**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS - FUCAPE**

WELLINGTON WESLEY MIRANDA RAMOS

**O NÍVEL DE GERENCIAMENTO É UM DETERMINANTE PARA O
TURNOVER DE CEO?**

**VITÓRIA
2018**

WELLINGTON WESLEY MIRANDA RAMOS

**O NÍVEL DE GERENCIAMENTO É UM DETERMINANTE PARA O
TURNOVER DE CEO?**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Professor: Dr. Aziz Xavier Beiruth

**VITÓRIA
2018**

WELLINGTON WESLEY MIRANDA RAMOS

**O NÍVEL DE GERENCIAMENTO É UM DETERMINANTE PARA O
TURNOVER DE CEO?**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Aprovada em 20 de março de 2018.

COMISSÃO EXAMINADORA

Profº Dr.: AZIZ XAVIER BEIRUTH

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE) – Orientador

Profº Dr.: FERNANDO ANTÔNIO DE BARROS JÚNIOR

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Profº Dr.: FÁBIO YOSHIO SUGURI MOTOKI

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Dedico esse trabalho a minha esposa Thamyres, que com sabedoria e compreensão esteve ao meu lado me apoiando e ajudando a superar as dificuldades em todos os momentos desse percurso.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer a Deus por sua graça em minha vida realizando sonhos maiores do que poderia imaginar.

Aos meus pais e meus sogros que apoiaram de todas as formas para que esse sonho se concretizasse.

Aos amigos e familiares que sempre estiveram junto comigo incentivando nesse crescimento profissional.

Ao meu orientador, professor Doutor Aziz Xavier Beiruth, por toda atenção, dedicação e paciência prestada para me conduzir nessa pesquisa.

A todos os professores do Mestrado pelas incríveis aulas e conhecimentos compartilhados, em especial ao professor Doutor Felipe Ramos Ferreira que contribuiu nos primeiros passos dessa pesquisa estando sempre disponível para sanar as dúvidas e questionamentos que surgiam pelo caminho.

RESUMO

Essa dissertação busca identificar se o gerenciamento de resultados contábeis por atividade real é um determinante para o *turnover* forçado de CEO. Este é o primeiro estudo no contexto da literatura internacional a investigar o *turnover* forçado como consequência do gerenciamento de resultados por atividade real. A população é composta por todas as Companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa no período de 2010 a 2016, excetuando-se as financeiras. As informações referentes ao *turnover* de CEO foram colhidas nos Formulários de Referência das empresas e dos dados financeiros coletados por meio do *Economática*[®]. Para verificar a relação entre o gerenciamento de resultados e o *turnover* de CEO foi utilizado o Modelo de Jones (1991) para medir os *accruals* anormais e os modelos de Roychowdhury (2006) para medir o gerenciamento por atividade real através do fluxo de caixa, do nível de produção e das despesas discricionárias. As evidências estatísticas apontam que o gerenciamento do fluxo de caixa é um dos fatores determinantes para o *turnover* de CEO, mas os gerenciamentos da produção, das despesas discricionárias e dos *accruals* não apresentam relação. Esses resultados sugerem que um gerenciamento elevado do fluxo de caixa pode ser mais claramente identificado, provocando por consequência a demissão do CEO quando essa prática não condiz com os objetivos da empresa.

Palavras-chave: Gerenciamento. *Turnover*. CEO.

ABSTRACT

This dissertation seeks to identify whether the management of accounting results by real activity is a determinant for forced CEO turnover. This is the first study in the international literature to investigate forced turnover as a consequence of the management of results by real activity. The population is composed of all publicly-held companies listed on BM & FBovespa for the period from 2010 to 2016, except for financial ones. Information on CEO turnover was collected in the Company Reference Forms and financial data collected through Economática®. In order to verify the relationship between results management and CEO turnover, the Jones Model (1991) was used to measure abnormal accruals and Roychowdhury (2006) models to measure management by real activity through cash flow, level of production and discretionary expenditure. Statistical evidence indicates that cash flow management is one of the determining factors for CEO turnover, but production, discretionary and non-recurring costs management are not related. These results suggest that high cash flow management can be more clearly identified, resulting in the resignation of the CEO when this practice is inconsistent with the company's objectives.

Keywords: Management. Turnover. CEO.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
3 METODOLOGIA	19
3.1 BASE DE DADOS.....	19
3.2 MÉTRICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	19
3.2.1 Gerenciamento de resultados por accruals discricionários	19
3.2.2 Gerenciamento de resultados por atividade real	20
3.4 MÉTRICA DE REGRESSÃO	21
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	23
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	23
4.2 RESULTADOS DOS MODELOS EMPÍRICOS	26
5 CONCLUSÃO	30
REFERÊNCIAS.....	32
APÊNDICE A – CLASSIFICAÇÃO DOS TURNOVERS.....	35

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

Existem muitos incentivos para que os executivos gerenciem os resultados em suas empresas e isso vai desde uma alavancagem na sua carreira profissional até o aumento da sua remuneração quando a mesma está relacionada aos resultados da empresa (CHOI ET AL, 2014). Esse gerenciamento de resultados pode ser feito através de decisões operacionais, por exemplo, alterando calendário de pagamentos (ROYCHOWDHURY, 2006; COHEN ET AL., 2008; COHEN AND ZAROWIN, 2010) ou por *accruals* discricionários (JONES, 1991; DECHOW ET AL., 1995; DECHOW AND DICHEV, 2002; KOTHARI ET AL., 2005).

Um acontecimento que pode ter como influência o gerenciamento de resultado é o *turnover* de CEO, que nada mais é do que a mudança do Diretor Presidente da empresa, por exemplo, quando um CEO se aposenta então o mesmo é substituído. Segundo Choi et al. (2014) o *turnover* de CEO, oferece um contexto especialmente rico para o gerenciamento de resultados e seus incentivos e oportunidades para gerenciar resultados podem variar dependendo dos tipos de mudança de CEO. Dessa forma, conforme afirma o próprio Choi et al. (2014), o *turnover* de CEO é apontado como uma das motivações para o gerenciamento de resultados de uma empresa.

