

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
NÍVEL MESTRADO**

**KÉLIM BERNARDES SPRENGER**

**RELAÇÃO ENTRE AS CARACTERÍSTICAS DO CEO E O GERENCIAMENTO DE  
RESULTADOS**

**São Leopoldo**

**2016**

Kélim Bernardes Sprenger

RELAÇÃO ENTRE AS CARACTERÍSTICAS DO CEO E O GERENCIAMENTO DE  
RESULTADOS

Dissertação apresentada como requisito  
parcial para obtenção do título de Mestre  
em Ciências Contábeis pelo Programa de  
Pós-Graduação em Ciências Contábeis da  
Universidade do Vale do Rio dos Sinos -  
UNISINOS

Orientador: Prof. Dr. Clóvis Antônio Kronbauer  
Coorientador: Prof. Dr. Cristiano Machado Costa

São Leopoldo

2016

S768r Sprenger, Kélim Bernardes.  
Relação entre as características do CEO e o gerenciamento de resultados / Kélim Bernardes Sprenger. – 2016.  
104 p. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2016.  
“Orientador: Prof. Dr. Clóvis Antônio Kronbauer ; coorientador: Prof. Dr. Cristiano Machado Costa.”

1. Gerenciamento de resultados. 2. CEO. 3. Accruals discricionários. I. Título.

CDU 657

Kélim Bernardes Sprenger

RELAÇÃO ENTRE AS CARACTERÍSTICAS DO CEO E O GERENCIAMENTO DE  
RESULTADOS

Dissertação apresentada como requisito  
parcial para a obtenção do título de Mestre  
pelo Programa de Pós-Graduação em  
Ciências Contábeis da Universidade do  
Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Aprovado em 18 de novembro de 2016

BANCA EXAMINADORA

---

Prof<sup>a</sup>. Dra. Fernanda Gomes Victor - UFRGS

---

Prof. Dr. Ernani Ott - UNISINOS

---

Prof. Dr. Igor Alexandre Clemente de Moraes - UNISINOS

## **AGRADECIMENTOS**

Meus agradecimentos se destinam a todos aqueles que colaboraram com a minha trajetória e, principalmente a Deus, que me deu o dom da vida e que me agracia diariamente colocando pessoas especiais ao meu redor.

Sou grata de uma maneira muito especial aos meus pais Joraci e Leni, que educaram ao meu irmão Cleiton e a mim com todo o amor e ao mesmo tempo com firmeza, transmitindo valores e nos auxiliando a levantar a cada queda. Sou grata pela união, pelo companheirismo e pela amizade que permeia nossas vidas!

Agradeço ao meu esposo Maicon, primeiramente pelo amor a mim dedicado, bem como pelo apoio e companheirismo que estão presentes em nossa relação, fatores que me permitiram aproveitar a oportunidade de realizar um desejo tão imenso: ser professora! Agradeço ainda por me ouvir, me fortalecer e estar comigo!

Devo um agradecimento a todos os professores que participaram da minha formação no mestrado, a iniciar pelo meu orientador, Prof. Dr. Clóvis A. Kronbauer, que me possibilitou ir além das aulas teóricas, permitindo que eu o auxiliasse em atividades acadêmicas que me fizeram crescer tanto em nível profissional quanto pessoal. Agradeço também ao meu Coorientador, Prof. Dr. Cristiano M. Costa, pelos ensinamentos, pelas dicas para a minha nova carreira e por todo o auxílio na operacionalização dos modelos propostos. Da mesma forma, tenho um agradecimento especial ao Prof. Dr. Ernani Ott, cujos ensinamentos, experiências compartilhadas e, principalmente, a sua nobreza e a consideração que tem com os alunos, são exemplos que eu carregarei para minha vida profissional. Sou grata também ao Prof. Dr. Igor Moraes pelas considerações realizadas em minha banca de qualificação e pelos ensinamentos de econometria, que foram essenciais para a consecução deste estudo. Agradeço à Prof. Dra. Fernanda Victor pelas valiosas contribuições realizadas para o aprimoramento desta pesquisa.

Tenho um agradecimento à Fundação CAPES e à UNISINOS, por acreditarem e investirem no meu potencial.

