

Remuneração variável no tempo de mandato é a causa do oportunismo dos CEOs? Evidências do gerenciamento de resultados no Brasil

doi: 10.4025/enfoque.v38i3.42193

Cristian Baú Dal Magro

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau – FURB
Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis na Universidade Comunitária da Região de Chapecó – UNOCHAPECÓ.
E-mail: cristianbaumagro@gmail.com
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-7609-5806>

Andreia Carpes Dani

Doutoranda em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau – FURB
Universidade Regional de Blumenau- FURB
E-mail: andriacarpesdani@gmail.com
Orcid: <http://orcid.org/0000-0001-9337-8608>

Roberto Carlos Klann

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau – FURB
Coordenador e professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Regional de Blumenau – FURB
e-mail: rklann@furb.br
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-3498-0938>

Recebido em: 29.03.2018

Aceito em: 03.09.2018

2ª versão aceita em: 06.09.2018

RESUMO

Esta pesquisa verificou a influência da remuneração variável na relação entre o tempo de mandato dos CEOs e as práticas de gerenciamento de resultados. A amostra compreendeu 183 empresas listadas na BM&FBovespa, num período de análise entre 2009 a 2015, totalizando 1.281 observações. Os resultados indicaram 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. No entanto, verificou-se que os CEOs de longo mandato não apresentam intenções para o gerenciamento pelas escolhas contábeis, e nas decisões operacionais suas intenções são de reporte de resultados mais conservadores. Conclui-se que a remuneração variável não provocou efeito sobre a relação entre tempo de mandato dos CEOs e o gerenciamento de resultados pelas escolhas contábeis. Porém, para o gerenciamento por decisões operacionais, a remuneração variável provocou efeito sobre as intenções dos CEOs com longo mandato, reduzindo ainda mais suas intenções conforme o aumento na proporção da remuneração variável.

Palavras-chave: Remuneração dos CEOs. Mandato dos CEOs. Comportamento Oportunista.

Variable remuneration before mandate time is the cause of opportunism of CEOs? Evidence of earnings management in Brazil

ABSTRACT

This research verified the influence of variable remuneration on the relationship between CEOs term time and earnings management practices, as well as the mitigating effect generated by corporate governance mechanisms. The sample comprised 195 Brazilian companies. The results indicate that the last year of the CEOs mandate is decisive for the practice of earnings management, both for accounting choices and for operational decisions. However, it was found that the long-term CEOs do not present intentions to earnings management by the accounting choices, and in operational decisions their intentions are to report more conservative results. It was concluded that the variable remuneration had no effect on the relationship between the term of the CEOs term and the earnings management by the accounting choices. However, for management by operational decisions, variable remuneration had an effect on the intentions of CEOs with a long mandate, further reducing their intentions as the

share of variable remuneration increased.

Keywords: Remuneration of CEOs. Mandate of CEOs. Opportunistic Behavior.

1 INTRODUÇÃO

Os diretores executivos são contratados para gerenciar o capital dos acionistas, culminando na separação entre propriedade e controle (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972). Estes gestores, denominados de CEOs (*Chief Executive Officer*), podem apresentar interesses que divergem do principal (acionistas) e geram conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Os conflitos podem ser maximizados pelo comportamento oportunista de CEOs que emerge pelo tempo de mandato e nível de remuneração variável atrelada aos resultados.

No Brasil, há uma alta rotatividade dos CEOs nas empresas de capital aberto comprovada pelo tempo médio de permanência de 4 anos, inferior à média global de 5,3 anos. Além disso, em países desenvolvidos, como Estados Unidos e Canadá, a média de permanência dos CEOs nas organizações de capital aberto se aproxima de 7 anos (FAVARO; KARLSSON; NEILSON, 2015). As evidências de baixa permanência dos CEOs nas empresas brasileiras torna-se um campo fértil para se estudar as mudanças de comportamento perante diferentes decisões corporativas (ALI; ZHANG, 2015).

A premissa teórica estabelece que CEOs nos seus primeiros anos de mandato têm aspirações e comportamentos distintos daqueles que estão em um longo mandato à frente de uma mesma organização. O mesmo ocorre com CEOs que estão no último ano de mandato, que podem ter tendências para comportamentos diferentes daqueles que encontram-se nos primeiros e/ou no longo mandato. Essa mudança de comportamento de CEOs, em distintos períodos do mandato, pode estar atrelada aos seguintes fatores: benefícios privados, remuneração, reputação e pela própria capacidade de gestão (DIAMOND, 1989; ALI; ZHANG, 2015).