Existe vasta pesquisa acadêmica sobre gerenciamento de resultados (HEALY, 1985; JONES, 1991; DECHOW ET AL, 1995; BURGSTHALER E DICHEV, 1997; HEALY E WAHLEN, 1999; HEINZ ET AL, 2014; DHOLE ET AL, 2016; FRANCIS ET AL, 2016; DECHOW ET AL, 2012), e estudos mais recentes têm tratado sobre a relação entre o gerenciamento de resultados e o *turnover* de CEO, como Choi et al

(2014) que aponta que o *turnover* de CEO causa gerenciamento de resultados e também Hazarika et al (2012) que apontou evidências de que o gerenciamento por *accruals* discricionários provoca a saída do CEO. Por outro lado, não existem evidências na literatura que apontem que o gerenciamento por atividade real seja uma motivação para o *turnover* forçado de CEO.

Diante disso, este é o primeiro estudo no contexto da literatura internacional a investigar o *turnover* forçado como consequência do gerenciamento de resultados por atividade real. Especificamente no Brasil, Martinez (2009) encontrou evidências de que as empresas que gerenciam por *accruals* discricionários, também gerenciam por atividades reais. Entretanto, as que não gerenciam por *accruals*, o fazem por atividade real, pois acreditam que o mesmo é mais difícil de identificar do que o gerenciamento por *accruals*.

Dado a essa potencial possibilidade de gerenciamento de resultados no Brasil pelos CEO's, pois os mesmos têm incentivos como aponta a literatura, que este trabalho busca responder como problema de pesquisa se o gerenciamento de resultado por atividade real é um determinante para o *turnover* de CEO? Portanto, o objetivo deste estudo é verificar se o nível de gerenciamento de resultados por atividade real é um determinante para o *turnover* de CEO.

A justificativa deste trabalho se reside em estudos que relacionam de alguma maneira o *turnover* de CEO e o gerenciamento de resultados, como de Choi et al. (2014), que aponta que quando um executivo está deixando a direção da empresa, ele pode tentar aumentar os lucros para ocultar um desempenho ruim, para conseguir em seus últimos anos de trabalho um bônus maior, ou então conseguir um melhor emprego após a sua saída. Além disso, temos a pesquisa de Hazarika et al. (2012), que encontrou evidências no sentido de que o gerenciamento de resultados

por *accruals* de forma anormal aumenta significativamente a possibilidade de demissão do CEO, mas quando a saída do CEO é voluntária não foram encontradas evidências de gerenciamento.

Desta maneira, neste estudo foram testadas hipóteses no sentido de identificar se existe relação entre gerenciamento de resultados e a saída do CEO, não apenas identificando através dos *accruals* discricionários, mas também verificando o gerenciamento através de atividades reais. De acordo com Graham et al. (2005) o gerenciamento por atividade real é favorito entre os gestores, por entenderem que o gerenciamento por *accruals* é mais detectado por órgãos reguladores. Nesse mesmo entendimento Martinez (2009) sugere que as empresas optarão pelo gerenciamento por atividade real em detrimento do gerenciamento por *accruals*, pois consideram isso uma resposta lícita há ambientes com muita regulação contábil.

Esta pesquisa tem como população todas as Companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa pelo período de 2010 a 2016. Através das informações referentes ao *turnover* de CEO colhidas nos Formulários de Referência das empresas e dos dados financeiros coletados por meio do software *Economática*[®], utilizou-se o Modelo de Jones Modificado para medir os *accruals* e o modelo de Roychowdhury (2006) para medir atividades reais, sendo comparado a relação entre elas como variáveis dependentes e o *turnover* de CEO como variável independente.

O Brasil apresenta um cenário diferenciado para a pesquisa de troca de CEO e gerenciamento de resultados, em especial pela entrada em vigor da Instrução CVM n° 480, de 7 de dezembro de 2009, que obriga que sejam informados dados da política de remuneração dos administradores, inclusive com detalhes sobre a composição da remuneração, os principais indicadores de desempenho que são

levados em consideração na determinação de cada elemento da remuneração, de como a remuneração é estruturada para refletir a evolução dos indicadores de desempenho, bem como se a política ou prática de remuneração se alinha aos interesses do emissor de curto, médio e longo prazo.

Este trabalho apresenta uma contribuição acadêmica para as pesquisas de contabilidade envolvendo rotatividade de CEO, haja visto que a literatura ainda não apresentou como uma das causas de demissão de um CEO o gerenciamento por atividades reais. Esta pesquisa também contribui para com os órgãos de regulação da atividade contábil, para que saibam em que ocasiões ocorrem o gerenciamento contábil, tendo condições de preservar a fidedignidade dos relatórios, para não tornarem peças artificiais. Além disso, este estudo implica em informações que podem subsidiar as firmas de auditoria a compreender em que situações as empresas gerenciam os resultados, para assim utilizarem procedimentos de auditoria adequada e diminuam os riscos de auditoria.

Além desta introdução, esta pesquisa possui uma segunda parte, onde se discorre sobre a fundamentação teórica deste trabalho, apresentando a literatura sobre gerenciamento de resultados e também sobre *turnovers*. Na terceira parte são detalhados os procedimentos metodológicos. Na quarta parte são apresentados os resultados e a análise dos mesmos. Por último, são apresentadas as considerações finais na quinta parte.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O gerenciamento de resultados pode ser definido a partir do conceito de Healy e Wahlen (1999), onde consideram que o mesmo acontece quando os CEO's alteram os relatórios contábeis e transações a seu próprio critério. O objetivo desse gerenciamento é fazer com que os *stakeholders* que tenham interesse nos resultados da empresa sejam enganados, ou com o intuito de que os dados contábeis impactem contratos que dependam dos mesmos.

Tanto a indústria quanto a academia têm preocupações com relação ao gerenciamento dos resultados publicados (DECHOW & SKINNER, 2000). Três tipos diferentes de gerenciamento de resultado são destacados por Martinez (2001), que são: *Target Earnings* em que o gerenciamento tem a intenção tanto de crescer ou então de reduzir os lucros, para que os resultados se aproximem de alguma meta que foi estabelecida acima ou abaixo do que realmente foi realizado. O *Income Smoothing* que é o gerenciamento no sentido de diminuir o nível de variação dos resultados, para que se mantenham dentro de determinado patamar, e o *Big Bath Accounting*, em que o gerenciamento é realizado para que os lucros atuais sejam diminuídos, e como consequência conseguir apontar melhor desempenho no futuro.

