L. Financial performance surrounding CEO turnover. **Journal of Accounting and Economics**, v. 16, n. 1, p. 273-315, 1993.
- OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 132f. 2003. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), Universidade de São Paulo- USP, 2003.
- PARRINO, R. CEO turnover and outside succession: a cross-sectional analysis. **Journal of Financial Economics**, 46, 165–197, 1997.
- PITCHER, P.; CHREIM, S.; KISFALVI, V. CEO succession research: Methodological bridges over troubled waters. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 6, p. 625-648, 2000.
- POURCIAU, S. Earnings management and non routine executive changes. **Journal of accounting and economics**, v. 16, n. 1, p. 317-336, 1993.
- RACHPRADIT, P.; TANG, J. C. S.; KHANG, D. B. CEO turnover and firm performance, evidence from Thailand. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 12(2), pp. 164-178, 2012.
- ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of accounting and economics**, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.
- ZHENG, Y. The effect of CEO tenure on CEO compensation: Evidence from inside CEOs vs outside CEOs. **Managerial Finance**, Vol. 36, nº. 10, pp.832 – 859, 2010.