Nesse sentido, o comportamento oportunista de CEOs, em determinado tempo de mandato, pode manifestar-se por meio das práticas de

gerenciamento de resultados, as quais visam a alteração nos números contábeis com o objetivo de remuneração adicional, construção da reputação e/ou demonstração da capacidade de gestão. Os CEOs, no primeiro ano de mandato, tendem à exagerar nas despesas, atribuindo a culpa aos CEOs anteriores, e posteriormente, reivindicando créditos pelos bons resultados de anos seguintes (DEANGELO, 1988; POURCIAU, 1993; ALI; ZHANG, 2015). Os CEOs também utilizam do gerenciamento de resultados para reportar maiores lucros no seu último ano de mandato com a finalidade de barganhar remuneração (DECHOW; SLOAN, 1991; POURCIAU, 1993; MURPHY; ZIMMERMAN, 1993; KALYTA, 2009; ALI; ZHANG, 2015). Dechow e Sloan (1991) sugerem que os CEOs podem cortar recursos para pesquisa e desenvolvimento, durante o último ano de mandato, com o objetivo de absorver remuneração variável associada aos resultados.

Além disso, os primeiros anos de mandato são primordiais para os CEOs, período em que o mercado concebe uma imagem sobre as habilidades e capacidades de gestão. Os CEOs podem eliminar possíveis incertezas com resultados satisfatórios nos primeiros anos de mandato, que são alcançados com facilidade pela utilização do gerenciamento de resultados pelas decisões operacionais e escolhas contábeis (HERMALIN; WEISBACH, 1988).

Estudo antecedente comprova a relação entre os primeiros e o último ano de mandato de CEOs com as práticas de gerenciamento de resultados, indicando que os CEOs possuem tendência diferenciada de acordo com seu tempo de mandato (ALI; ZHANG, 2015). Além disso, com vistas a obtenção de benefícios privados, sabe-se que a remuneração variável também pode intensificar as práticas de gerenciamento de resultados, já esboçadas nos primeiros e no último ano de mandato dos CEOs.

As evidências sustentam a existência de influência da política de remuneração de CEOs

no nível de gerenciamento de resultados, por meio de atividades operacionais (MACHADO, 2012), e *accruals* discricionárias, sendo que a governança corporativa e as características dos CEOs influenciam tal relação (VASSOLER, 2010; MACHADO, 2012; HOFF; VICENTE, 2016). Ademais, comprova-se que o mandato de CEOs também pode ser um diferenciador de seus comportamentos e, portanto, considera-se que a remuneração variável e o tempo de mandato são complementares para explicitar as práticas oportunistas ou conservadoras frente ao gerenciamento de resultados.

Diante das contribuições teóricas 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.

As premissas 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 os resultados com maior intensidade que os CEOs no último ano de mandato. O estudo contribui ao adicionar remuneração variável as premissas dos diferentes mandatos de CEOs, principalmente porque o último ano de mandato pode ser o momento do CEO apresentar interesse pelos benefícios privados.

Por outro lado, os CEOs com longo mandato atenuam as práticas de gerenciamento de resultados, por temerem serem descobertos e perderem a reputação construída (ALI; ZHANG, 2015). Esta pesquisa oferece contribuições ao prever que, mesmo com alto nível de remuneração variável, os CEOs com longo mandato primam pela reputação. Ademais, os CEOs no longo mandato e que possuem alta remuneração variável primam pela manutenção

de seu status e renda e, portanto, buscam constante qualidade na informação contábil.

A relevância do tema está pautada na mudança de julgamento exercido pelos gestores para escolhas contábeis e operacionais que refletem nos resultados reportados nas demonstrações financeiras. Assim, os gerentes podem escolher métodos que atendam ao seu auto interesse, como por exemplo, na tentativa de aumentar o preço das ações em um período específico (FIELDS; LYS, VICENT, 2001), como neste caso, a remuneração e/ou a demonstração de sua capacidade para o mercado.

Por outro lado, os CEOs podem utilizar-se do *trade-off* ofertado pelas diferentes práticas de gerenciamento de resultados, em que as escolhas contábeis tornam-se mais fáceis de serem detectadas pela auditoria e, portanto, CEOs que primam pela reputação podem priorizar as atividades operacionais pela maior dificuldade de serem descobertos.

Sendo assim, o estudo contribui com a teoria da agência ao evidenciar que a remuneração e o mandato dos CEOs podem afetar a assimetria de informação e os conflitos de agência. Em termos práticos, os resultados podem ser úteis aos analistas, auditores, usuários da informação contábil e, sobretudo, aos acionistas e conselheiros de administração, ao indicar que a rotatividade e o longo mandato de CEOs são fatores que atrelados a alta remuneração variável afetam os ideais, auto interesse e probabilidade de conflitos de interesses.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

No Brasil, o CEO exerce funções gerenciais, de representação e transmissão de informações a todos interessados (IBGC, 2015). Nesse sentido, as funções dos CEOs incluem à tomada de decisão operacional, estratégica e de reporte da informação contábil, as quais podem ser utilizadas práticas de gerenciamento de resultados.

Ali e Zhang (2015) argumentam que os CEOs podem utilizar das decisões operacionais para influenciar maquiagem sua real capacidade ao mercado, manipulando os resultados

organizacionais e a realidade econômica organizacional. Nesse sentido, atuação da governança corporativa, como mecanismos de monitoramento das práticas oportunistas, deverá minimizar as práticas de gerenciamento de resultados e promover o *turnover* de executivos cujo o desempenho seja considerado insuficiente (MENDES-DA-SILVA; MELO, 2005). Assim, 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.