Cabe ressaltar que o gerenciamento de resultados não constitui, necessariamente fraude contábil, conforme Martinez (2001) o gerenciamento é feito sem ferir as normas contábeis, mas quando pode haver discricionariedade nas escolhas contábeis elas são feitas em razão dos incentivos que o gestor possa ter.

Estudos internacionais de pesquisadores renomados apontam como razão

para gerenciar resultados motivações relacionadas ao mercado de capitais, como para mascarar perdas e manter a continuidade dos lucros (DEGEORGE, PATEL E ZECKHAUSER, 1999), atender os resultados esperados por analistas (BARTOV, GIVOLY E HAYN, 2002) e pagar dividendos regulares aos acionistas (KASANEN E KINNUANEN, 1996). Também apontam para motivações contratuais, como em negociação de convenções coletivas de trabalho (LIBERTY AND ZIMMERMAN, 1986) e em relação a contratos de compensação de executivos (HEALY, 1985). E por último motivações referentes à regulação, como exemplo proteção de mercado (JONES, 1991) e processos políticos (WATTS AND ZIMMERMAN, 1986), dentre outros.

Martinez (2013) relata que o gerenciamento de resultados se divide entre aqueles realizados por *accruals* e aqueles por atividades reais. Na verdade, os *accruals* são nada mais do que a diferença do fluxo de caixa operacional líquido e o lucro líquido. Então, são contas de resultado que fazem parte do cálculo do lucro, mas podem ou não movimentar o financeiro (MARTINEZ, 2013).

Nesse sentido, os *accruals* podem ser discricionários quando a intenção é gerenciar os resultados de acordo com os motivos do gestor e podem ser não discricionários, que se derivam da própria atividade do negócio, sendo os *accruals* discricionários uma das *proxy* do gerenciamento de resultados (MARTINEZ, 2009). De acordo com Healy (1985), as principais escolhas contábeis associadas ao gerenciamento são as mudanças nos métodos de reconhecimento de receita, na metodologia de depreciação e na mensuração de estoques. Devido a essa variedade de escolhas contábeis, os *accruals* surgem como uma forma de estimativa capaz de unir o resultado líquido das escolhas contábeis em apenas uma medida (WATTS E ZIMMERMAN, 1986).

O desafio em estimar o gerenciamento através dos *accruals* é o de encontrar um modelo que consiga fazer uma estimativa mais próxima do valor dos *accruals* discricionários, conseguindo separá-los dos *accruals* não discricionários (MARTINEZ, 2009).

Primeiramente, tem-se o modelo de Healy (1985), que utiliza como *proxy* o valor dos *accruals* totais. Já a partir do modelo de Jones (1991) passou-se a medir os valores dos *accruals* não discricionários, que como consequência, através da redução do valor dos *accruals* discricionários dos *accruals* totais, é possível estimar os *accruals* discricionários.

Baseado no modelo de Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), incluíram as Contas a Receber no modelo para controlar o gerenciamento das receitas, e o método ficou conhecido como Modelo modificado de Jones (1995). Além desses, outro modelo muito utilizado é o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995), que incluiu no modelo outras despesas operacionais além do uso de variáveis instrumentais na estimação.

Quanto ao gerenciamento através de atividades reais, de acordo com Martinez (2009) constam na literatura internacional e nacional poucos estudos sobre este tipo de gerenciamento. Roychowdhury (2006) encontrou grande quantidade de evidências que acabam sugerindo que os CEO's tentam evitar reportar prejuízos anuais através da redução de gastos discricionários e produzindo excessivamente estoques para que os custos das mercadorias vendidas diminuam, manipulando vendas, sendo que estas não eram as decisões operacionais mais adequadas, tudo com o objetivo de maximizar os lucros.

O gerenciamento por atividade real é o preferido entre os gestores de acordo com Graham et al. (2005), pois eles entendem que o gerenciamento por *accruals* é

mais fácil de ser detectado por auditorias e órgãos reguladores, e a manipulação do resultado por atividade real é muito mais difícil de ser percebida. Como consequência desses tipos de gerenciamento, Beaver (1981) afirma que a informação contábil pode influenciar na distribuição de riqueza entre investidores, pois aqueles mais bem informados podem aumentar a sua riqueza à custa de investidores menos informados, além de prejudicar a percepção dos coeficientes de risco e distribuição entre os agentes econômicos, afetar as taxas de investimento e consumo em toda a sociedade e ainda alterar a forma pela qual os investimentos são distribuídos entre as empresas.

Primeiramente para aprofundarmos na literatura sobre *turnover* de CEO, é necessário classificar os tipos de *turnover*. Desta forma, foi adaptada a classificação realizada por Parrino (1997) que definiu a saída do CEO entre Voluntária e Forçada. Para fazer essa classificação o pesquisador utiliza-se de certa arbitrariedade na definição entre o que seria um *turnover* voluntário e um forçado, o que conforme Dissanaike e Papazian (2004) dificulta um consenso entre os estudos sobre o tema, até porque as empresas têm uma tendência a omitir as razões da troca do CEO, principalmente se a mesma for forçada.

Baseado em Parrino (1997), as informações sobre a motivação da troca do CEO foram buscadas em atas dos conselhos de administração da empresa, comunicados ao mercado, além de mídias especializadas como Época Negócios, Istoé Dinheiro, Exame, Infomoney, dentre outros. Com base em Parrino (1997) foram classificados como *turnover* forçado as seguintes motivações: Desempenho econômico insatisfatório, deixar o cargo para permanecer apenas no conselho de administração, envolvimento em fraude contábil e corrupção, novas regulações de mercado, mudanças políticas de governo e decorrente de reestruturação

organizacional. E para classificar o *turnover* voluntário, foram consideradas as seguintes motivações: Aposentadoria, questões pessoais, doença, morte, ou então para assumir uma ocupação melhor em outra empresa.