O tempo de mandato dos CEOs pode influenciar no comportamento oportunistas, em que por vezes pode ser oferecer incentivos ou contra incentivos. Os CEOs com longo mandato estariam preocupados em proteger a reputação construída ao longo da carreira e, portanto, não teriam incentivos para práticas oportunistas (DIAMOND, 1989; ALI; ZHANG, 2015). Para os CEOs com longo mandato, os benefícios gerados pelo gerenciamento de resultados não superam os custos associados a reputação. Além disso, o mercado atribui o mau desempenho dos CEOs com longo mandato a outros fatores que não estão relacionados com 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 reputação, e caso haja indícios de manipulação pode haver perda de credibilidade perante o mercado (ALI; ZHANG, 2015).

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

Mais recentemente, destacam-se os estudos de

Hazarika, Karpoff e Nahata (2012), Kuang, Qin e Wielhouwer (2014) e Ali e Zhang (2015), os quais observaram a influência dos fatores do mandato dos CEOs frente ao comportamento corporativo. Estudos anteriores oferecem indícios de 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). Além disso, Engel, Hayes e Wang (2003) sugerem que sejam elaborados estudos que busquem explicar a associação entre aspectos contábeis e de compensação com a rotatividade dos CEOs, sendo o diferencial desta pesquisa.

Ao analisar a relação entre a 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 expulsão forçada no ano seguinte. Kuang, Qin 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. Contudo, a origem CEO é fator importante para explicar as estratégias de manipulação dos relatórios financeiros.

Em virtude dos achados de Kuang, Qin e Wielhouwer (2014), de 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 na organização e a envolver-se na manipulação contábil nos primeiros anos do seu mandato, considera-se 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* do CEO e o gerenciamento de resultados, verificaram que os CEOs possuem mais incentivos para maximizar os resultados nos primeiros anos de mandato. Os resultados sugerem que os novos CEOs buscam influenciar positivamente a percepção de sua capacidade para o mercado nos primeiros anos de serviço, quando o mercado é mais incerto. Os CEOs gerenciam resultados, exagerando os resultados nos primeiros anos de mandato e durante os outros anos em menor proporção. A partir do exposto pela literatura, surgem as seguintes hipóteses:

H₁ - Os CEOs nos primeiros e último ano de mandato estão relacionados positivamente com as práticas de gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis e também com as práticas de gerenciamento de resultados mediante atividades reais.

H₂ - Os CEOs no longo mandato estão relacionados negativamente com as práticas de gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis, contudo, apresentam relação oposta em relação as práticas de gerenciamento de resultados mediante atividades reais.

A sucessão de executivos é estudada ao longo das últimas décadas, com enfoque nas decisões que envolvem o valor da empresa, bem como a estrutura da governança corporativa (PITCHER; CHREIM; KISFALVI, 2000; JENTER; LEWELLEN, 2010). Pois, os CEOs com liberdade plena de gestão podem utilizar do seu poder como incentivo para distorcer o desempenho financeiro reportado, visando: aumento na remuneração, ganhos com participação nas ações, segurança na empresa, flexibilidade operacionais e outros benefícios privados (HAZARIKA; KARPOFF; NAHATA, 2012).

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

dos CEOs que apresentam baixo desempenho organizacional (JENTER; LEWELLEN, 2010). 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).

O benefício relacionado a remuneração (bônus por compensação) é um indicio de que o CEO alcançou um desempenho organizacional satisfatório durante seu mandato (OLIVA; ALBUQUERQUE, 2007). Para Weisbach (1988), o desempenho está associado a probabilidade de um pedido de demissão do CEO. 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, que pode ser resultado do desempenho corporativo insatisfatório.

Os CEOs que mantém 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 às 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, a tendência dos últimos anos tem sido marcada pela nomeação,

na maioria, de CEOs externos. A exemplo disso, tem-se que apenas 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) observou que a rotatividade dos CEOs é inversamente relacionada ao desempenho, pois os CEOs são mais propensos a se retirar da empresa quando o desempenho é ruim. 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 existe intencionalidade dos CEOs em manipular os resultados, vislumbrando lucros constantes.

Pitcher, Chreim e Kisfalvi (2000) apontam como fatores de motivação do *turnover* de CEOs, os seguintes: 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. Além disso, o *turnover* do CEO pode ser motivado pelo sistema de compensação da empresa (NOURAYI; MINTZ, 2008; ZHENG, 2010; GONG, 2011), por fazer parte da estrutura de incentivos fornecidos aos membros do conselho de administração, que se altera em conformidade com o desempenho gerencial (BUSHMAN et al., 2004). O conselho de administração tem sido identificado como um mecanismo chave na definição dos mecanismos de compensação dos CEOs (BOYD, 1994).

Oliva e Albuquerque (2007) confirmaram que o CEO pode conquistar bônus em função da performance e da maior interação com os conselheiros externos. Assim, o CEO que informa a realidade dos negócios e as dificuldades aos agentes externos do conselho de administração demonstrando a realidade dos negócios e as dificuldades enfrentadas, podem conquistar a remuneração desejada mesmo que o desempenho não seja satisfatório.