Sobre o aspecto do *turnover* de CEO, um dos primeiros trabalhos a associar gerenciamento de resultados e sucessão de executivo é de LaSalle et al. (1993), onde se destaca que organizações que trocam seus executivos têm uma tendência muito maior de manipular resultados contábeis do que as que não tiveram troca de CEO. Já Murphy and Zimmerman (1993) não encontraram evidências de gerenciamento de resultado na saída do executivo quando esta sucessão já estava prevista como um processo normal, mas descobrindo que o CEO que assume o cargo diminui os lucros no primeiro ano.

Wells (2002) primeiro faz a separação se a troca do CEO é de rotina ou se não estava programada, pois as evidências encontradas apontam que o CEO novo que está assumindo a gestão se utiliza da *Bath Accounting* que é o gerenciamento para diminuir os lucros, e que este gerenciamento é mais intenso quando a troca do CEO não foi de rotina.

Davidson et al. (2007), afirma que o CEO que está de saída da empresa pode gerenciar o resultado para conseguir um melhor desempenho, se o resultado obtido no ano anterior não for o que era almejado pelo mesmo. Essa saída pode ser voluntária ou então forçada, sendo identificados incentivos para que o CEO faça gerenciamento de resultados quando o mesmo sabe da sua saída.

Ainda neste mesmo artigo, Davidson et al. (2007) analisa especificamente o comportamento dos gestores que estão saindo da empresa em razão da sua aposentadoria, o que o difere de outros executivos no começo da carreira que não têm preocupação quanto a aposentadoria. Então os mesmos podem estar mais

preocupados em aumentar seus ganhos através de gerenciamento de resultados no momento próximo de sua saída, do que no melhor resultado para os acionistas. Como resultado desta pesquisa, foi constatado no ano antes da saída do CEO um nível acima do normal dos *accruals* discricionários.

Estudo mais recente realizado por Choi et al. (2014) avança um pouco mais nessa literatura, examinando a rotatividade de CEO em quatro situações diferentes, verificando o gerenciamento na saída pacífica ou forçada do executivo, e também se houve manipulação dos resultados pelo novo CEO separando entre os que vieram de dentro da empresa e os de fora. Além disso, esse gerenciamento foi medido por *accruals* discricionários e por decisões operacionais.

O estudo de Choi et al. (2014) evidenciou gerenciamento de resultados quando um executivo está saindo de maneira forçada e o que está assumindo é um gestor de dentro da empresa, apontando resultados de que este que sai forçado manipula lucros para cima e o novo CEO vindo de dentro gerencia para baixo os resultados por gerenciamento de atividades reais e também por *accruals* discricionários. Também foram encontradas evidências de que o CEO advindo de fora para substituir um executivo que saiu pacificamente, gerencia através de *accruals* discricionários aumentando os resultados, não sendo evidenciado mais nenhum tipo de manipulação de resultados nas outras formas de rotatividade de CEO.

Por fim, dentre as literaturas que relacionam gerenciamento de resultados e troca de CEO, tem-se o trabalho de Hazarika et al. (2012), onde é evidenciado que o gerenciamento de resultados por *accruals* tem forte relação com o *turnover* de CEO, não diferenciando se a empresa teve resultados ruins ou bons. A pesquisa também procurou evidenciar se o *turnover* de CEO causado por gerenciamento de resultados

estava mais relacionado a uma manipulação para aumentar ou então para diminuir lucros, mas a pesquisa evidenciou que o gerenciamento provoca *turnover* de CEO independente do objetivo da manipulação.

O estudo de Hazarika et al. (2012) identifica que os gestores quando manipulam resultados acabam assumindo algumas consequências, especificamente a alta probabilidade de serem demitidos quando o nível de gerenciamento de resultados é muito alto, pois os conselhos das empresas punem de maneira severa os executivos que tem um nível muito alto de manipulação de lucros, pois acreditam que isso possa acarretar consequências prejudiciais à empresa no futuro.

A partir dessa lacuna na literatura, onde ainda não foi testado como causa do *turnover* de CEO o gerenciamento de resultados através de atividades reais, que a hipótese de pesquisa é:

H₁: O gerenciamento de resultados por atividade real é um determinante do *turnover* de CEO.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 BASE DE DADOS

Foi selecionado como população todas as Companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa, com uma amostra que exclui as empresas do setor de finanças e seguros devido ao ambiente regulatório. A classificação setorial utilizada para excluir as empresas do setor de finanças e seguros é a Economática. As informações referentes ao *turnover* de CEO foram extraídas dos Formulários de Referência das empresas, sendo que o acesso a esses formulários é obtido através da disponibilização dos mesmos pela BM&FBovespa em seu site. Por conta disso o período no tempo foi determinado entre 2010 e 2016, pois a disponibilização dos Formulários de Referência passou a ser exigida a partir de 2010, conforme instrução CVM nº 480, de 2009. Os dados financeiros foram extraídos por meio do banco de dados do software *Economática*[®].

3.2 MÉTRICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

3.2.1 Gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários

O método utilizado para estimar os *accruals* discricionários, devido a sua larga utilização na literatura internacional (DECHOW ET AL., 1995; HEALY ET AL., 1999; GRAHAM ET AL., 2005; KOTHARI ET AL., 2005), é o Modelo de Jones (1991), conforme a equação a seguir:

$$AT_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta (\Delta \text{Receitas}_{it}) + \gamma (\text{At.Imob}_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$NAD_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta (\Delta \text{Receitas}_{it}) + \gamma (\text{At.Imob}_{it}) \quad (2)$$

$$AD_{it} = AT_{it} - NAD_{it} \quad (3)$$

AT: Acumulações Totais;

NAD: Acumulações Não-Discrecionárias;

AD: Acumulações Discrecionárias;

Δ Receitas: Receitas operacionais líquidas no ano t menos receitas no ano t-1;

At.Imob: Ativo Imobilizado no ano t;

A_{t-1} : Ativos totais em t-1;

α, β, γ = coeficientes estimados por regressão;

ε = erro da regressão da empresa i no período t.

3.2.2 Gerenciamento de resultados por atividade real

O método utilizado para mensurar os níveis normais do fluxo de caixa operacional e medir os níveis de gerenciamento de resultados relacionados com o aumento no volume de vendas é o de Roychowdhury (2006), conforme equação a seguir:

$$\frac{FCO_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde: $FCO_{i,t-1}$ = Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no período t-1;

$A_{i,t-1}$ = Ativo Total da empresa i no período t-1;

RL_{it} = Receita Líquida da empresa i no período t;

ΔRL_{it} = Variação na Receita Líquida da empresa i do período t em relação ao t;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Coeficientes estimados do modelo.