Gong (2011) analisou a relação entre remuneração

do CEO e valor para o acionista, explorando dois atributos: remuneração do CEO e valor líquido adicionado ao seu salário no decorrer do mandato. Os achados indicam que os CEOs recebem maior remuneração quando conseguem criar valor para os acionistas, ou seja, a remuneração do CEO e o aumento do valor líquido adicionado no salário ao longo do seu mandato é maior, caso o desempenho alcançado durante o mandato também seja maior.

Sendo os contratos de remuneração considerados como uma das principais motivações contratuais para as práticas de gerenciamento de resultados (HEALY, 1985), os CEOs podem conseqüentemente utilizar da remuneração variável como um incentivo para as práticas discricionárias (MARTINEZ, 2001; PAULO, 2007). Evidências mostram que existe influência da política de remuneração dos executivos no nível de gerenciamento de resultados, tanto sob a ótica das escolhas contábeis por meio de atividades operacionais, como por *accruals* discricionárias. Machado (2012) verificou numa amostra de 400 empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas, que há influência da política de remuneração no nível de gerenciamento de resultados, por meio de atividades operacionais e *accruals* discricionárias, e que a idade e expertise do executivo influenciam esta relação, assim como o segmento, desempenho e tamanho da empresa.

Especificamente quanto a prática de gerenciamento por *accruals* discricionárias, estudos indicam que o volume de remuneração dos executivos impacta no gerenciamento de resultados (VASSOLER, 2010; HOFF; VICENTE, 2016). As acumulações discricionárias possuem poder preditivo para explicar o comportamento da remuneração variável, pois à medida que os *accruals* aumentam, a remuneração tende a aumentar (HOFF; VICENTE, 2016). Sobretudo, a discricionariedade sobre os acréscimos contábeis oferece aos gestores uma estratégia para maximizar sua remuneração (GAO; SHRIEVES, 2002).

Balsam (1998), salienta que os CEOs majoram a própria compensação usando das acumulações discricionárias positivas, no entanto, esse efeito das acumulações positivas sobre a remuneração

total do CEO varia conforme determinadas características das companhias, como setor, tamanho, dentre outras. Dentre essas características, aspectos de governança corporativa foram alvo da pesquisa de Laux e Laux (2009), que investigaram as estratégias de equilíbrio do conselho de diretores para estabelecer o incentivo do CEO e supervisionar o relatório financeiro e seus efeitos no nível de gerenciamento de resultados. Os resultados indicaram que um aumento nos incentivos ao capital próprio do CEO não necessariamente aumenta o gerenciamento de resultados, pois os diretores ajustam seu esforço de supervisão em resposta a uma mudança nos incentivos do CEO.

Considerando a influência das características institucionais e dos sistemas de governança corporativa, Almadi e Lazic (2016) analisaram o impacto da remuneração do CEO baseada em incentivos no gerenciamento de resultados, e verificaram que a implementação robusta da governança auxilia a restringir o comportamento oportunista do CEO e que os fatores institucionais influenciam na relação entre a remuneração do CEO baseada em incentivos e o gerenciamento. Panucci-Filho e Carmona (2016) mostram que a dualidade no conselho de administração influencia positivamente na prática de gerenciamento de resultados, e que a rotatividade desses integrantes os leva a crer que suas decisões terão efeito na gestão das empresas após seu período de mandato, ou ainda que a chegada de um novo conselheiro estimule a esses novos conselheiros a obter vantagem remuneratória muito brevemente, a exemplo da remuneração variável.

Bartov e Mohanram (2004) analisaram a decisão de gerenciamento de resultados sobre a remuneração por meio de planos de opções de ações dos executivos de alto nível em 1.200 empresas públicas no período 1992 a 2001. Os resultados mostraram que a informação privada utilizada pelos executivos de alto nível sobre os ganhos, representa ganhos anormalmente positivos no período pré-adoção. Contudo, no período pós-adoção, surge um desempenho decepcionante, ou seja, lucros decepcionantes, pois representam uma reversão dos ganhos inflados no período pré-exercício. De modo geral,

sugerem que a informação privada usada pelos executivos de alto nível para a prática de gerenciamento visa o aumento da remuneração. Carter, Zechman e Zechman (2005), sustentam que o incentivo para maximizar os pagamentos de bônus persistirá se os contratos de remuneração recompensarem os esforços necessários para o gerenciamento dos resultados. Sustentada nessa abordagem, surgem as seguintes hipóteses:

H₃ - A remuneração variável modera positivamente a relação entre os CEOs nos primeiros e último ano de mandato com as práticas de gerenciamento de resultados.

H₄ - A remuneração variável modera negativamente a relação entre os CEOs no longo mandato com as práticas de gerenciamento de resultados.

Após as argumentações teóricas que sustentam a proposição deste estudo, tem-se os procedimentos metodológicos utilizados para as comprovações empíricas.

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, bem como pelo gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis, mensurado pelos *accruals* discricionários. 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: empresassem informações para aplicação dos modelos de regressões que evidenciam a variável dependente; empresas que não continham informações para cálculo das variáveis de controle, empresas que não pagaram remuneração variável para os CEOs 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 E ANÁLISE 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 (FAVARO; KARLSSON; NEILSON, 2015).

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.

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), Zhao et al. (2012), Goh, Lee e Lee (2013),

Farooqi, Harris e Ngo (2014) e Brown, Chen e Kim (2015). Os modelos foram constituídos conforme as equações 1, 2 e 3, expostas a seguir.

Equação (1)

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

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 ;

Equação (2)

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

Em que:

$$PROD_t = CPV_t + \Delta Estoques_t$$

Equação (3)

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

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, Sloan e Sweeney (1995). Assim, as estimativas dos parâmetros dos modelos α , β_1 e β_2 são geradas pelo seguinte modelo:

Equação (4)

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

Em que:

TA_{it} = accruals totais da empresa i no período t ,

ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$;

ΔR_{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 $t-1$;

ε_{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.

Equação (4.1)

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

Equação (5)

$$\begin{aligned} GR_{it} = & a_0 + a_1 CEOPAM_{it} + a_2 CEOFINAL_{it} + a_3 CEOLONG_{it} \\ & + a_4 CEOPAM * REMVAR_{it} + a_5 CEOFINAL * REMVAR_{it} \\ & + a_6 CEOLONG * REMVAR_{it} + a_7 CEOIDADE_{it} + a_8 REMVAR_{it} \\ & + a_9 PLVM_{it-1} + a_{10} ALAVANC_{it-1} + a_{11} ROA_{it-1} + a_{12} PERDA_{it-1} \\ & + a_{13} CFO_{it} + a_{14} CRESC_{it} + a_{15} TAM_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

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;

$CEOFINAL_{it}$ = 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;

$CEOLONG_{it}$ = longo mandato do CEO, é uma

Em que:

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

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

ΔCR_{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 $t-1$;

α , β_1 e β_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 atentar para responder as hipóteses da pesquisa.

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;

$CEOPAM * REMVAR_{it}$ = Proporção de remuneração variável em relação à 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;

$CEOFINAL * REMVAR_{it}$ = Proporção de remuneração variável em relação à 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;

CEOFINAL * REMVAR_{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;

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

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

ALAVANC_{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;

CRESC_{it} = mudança das vendas durante o ano t, escalonado pelas vendas 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

Em seguida, 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 e o gerenciamento de resultados.

Variáveis	ABFCC		ABPROD		ABDESP		AD	
	Efeitos Fixos		Efeitos Fixos		Efeitos Fixos		Efeitos Fixos	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
CEOPAM	-0,0813	0,311	-0,0643	0,148	-0,0048	0,912	-0,0093	0,381
CEOLONG	-0,2305	0,101**	0,1010	0,171	-0,065	0,392	0,0004	0,983
CEOFINAL	-0,1905	0,063**	0,0799	0,159	-0,0030	0,957	0,0269	0,047*
CEOIDADE	-0,0003	0,920	-0,0335	0,083**	-0,0015	0,463	0,0010	0,035*
REMPVAR	-0,0074	0,344	-0,0047	0,266	-0,0049	0,246	0,0004	0,644
CEOPAM*REMPV	-0,0005	0,942	0,0063	0,116	0,0009	0,817	0,0013	0,184
CEOLONG*REMPV	0,0173	0,089**	-0,0035	0,523	0,0064	0,249	-0,0011	0,404
CEOFINAL*REMPV	0,0127	0,149	-0,0052	0,281	-0,0024	0,611	-0,0014	0,217
PLVM	0,1405	0,218	-0,2799	0,000*	0,0551	0,377	0,0482	0,001*
ROA	-0,2831	0,439	-0,5426	0,007*	0,3737	0,062**	-0,0913	0,059**
ALAVANC	0,5396	0,136	-0,1968	0,304	-0,1487	0,453	-0,0987	0,039*
PERDA	0,0034	0,967	-0,0252	0,572	0,0661	0,137	-0,0400	0,000*
FCO	-0,0104	0,917	-0,1105	0,040*	0,0757	0,166	-0,0140	0,286
CRESC	-0,0314	0,688	0,0148	0,730	-0,0566	0,186	0,1117	0,000*
TAM	-0,3347	0,071**	0,3036	0,000*	-0,2327	0,022*	-0,0206	0,400
CONS	1,3872	0,205	0,0302	0,942	1,2724	0,034*	-0,2113	0,145
R ² Within	0,0161		0,0324		0,0179		0,1543	
R ² Between	0,0138		0,1874		0,0320		0,0429	
R ² Overall	0,0012		0,1373		0,0298		0,0949	
Significância modelo	0,2787		0,000*		0,1858		0,000*	
Nº Observações	1.281		1.281		1.281		1.281	
LM de Breusch-Pagan	0,000*		0,000*		0,000*		0,000*	
F de Chow	0,000*		0,000*		0,000*		0,000*	
Teste Hausman	0,000*		0,000*		0,002*		0,000*	

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

Os resultados reportaram que os CEOs nos primeiros anos de mandato não apresentaram tendência para o gerenciamento de resultados. Por outro lado, os CEOs no último ano de mandato têm fortes incentivos para as práticas de gerenciamento de resultados conforme observado pelo modelo de fluxo de caixa anormal e nos *accruals* discricionários. Desse modo, conclui-se que os CEOs que estão no último ano de mandato apresentam extensiva tendência para o gerenciamento de resultados não importando sua forma, seja pelos métodos de contabilidade ou pelas decisões operacionais. Esse achado sugere que os CEOs no último ano de mandato vislumbram os benefícios privados mesmo que para isso prejudique os resultados organizacionais de longo prazo.