ε = erro da regressão da empresa i no período t.

O método utilizado para medir os níveis de gerenciamento de resultados relacionados com os níveis de produção é o de Roychowdhury (2006), conforme equação a seguir:

$$\frac{PROD_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Onde: $PROD_{i,t}$ = Custo dos Produtos Vendidos + Variação dos Estoques, da empresa i no período t;

$A_{i,t-1}$ = Ativo Total da empresa i no período t-1

$RL_{i,t}$ = Receita Líquida da empresa i no período t ;
 $\Delta RL_{i,t}$ = Variação na Receita Líquida da empresa i do período t em relação a $t-1$
 $\Delta RL_{i,t-1}$ = Variação na Receita Líquida da empresa i do período $t-1$ em relação a $t-2$
 $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = Coeficientes Estimados do Modelo
 ε = erro da regressão da empresa i no período t .

O método utilizado para medir os níveis de gerenciamento de resultados relacionados com despesas discricionárias é o de Roychowdhury (2006), conforme equação a seguir:

$$\frac{DISEXP_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Onde: $DISEXP_{i,t}$ = Despesas Discricionárias da empresa i no período t ;
 $A_{i,t-1}$ = Ativo Total da empresa i no período $t-1$
 $RL_{i,t}$ = Receita Líquida da empresa i no período t ;
 $\beta_0, \beta_1, \beta_2$ = Coeficientes Estimados do Modelo
 ε = erro da regressão da empresa i no período t .

Então, de acordo com Roychowdhury (2006), o nível de gerenciamento de resultado por atividade real é encontrado através do erro da regressão, onde fica demonstrado os coeficientes discricionários para Fluxo de Caixa Operacional, de Nível de Produção e de Despesas Discricionárias.

3.4 MÉTRICA DE REGRESSÃO

Após o cálculo das formas de gerenciamento que são as variáveis dependentes, acrescentamos também variáveis de controle baseadas no trabalho de Hazarika et al. (2012), e dessa maneira, formamos a regressão que responde a hipótese de pesquisa no sentido de apontar se os CEO's que gerenciam resultados por *accruals* e por atividades reais agressivamente tem maior probabilidade de serem demitidos, conforme segue abaixo:

$$Turnover_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Gerenciamento}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Performance operacional}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Crescimento das vendas}_{i,t-1} + \beta_4 \text{MTB}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Tamanho da firma}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Alavancagem}_{i,t-1} + \beta_7 \text{Governança}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

O *turnover* de CEO é uma variável *dummy*, onde 1 representa o ano que houve troca de CEO forçado e 0 representa o ano que não houve troca de CEO, ou a troca foi voluntária. O Gerenciamento é uma variável com os valores do *accruals* discricionários e do gerenciamento por atividade real relacionado a Fluxo de Caixa discricionário, nível de Produção discricionária e Despesas discricionárias das empresas.

A Performance operacional é medida pelo Resultado operacional antes da depreciação escalonada pelo total de ativos. O Crescimento das vendas é obtido pelo valor que as vendas aumentaram em relação ao ano anterior a troca do CEO, dividido pelo total de vendas no ano anterior. O MTB é obtido através da divisão entre o valor de mercado da firma e o valor contábil do patrimônio líquido. O tamanho da firma é medido através dos ativos totais da empresa suavizados por logaritmo. Já a Alavancagem é obtida pelo valor contábil total da dívida dividida pelo Ativo Total da firma. A Governança é uma variável *dummy* que 1 representa as empresas que tenham algum tipo de governança e 0 as que não tenham.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Mais abaixo na Tabela 1 está representada a estatística descritiva, esta mesmo utilizando as variáveis que fazem parte do modelo de regressão.

Tabela 1 – Estatística descritiva

Variáveis ^a	Média	Mínimo	25° Percentil	Mediana	75° Percentil	Máximo	Desvio Padrão	N° de Obs
TUR	0,09	0	0	0	0	1	0,29	1371
ACCAN	0,18	0	0,03	0,09	0,23	3,69	0,26	1371
FCOAN	0,07	0	0,02	0,05	0,09	0,87	0,07	1371
PRODAN	0,09	0	0,02	0,06	0,12	0,99	0,10	1371
DESPAN	0,07	0	0,02	0,04	0,10	0,64	0,09	1371
GOV	0,63	0	0	1	1	1	0,48	1371
PERF	0,06	-1,44	0,02	0,06	0,11	0,73	0,12	1371
VEND	0,13	-0,97	-0,01	0,10	0,22	5,61	0,38	1371
MTB	2,11	-25,58	0,6	1,23	2,31	129,25	5,92	1371
ALAV	31,04	0	14,7	30,20	41,6	6516	25,28	1371
TAM	14,75	8,50	13,45	14,86	15,77	20,62	1,76	1371

^aTUR turnover de CEO, variável *dummy*, onde 1 representa o ano que houve troca de CEO forçado e 0 representa o ano que não houve troca de CEO, ou a troca foi voluntária. ACCAN accruals anormais em valores absolutos, FCOAN fluxo de caixa operacional anormal em valores absolutos, PRODAN níveis de produção anormais em valores absolutos e DESPAN despesas discricionárias anormais em valores absolutos. GOV governança, variável *dummy* que 1 representa as empresas que tenham algum tipo de governança e 0 as que não tenham. PERF performance operacional, medida pelo Resultado operacional antes da depreciação escalonada pelo total de ativos. VEND crescimento das vendas, obtido pelo valor que as vendas aumentaram em relação ao ano anterior a troca do CEO dividido pelo total de vendas no ano anterior. MTB market-to-book, obtido através da divisão entre o valor de mercado da firma e o valor contábil do patrimônio líquido. ALAV alavancagem, obtida pelo valor contábil total da dívida dividida pelo Ativo Total da firma. TAM tamanho da firma, medido através dos ativos totais da empresa suavizados por logaritmo.

Fonte: Elaborado pelo autor, com dados do Economática e relatórios CVM.

Os dados referentes aos tipos de gerenciamento de resultados estão em valores absolutos, já que o objetivo é medir o quanto as empresas gerenciaram, seja positiva ou negativamente, pois conforme afirma Hazarika et al. (2012), para fins de

motivação de demissão do CEO, não há diferença entre o gerenciamento ser para aumentar ou para diminuir o resultado da empresa. A partir disso, podemos encontrar ou não o resultado esperado de haver um nível de gerenciamento maior nas empresas que demitiram seus CEO's.

O dado mais importante que podemos observar na estatística descritiva é em relação ao *turnover* forçado, que tem mostrado que em média as empresas brasileiras da Bovespa tiveram trocas forçadas em 9% da amostra total ao longo do período do estudo. Esse dado acha respaldo em um estudo recente da PricewaterhouseCoopers publicado pela jornalista Natália Portinari em 24 de maio de 2017 na Folha de São Paulo, que analisou as 2.500 maiores empresas do mundo em 2016, e que concluiu que o Brasil é o país com maior número de saídas forçadas do mundo, pois enquanto a média mundial gira em torno dos 2% de *turnovers* forçados, no Brasil este estudo identificou *turnovers* forçados acima dos 5% dentro dessa amostra que continha 140 empresas brasileiras.

Para fins de comparação, destaca-se a média do gerenciamento por *accruals*, já que essa foi a única medida de gerenciamento utilizada por Hazarika et al. (2012) para motivação do *turnover*, onde a média dos *accruals* anormais brasileiros representa o dobro do valor da média de *accruals* anormais das empresas dos Estados Unidos da América encontrado por Hazarika et al. (2012), demonstrando que as empresas brasileiras têm um nível elevado de gerenciamento de resultados.

Tabela 2 – Matriz de correlação

Variáveis ^a	TURN	ACCAN	FCOAN	PRODAN	DESPAN	GOV	PERF	VEND	MTB	ALAV	TAM
TURN	1										
ACCAN	-0,05	1									
FCOAN	0,03	0,21	1								
PRODAN	-0,05	0,14	0,26	1							
DESPAN	0,02	0,16	0,16	0,40	1						
GOV	0,08	-0,13	-0,09	-0,04	0,03	1					
PERF	-0,03	-0,10	-0,07	0,01	0,06	0,11	1				
VEND	-0,01	0,03	0,01	0,04	0	0	-0,14	1			
MTB	-0,03	-0,04	0,03	0,05	0,05	0,01	0,12	0	1		
ALAV	-0,01	0,30	0,03	0,02	0,02	-0,04	-0,02	-0,01	-0,02	1	
TAM	0,13	-0,19	-0,27	-0,22	-0,10	0,45	0,10	0	0	-0,12	1

^aTURN turnover de CEO, variável *dummy*, onde 1 representa o ano que houve troca de CEO forçado e 0 representa o ano que não houve troca de CEO, ou a troca foi voluntária. ACCAN accruals anormais, FCOAN fluxo de caixa operacional anormal, PRODAN níveis de produção anormais e DESPAN despesas discricionárias anormais. GOV governança, variável *dummy* que 1 representa as empresas que tenham algum tipo de governança e 0 as que não tenham. PERF performance operacional, medida pelo Resultado operacional antes da depreciação deflacionada pelo total de ativos. VEND crescimento das vendas, obtido pelo valor que as vendas aumentaram em relação ao ano anterior a troca do CEO dividido pelo total de vendas no ano anterior. MTB market-to-book, obtido através da divisão entre o valor de mercado da firma e o valor contábil do patrimônio líquido. ALAV alavancagem, obtida pelo valor contábil total da dívida dividida pelo Ativo Total da firma. TAM tamanho da firma, medido através dos ativos totais da empresa suavizados por logaritmo.

Correlações em negrito são significantes a pelo menos 5%.

Fonte: Elaborado pelo autor, com dados do Economática e relatórios CVM.

O primeiro dado importante que se destaca na tabela 2 é que os *accruals* anormais estão negativamente relacionados com o *turnover* forçado de CEO, contrariando a pesquisa de Hazarika et al. (2012), dando indícios de que o gerenciamento por *accruals* não é um fator determinante para demissão no Brasil. Por outro lado, a correlação positiva entre o mesmo *accrual* anormal e as outras medidas de gerenciamento por atividade real, reforça os resultados encontrados por Martinez (2009), que mostra que as empresas que gerenciam por *accruals* discricionários, também o fazem por atividade real.

Ademais, a correlação de Pearson sugere que apenas a variável de gerenciamento de resultado por atividade real de Fluxo de Caixa Operacional anormal está positivamente relacionada com a demissão forçada de CEO's.

4.2 RESULTADOS DOS MODELOS EMPÍRICOS

Para responder a hipótese dessa pesquisa, utilizou-se uma regressão logística para cada uma das *proxies* de gerenciamento, com objetivo de encontrar relação entre níveis de gerenciamento mais elevados e *turnovers* forçados de CEO. A tabela 3 apresenta a regressão do gerenciamento por *accruals* em relação ao *turnover*. No teste utilizando a variável *accruals* como causa do *Turnover* de CEO, *accruals*, *performance* e *MTB* apresentam coeficientes significantes a 10%, enquanto a variável tamanho da firma é significativa a 1%. Apesar do objeto deste estudo ser o gerenciamento por atividade real, também foi testado o gerenciamento por *accruals* para fins de comparação com a literatura existente de *turnovers* de CEO, que testou apenas os *accruals* como causa do *turnover* por gerenciamento.

Tabela 3 – Estimação dos *gerenciamentos* como determinante do *turnover* de CEO

TURNOVER ^a	[a]TURN/ACCAN		[b]TURN/FCOAN		[c]TURN/PRODAN		[d]TURN/DESPAN	
Variável independente ^b	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor
ACCAN	-0,99	0,07*						
FCOAN			4,06	0***				
PRODAN					-1,62	0,18		
DESPAN							-0,44	0,71
Controles								
GOV	0,24	0,28	0,27	0,23	0,26	0,24	0,26	0,24
PERF	-1,51	0,05*	-0,85	0,25	-1,26	0,10	-1,21	0,10
VEND	-0,01	0,67	-0,02	0,69	-0,02	0,66	-0,02	0,64
MTB	-0,06	0,07*	-0,07	0,04**	-0,05	0,11	-0,06	0,08*
ALAV	-7,78	0,99	0	0,87	0	0,11	0	0,90
TAM	0,24	0***	0,29	0***	0,23	0***	0,25	0***
Nº de Obs.	1371		1371		1371		1371	
Pseudo R²	0,0483		0,0559		0,0463		0,0438	

^aTURN turnover de CEO, variável *dummy*, onde 1 representa o ano que houve troca de CEO forçado e 0 representa o ano que não houve troca de CEO, ou a troca foi voluntária.