Aceita-se em parte a hipótese 1, comprovando que os CEOs no último ano de mandato estão relacionados positivamente com as práticas de gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis e também pelas práticas de gerenciamento de resultados mediante atividades reais. Evidência comprovada esteve relacionada com CEOs dos primeiros anos de mandato.

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 denegrada com a utilização de gerenciamento de resultados para manipular o alcance do desempenho almejado.

Os resultados sugerem que os CEOs no longo mandato não apresentam tendência para o gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis, contudo, os mesmos estão relacionados positivamente com as práticas de gerenciamento de resultados mediante atividades reais pelas despesas discricionárias anormais, confirmando a hipótese 2. Sugere-se que os CEOs, no longo mandato, possuem preocupação com a reputação construída ao longo da carreira e, visando manter esse *status* não utilizam do gerenciamento pelas escolhas contábeis, optando assim pelo gerenciamento de resultados pelas decisões operacionais, o qual é

praticamente impossível de ser descoberto pela auditoria. Além disso, os CEOs com longo mandato possuem amplo conhecimento sobre as operações do negócio e, portanto podem utilizar-se de tal *expertise* para obtenção de benefícios privados utilizando-se das práticas de gerenciamento de resultados mediante atividades reais.

Pressupõe-se que ocorra uma mudança de comportamento do CEO em reportar melhores resultados no seu último ano de mandato utilizando de práticas de gerenciamento de resultados com maior intensidade do que quando comparado com aqueles que encontram-se no início ou ao longo do mandato. Tal mudança traz como consequência o interesse dos CEOs que estão no último ano de mandato em reportar resultados satisfatórios ao mercado buscando benefícios privados como aumento da remuneração, barganhada para permanecer no cargo por mais outro mandato, ou demonstrar capacidade gerencial superior (DECHOW; SLOAN, 1991; POURCIAU, 1993; MURPHY; ZIMMERMAN, 1993; KALYTA, 2009). Dentre as escolhas oportunistas, os CEOs podem gastar menos em pesquisa e desenvolvimento durante os seus anos finais de mandato, visando obtenção de maior remuneração variável sobre os resultados contábeis reportados (DECHOW; SLOAN, 1991).

Esses resultados coadunam com os achados de Dechow e Sloan (1991), Pourciau (1993), Murphy e Zimmerman (1993), Cheng (2004) e Kalyta (2009), no sentido de prever que os CEOs exageraram os resultados no último ano de mandato, a fim de aumentar a remuneração. Sugere-se que os CEOs que estão no último ano de mandato gerenciam mediante decisões operacionais, pela aplicação da redução brusca nas despesas discricionárias, almejando reportar resultados mais satisfatórios ao mercado.

O comportamento dos CEOs no último ano de mandato é explicado pelos incentivos em distorcer o desempenho financeiro reportado, com vistas a obtenção de maior remuneração, além de outros benefícios privados como: ganhos com participação nas ações, segurança

no empresa, flexibilidade operacional, dentre outros fatores pessoais (HAZARIKA; KARPOFF; NAHATA, 2012). Contudo, os CEOs 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).

Esses resultados contrariam os achados de Ali e Zhang (2015), de que os CEOs possuem mais incentivos para maximizar os resultados nos primeiros anos de mandato, visando influenciar positivamente a percepção de sua capacidade de mercado nos primeiros anos de serviço, quando o mercado é mais incerto. Sugere-se que os CEOs possuem maiores incentivos para exagerar o lucro nos últimos anos de serviço, a fim de aumentar a remuneração (DECHOW; SLOAN, 1991, POURCIAU, 1993; MURPHY; ZIMMERMAN, 1993; CHENG, 2004; KALYTA, 2009). Bem como contraria os achados de Hazarika, Karpoff e Nahata (2012), de que os CEOs gerenciam seus resultados de forma agressiva nos primeiros anos de mandato.

Os resultados demonstraram também, que os CEOs com idade superior tendem a utilizar-se com maior frequência das práticas de gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis e, por outro lado, com menor frequência de utilização das práticas de gerenciamento pelas decisões operacionais. Esse resultado reforça os achados de Murphy (1999), de que a probabilidade do CEO sair da empresa é 30% maior para aqueles que possuem mais de 64 anos de idade e que em virtude disso o CEO utiliza de diversas práticas para permanecer no cargo, como consequência a idade do CEO torna-se mais importante que o desempenho organizacional. Assim, considera-se que aqueles CEOs que estão no último ano de mandato e que possuem idade superior, buscam evitar a substituição por um CEO de menor idade utilizando das práticas de gerenciamento de resultados. Assim, embora as medidas de desempenho da organização sejam satisfatórias, como maior patrimônio líquido e maior crescimento, os CEOs utilizam-se de práticas de manipulação em detrimento da sua permanência no cargo por mais tempo.