^b ACCAN accruals anormais, FCOAN fluxo de caixa operacional anormal, PRODAN níveis de produção anormais e DESPAN despesas discricionárias anormais. GOV governança, variável *dummy* que 1 representa as empresas que tenham algum tipo de governança e 0 as que não tenham. PERF performance operacional, medida pelo Resultado operacional antes da depreciação deflacionada pelo total de ativos. VEND crescimento das vendas, obtido pelo valor que as vendas aumentaram em relação ao ano anterior a troca do CEO dividido pelo total de vendas no ano anterior. MTB market-to-book, obtido através da divisão entre o valor de mercado da firma e o valor contábil do patrimônio líquido. ALAV alavancagem, obtida pelo valor contábil total da dívida dividida pelo Ativo Total da firma. TAM tamanho da firma, medido através dos ativos totais da empresa suavizados por logaritmo. Utilizado comando Logit para obter a estimação.

*, ** e *** indicam significância estatística à 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor, com dados do Economática e relatórios CVM.

O coeficiente dos *accruals* anormais é de -0,99, sugerindo que ele está negativamente relacionado como motivação para demissão de CEO, ao contrário do resultado de Hazarika et al. (2012), que apontou o gerenciamento por *accruals* como causa do *turnover* forçado. Esse resultado contrário pode ser explicado pela própria estimação, onde empresas de maior porte apresentam um forte coeficiente de relação com a demissão forçada, além da performance operacional com coeficiente de -1,51, demonstrando que empresas com resultados ruins demitem mais. E outra possibilidade é o resultado apontado por Graham et al. (2005), onde afirma que os

gestores preferem gerenciar por atividade real, pois os *accruals* são identificados mais facilmente pelas auditorias, sendo uma possibilidade então que os CEO's gerenciam por *accruals* dentro de limites aceitáveis pela empresa.

Ao testar o gerenciamento por atividade real pelo Fluxo de Caixa, as variáveis fluxo de caixa operacional e tamanho da firma são significativas a 1%, e a variável MTB é significativa a 5%. Esse resultado vem ao encontro à hipótese levantada neste estudo, pois o FCO com um coeficiente de 4,06 relaciona positivamente os CEO's que gerenciam por atividade real através do Fluxo de Caixa Operacional com uma maior probabilidade de *turnover* forçado.

Baseado no que afirma Roychowdhury (2006), que para atingir objetivos de aumento de lucros, diminuição de prejuízos e outras razões de interesse alheio ao da empresa, os CEO's tomam decisões operacionais que não são as mais adequadas à empresa, fato este que, diferente dos *accruals*, afetam o caixa real da empresa, tornando o conselho de administração mais propenso a demitir nesse tipo de gerenciamento, por prejudicar diretamente a empresa.

Essa relação oposta entre os resultados do gerenciamento por *accruals* e do gerenciamento real do fluxo de caixa encontra suporte em Martinez (2009) que apurou que as empresas que gerenciam por atividade real não gerenciam por *accruals*, o que pressupõe que no ambiente financeiro brasileiro onde há uma forte regulação contábil, o CEO fará opção por gerenciar por atividade real para atingir resultados que melhor atendam o seu interesse.

Em relação ao gerenciamento por atividade real através do nível de produção testado relacionado ao *turnover* de CEO, apenas a variável de controle tamanho da firma apresenta algum grau de significância, especificamente a 1%. Sendo assim, o gerenciamento relacionado ao nível de produção não tem poder explicativo sobre a

saída forçada do CEO, pois o p-valor de 0,18 não representa nenhum grau de significância desejável.

Na estimação onde as despesas discricionárias são testadas como causa da troca de CEO, a variável de controle tamanho da firma apresenta grau de significância a 1% e a variável de controle MTB apresenta grau de significância a 10%. Sendo assim, o gerenciamento relacionado ao nível de produção não tem poder explicativo sobre a saída forçada do CEO, pois o p-valor de 0,71 não representa nenhum grau de significância usual.

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

Utilizando uma amostra de troca de executivos nas empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA de 2010 a 2016, este estudo analisou se os CEO's que gerenciam resultados têm maior probabilidade de serem demitidos. A hipótese levantada é que o gerenciamento de resultados está relacionado a uma maior probabilidade de posterior *turnover* forçado do CEO, mas que em casos de *turnover* voluntário o gerenciamento de resultados não tem relação significativa.

Os resultados apontam que o gerenciamento de resultados agressivo em um ano está relacionado a uma probabilidade maior de demissão do CEO no ano seguinte. O gerenciamento de resultados nessa situação foi realizado através de atividades reais, pela manipulação do fluxo de caixa. Nas outras formas de gerenciamento de resultados, não foram encontradas evidências estatísticas que os relacionassem como causa do *turnover* forçado.

A pesquisa aponta que níveis elevados de gerenciamento de resultados estão associados ao *turnover* forçado do CEO, ao contrário de empresas em que o *turnover* do CEO foi voluntário ou que não houve turnover, que apresentaram níveis mais baixos de gerenciamento. Além disso, após o turnover forçado do CEO o nível de gerenciamento de resultados diminui, o que faz presumir que o causador do gerenciamento era o CEO e não a empresa em si.

Os resultados encontrados apontam que não importa se o gerenciamento foi praticado para aumentar ou para diminuir os ganhos, e sim se o nível do gerenciamento era elevado, aumentando assim a chance de *turnover* forçado do

CEO. Isso indica que conselhos de administração têm atuado para demitir os CEO's que gerenciam agressivamente seus resultados, sendo essa demissão fortemente relacionada às empresas de maior porte, o que nos leva a crer que essas empresas têm melhores estruturas operacionais de controle de seus CEO's.