A proporção de remuneração variável não apresentou relação direta com as práticas de gerenciamento de resultados. O resultado oferece indícios de que a remuneração variável por si só não tem sido associada as práticas oportunistas que envolvem a manipulação das informações contábeis. Cabe ressaltar, que não foi alvo desta pesquisa o tipo de sistema de compensação de executivos adotado pelas empresas, contudo, considera-se que o tipo de sistema adotado também pode ser determinante do gerenciamento de resultados, assim como no *turnover* (NOURAYI; MINTZ, 2008; ZHENG, 2010; GONG, 2011), ou na relação do *turnover* e essas práticas de manipulação contábil e no desempenho das organizações.

Com relação ao efeito da remuneração variável na relação entre 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 as 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. Assim, aceita-se a hipótese 4. Contudo, a hipótese 3 não foi aceita, pois para os CEOs que encontram-se nos primeiros e último ano de mandato, a relação não foi significativa.

Verificou-se também, que as empresas com maior Patrimônio Líquido a valor de mercado e crescimento influenciam no gerenciamento de resultados. Por outro lado, as empresas com menor ROA e menor alavancagem influenciam no gerenciamento de 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 futura.

Outro achado importante esteve relacionado com os CEOs de longo mandato, em que não apresentam intenções para o gerenciamento de resultados pelas escolhas contábeis, e nas decisões operacionais suas intenções 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 ainda mais suas intenções conforme o aumento na proporção da remuneração variável.

Sendo assim, conclui-se que os CEOs com longo mandato atenuam as práticas de gerenciamento de resultados, por temerem serem descobertos e perderem a reputação construída, confirmando o estudo de Ali e Zhang (2015). Esta pesquisa

oferece contribuições ao prever que, mesmo com alto nível de remuneração variável, os CEOs com longo mandato primam pela reputação. Em termos práticos, os resultados podem ser úteis aos analistas, auditores, usuários da informação contábil e, sobretudo, aos acionistas e conselheiros de administração, ao indicar que os CEOs com longo mandato e alta remuneração possuem interesses que convergem aos dos acionistas, minimizando a assimetria de informação e os conflitos de agência.

Destaca-se, que não foi identificado nesta pesquisa o nível de independência dos CEOs na tomada de decisões das empresas, o que pode ser considerado como uma limitação. Conforme observado por Boyd (1994) e Correia, Amaral e Louvet (2008), existe influência da independência dos membros do conselho sobre a compensação dos dirigentes, ou seja, a remuneração é significativamente maior nas empresas em que há separação das funções do CEO e do presidente do Conselho e, também, nas empresas com administradores independentes em seus conselhos.

Sugere-se para a realização de futuras pesquisas, que sejam incluídas outras variáveis relacionadas a governança corporativa e características dos CEOs, como investidores institucionais, independência do conselho de administração, presença do comitê de auditoria, auditoria Big Four e empresa familiar. Além disso, sugere-se a identificação dos CEOs entre aqueles internos e externos, ou seja, entre aqueles que já ocupavam cargo na empresa anteriormente e aqueles que não. Quanto à variável remuneração variável dos CEOs, sugere-se a análise da remuneração baseada em opções de ações, visando verificar se existe mudança do comportamento do CEO antes e após o período no qual o mesmo recebe esse tipo de pagamento.

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.
- ALMADI, M.; LAZIC, P. CEO incentive compensation and earnings management: The implications of institutions and governance systems. **Management Decision**, v. 54, n. 10, p. 2447-2461, 2016.
- BALSAM, S. Discretionary Accounting Choices and CEO Compensation. **Contemporary Accounting Research**, v. 15, n. 3, p. 229-252, 1998.
- BARTOV, E.; MOHANRAM, P. Private information, earnings manipulations, and executive stock-option exercises. **The Accounting Review**, v. 79, n. 4, p. 889-920, 2004.
- BOYD, B. K. Board control and CEO compensation. **Strategic Management Journal**, v. 15, n. 5, p. 335-344, 1994.
- BRICKLEY, J. A. Empirical research on CEO turn over and firm performance: A discussion. **Journal of Accounting and Economics**, v. 36, n. 1, p. 227-233, 2003.
- BROWN, K.; CHEN, V. Y.; KIM, M. Earnings management through real activities choices of firms near the investment–speculative grade borderline. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 34, n. 1, p. 74-94, 2015.
- BUSHMAN, R.; CHEN, Q.; ENGEL, E.; SMITH, A. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 2, p. 167-201, 2004.
- CARTER, M. E.; LYNCH, L. J.; ZECHMAN, S. L. C. The relation between executive compensation and earnings management: Changes in the post-Sarbanes-Oxley era. **Working paper, (August)**, 2005.
- 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**, v. 1, n. 2, p. 148-160, 2012.
- CHENG, S. R&D Expenditures and CEO Compensation. **The Accounting Review**, v. 79, n. 2, p. 305-328, 2004.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. **ASAA- Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 1, p. 2-37, 2014.
- DEANGELO, L. E. 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.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **Accounting Review**, p. 193-225, 1995.
- 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.
- ENGEL, E.; HAYES, R. M.; WANG, X. CEO turnover and properties of accounting information. **Journal of Accounting and Economics**, v. 36, n. 1, p. 197-226, 2003.
- FAROOQI, J.; HARRIS, O.; NGO, T. Corporate diversification, real activities manipulation, and firm value. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 27, p. 130-151, 2014.
- FAVARO, K.; KARLSSON, P.; NEILSON, G. L. **2014 Study of CEOs, Governance and Success: The Value of Getting CEO Succession Right**. Strategy &, 2015.

- FIELDS, Thomas D.; LYS, Thomas Z.; VINCENT, Linda. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 255-307, 2001.
- GAO, P.; SHRIEVES, R. E. **Earnings management and executive compensation: a case of overdose of option and underdose of salary?** (July 29, 2002). EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper, 2002. Available from SSRN: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302843>>.
- GIBBONS, R.; MURPHY, K. J. Does executive compensation affect investment? **NBER Working Paper**, n. 4135, 1992.
- GOH, J.; LEE, H.; LEE, J. Majority shareholder ownership and real earnings management: evidence from Korea. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 24, n. 1, p. 26-61, 2013.
- 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, n.1, p.1-28, 2011.
- GUNNY, K. A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n. 3, p. 855-888, 2010.
- HAZARIKA, S.; KARPOFF, J. M.; NAHATA, R. Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 104, n. 1, p. 44-69, 2012.
- HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 1-3, p. 85-107, 1985.
- HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. **American Economic Review**, p. 96-118, 1998.
- HOFF, J.; VICENTE, E. F. R. O Gerenciamento de Resultados e a Remuneração Variável dos Executivos das Companhias Brasileiras Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 10, n. 2, p. 64-81, 2016.
- HOLMSTROM, B. Moral hazard in teams. **The Bell Journal of Economics**, p. 324-340, 1982.
- IBGC- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA 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>. Acesso em: 8 de abril de 2016.
- JENTER, D.; LEWELLEN, K. Performance-induced CEO turnover. **Work. Paper**, Stanford University, 2010.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. 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.
- KUANG, Y. F.; QIN, B.; WIELHOUSER, J. L. CEO origin and accrual-based earnings management. **Accounting Horizons**, v. 28, n. 3, p. 605-626, 2014.
- LAUX, C.; LAUX, V. Board committees, CEO compensation, and earnings management. **The Accounting Review**, v. 84, n. 3, p. 869-891, 2009.
- MACHADO, D. G. Influência da política de remuneração dos executivos no nível de gerenciamento de resultados em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. 2012. 273 f. **Tese** (Doutorado em Ciências Contábeis e Administração) – Programade Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Regional de Blumenau, 2012.
- MARTINEZ, A. L. Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias

abertas brasileiras. 2001. **Tese** (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2001.

MELLONE JUNIOR, G.; SAITO, R. Monitoramento interno e desempenho da empresa: determinantes de substituição de executivos em empresas de capital aberto no Brasil. **RAUSP -Revista de Administra da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 385-397, 2004.

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, p. 2485–2563, 1999.

MURPHY, K. J.; ZIMMERMAN, J. L. Financial performance surrounding CEO turnover. **Journal of Accounting and Economics**, v. 16, n. 1, p. 273-315, 1993.

NOURAYI, M. M.; MINTZ, S. M. Tenure, firm's performance, and CEO's compensation. **Managerial Finance**, v. 34, n. 8, p. 524-536, 2008.

OLIVA, E. C.; ALBUQUERQUE, L. G. Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. **Base - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 4, n. 1, p. 61-73, 2007.

PANUCCI-FILHO, L.; CARMONA, L. J. D. M. Evidências de Gerenciamento de Resultados nos Sistemas de Recompensas de Executivos: Um Estudo em Empresas com Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 10, n. 3, p. 154-176, 2016.

PAULO, E. Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. 2007. **Tese** (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2007.

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.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.

VASSOLER, A. Relação entre a remuneração de executivos e o gerenciamento de resultados contábeis. 2010. **Dissertação** (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fucape Business School, Vitória-ES, 2010.

WEISBACH, M. S. Outside directors and CEO turnover. **Journal of financial Economics**, v. 20, p. 431-460, 1988.

ZHAO, Y.; CHEN, K. H.; ZHANG, Y.; DAVIS, M. Takeover protection and managerial myopia: Evidence from real earnings management. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 31, n. 1, p. 109-135, 2012.

ZHENG, Y. The effect of CEO tenure on CEO compensation: Evidence from inside CEOs vs outside CEOs. **Managerial Finance**, v. 36, n. 10, pp.832 – 859, 2010.

Endereço dos Autores:

Rua Antônio da Veiga, 140
Itoupava Seca
Blumenau – SC – Brasil
89030-903