As limitações desta pesquisa estão relacionadas primeiramente a classificação dos *turnovers* em forçado ou voluntário, pois os critérios para isso encontraram bastante divergência na literatura, envolvendo certo grau de arbitrariedade do pesquisador ao fazer essa classificação, além da falta de transparência das empresas no momento de informar os motivos que levaram a troca do CEO.

Esta pesquisa encontrou resultados muito fortes demonstrando que quanto maior a empresa, maior a probabilidade do *turnover* forçado do CEO. Então, para pesquisas futuras, sugere-se que sejam analisadas as características que diferenciam as grandes empresas das menores, com o intuito de testar outras hipóteses que sejam determinantes para o *turnover* forçado do CEO.

REFERÊNCIAS

BARTOV, E., GIVOLY, D. E HAYN, C. The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 2, p. 173-204, 2002.

BEAVER, W. H., Financial Reporting: An Accounting Revolution. **Prentice Hall**, 1981.

BRASIL. CVM – **Instrução Normativa**, nº 480. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 07 jul. 2017.

BURGSTHALER, D., DICHEV I. Earnings management to avoid earnings decrease and losses. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 1, p. 99-126, 1997.

CHOI, JONG-SEO, Y. M. KWAK E C. CHOE Earnings Management Surrounding CEO Turnover: Evidence from Korea', **A Journal of Accounting, Finance and business Studies**, v. 50, n. 1, p. 25-55, 2014.

COHEN, D. A., A. DEY, AND T. LYS Real and Accrual Based Earnings Management in the Pre and Post Sarbanes-Oxley Periods, **The Accounting Review**, v. 83, n. 3, p. 757–787, 2008.

_____; P. ZAROWIN Accrual-based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings, **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 1, p. 2–19, 2010.

DAVIDSON, W; et al. The influence of executive age, career horizon and incentives on pre-turnover earnings management. **Journal of Management & Governance**, v. 11, n. 1, p. 45-60, mar. 2007.

DECHOW, P. M. AND I. D. DICHEV The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors, **The Accounting Review**, v. 77, pp. 35–59, 2002.

_____; et al. Detecting Earnings Management: A New Approach. **Journal of Accounting Research**. v. 50, n. 2, p. 01-56, 2012.

_____; AND D. J. SKINNER Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 2, p. 235-250, June 2000.

_____; R. G. SLOAN, AND A. P. SWEENEY Detecting Earnings Management, **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193–225, 1995.

DEGEORGE F., PATEL J., ZECKHAISER, R. Earnings management to exceed thresholds. **Journal of Business**. Chicago, v. 72 n. 1, p. 1-33, 1999.

DHOLE, S; MANCHIRAJU, H; SUK, I. CEO Inside Debt and Earnings Management. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 31, n. 4, p. 01-36, out. 2016.

DISSANAIKE, G.; PAPAZIAN, A. Management turnover in stock market winners and losers: a clinical investigation. **ECGI-Finance Working Paper**, v. 1, n. 61, 2004.

FRANCIS, B; HASAN, I; LI, L. Evidence for the Existence of Downward RealActivity Earnings Management. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**. v. 31, n. 2, p. 01-37, abr. 2016.

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of accounting and economics**, v. 40, n. 1, p. 3-73, 2005.

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

HEALY, PAUL M. The effect of bonus schemes of accounting decisions (Symposium on Management Compensation and the Managerial laboratory Market). **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, v. 7, p. 85-107, abr. 1985.

HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

HEINZ, P; PATEL, C; HELLMANN, A. Ethical Issues in the Context of Earnings Management. New York : **Nova Science Publishers**, p. 184, 2014. (Ethical Issues in the 21st Century). ISBN: 9781633213210.

JONES, J. J. Earnings Management during Import Relief Investigation. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193–228, 1991.

KANG, S. H.; SIVARAMAKRISHANAN, K. Issues in testing earnings management: an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, Rochester, v.33 n. 2, p. 353-367, 1995.

KASANEN, E. & KINNUANEN, J., Dividend-Based Earnings Management: Empirical Evidence from Finland. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22 n. 1-3, p. 283-312, 1996.

KOTHARI, S. P., A. J. LEONE, AND C. E. WASLEY Performance Matched Discretionary Accrual Measures, **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 1, p. 163–197, 2005.

LIBERTY, S. E. E ZIMMERMAN, J. L. Labor union contracts negotiations and accounting choices. **The Accounting Review**, p. 692-712, out. 1986.

MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 01-31, 2013.

_____. Detectando Earnings Management no Brasil: Estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 19, n. 46, p. 7-17, 2009.

_____. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras.** Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis Departamento de Contabilidade e Atuária Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

_____; CARDOSO, Ricardo Lopes. Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 15, n. 3, p. 600-626, 2009.

MURPHY, K. ZIMERMANN, J. Financial performance surrounding CEO turnover. **Journal of Accounting and Economics**, v. 16, p. 273–315, 1993.

PARRINO, R. CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis. **Journal of financial Economics**, v. 46, n. 2, p. 165-197, 1997.

PORTINARI, Natália. **Empresas brasileiras trocam mais de presidentes que resto do mundo.** Disponível em:
<<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/05/1886757-empresas-brasileiras-trocaram-mais-de-executivos-que-resto-do-mundo.shtml>>. Acesso em: 07 jul. 2017.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings Management through Real Activities Manipulation'. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 335–370, 2006.

WATTS, S. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive Accounting Theory.** New Jersey: Prentice-Hall of Englewood Cliff, 1986.

_____. Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, v. 65, n.1, p. 131-156, 1990.

Wells, P. Earnings management surrounding CEO changes. **Accounting & Finance**, v. 42, p. 169–193, 2002.

APÊNDICE A – CLASSIFICAÇÃO DOS *TURNOVERS*

MOTIVAÇÕES DO *TURNOVER* FORÇADO

Desempenho econômico insatisfatório

Deixar o cargo para permanecer no conselho de administração

Envolvimento em fraude contábil e corrupção

Novas regulações de mercado

Mudanças políticas de governo

Decorrente de reestruturação organizacional

MOTIVAÇÕES DO *TURNOVER* VOLUNTÁRIO

Aposentadoria

Questões pessoais

Doença

Morte

Assumir melhor posição em outra empresa