E, com muito carinho, agradeço aos amigos que conquistei, pois fizeram meus dias de estudo intenso se tornarem melhores e me incentivaram: Adalene, Adriana, Daniel, Rodrigo e Victorino! Como costumamos dizer... Da UNISINOS para a vida!

Enfim, meu muito obrigado a todos que estiveram presentes nessa caminhada!

## RESUMO

Tendo em vista que o resultado de uma entidade impacta na decisão dos investidores, no mercado e na administração da empresa, determinados gestores podem se utilizar da discricionariedade no processo de mensuração e evidência contábil para gerenciar os resultados. Visando compreender as circunstâncias que estão atreladas à essa prática no Brasil, esta pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre as características do *Chief Executive Officer (CEO)* e o gerenciamento de resultados em empresas listadas na BM&FBovespa. Para a consecução deste estudo, foram coletadas as informações do *CEO* de cada empresa, como idade, gênero, experiência anterior, nível de escolaridade e área de formação, bem como sua forma de eleição e os cargos por ele ocupados, no período de 2010 a 2015, por meio do Formulário de Referência. Para detectar o gerenciamento de resultados, foram utilizados os modelos de Jones (1991) e de Jones Modificado (1995), cujos resíduos representam os *accruals* discricionários, vistos pela literatura como *proxy* do gerenciamento de resultados. Dessa forma, para cada empresa e em cada ano, foram estimados os *accruals* discricionários e estes foram considerados como a variável dependente de uma regressão múltipla elaborada para estabelecer uma relação entre as características do *CEO* e o gerenciamento de resultados. Os dados foram organizados e estimados em *poll de cross section*. Os principais resultados indicam que quanto maior a medida de remuneração por desempenho (*MRD*) do *CEO*, menor será o uso de *accruals* discricionários na empresa e, conseqüentemente, haverá menor nível de gerenciamento de resultados. Também se verificou que há relação entre a idade e o gênero do *CEO* com o gerenciamento de resultados, indicando que quanto maior a idade do *CEO*, menor é o gerenciamento de resultados e que os homens fazem mais uso dos *accruals* discricionários. Identificou-se ainda que as empresas cujo controle acionário é estrangeiro estão menos relacionadas com o gerenciamento de resultados.

**Palavras-chave:** Gerenciamento de resultados. *CEO*. *Accruals* discricionários.

## ABSTRACT

Considering that the outcome of a company affects the investors' decision in the market and in the company's management, some managers may use the discretion in the measurement and accounting disclosure process to manage the results. To further understand the circumstances linked to this practice in Brazil, this study aimed to analyze the relationship between the characteristics of the Chief Executive Officer (CEO) and earnings management in companies listed on the BM&FBovespa. To achieve this study, each company CEO's information was collected, such as age, gender, previous experience, level of education and area, as well as their form of election and positions held by them in the period 2010-2015, through the Formulário de Referência (reference form). In order to detect earnings management, Jones model (1991) and Jones Modified model (1995) were used, which residues represent discretionary accruals, considered in the literature as earnings management' proxy. Thus, for each company and each year, discretionary accruals were estimated and considered as a dependent variable in a multiple regression designed to establish a relationship between the CEO characteristics and earnings management. Data were organized and estimated at pool of cross-section. The main results indicate that the higher the payment for performance measurement (MRD) of the CEO, the lower the use of discretionary accruals. Consequently, there will be a lower level of earnings management. It was also found that there is a relationship between the age and gender of the CEO with the management results, indicating that the higher the age of the CEO, the lower the earnings management, and that men make more use of discretionary accruals. It also identified that companies with foreign stock control are less related to earnings management.

**Key-words:** Earnings management. CEO. Discretionary accruals.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - A Tomada de Decisão pelos Gestores e o Problema de Agência .....	23
Figura 2 - Tipos de Gerenciamento de Resultado.....	30

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Idade dos <i>CEOs</i> das Empresas Analisadas .....	75
Gráfico 2 - Características Pessoais, de Poder e de Forma de Eleição dos <i>CEOs</i> ...	76

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Síntese das Hipóteses de Pesquisa.....	47
Quadro 2 - Síntese das Variáveis de Pesquisa.....	66

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Composição Amostral de Empresas .....	50
Tabela 2 - Setores de Mercado Analisados .....	51
Tabela 3 - Espécie de Controle Acionário das Empresas analisadas .....	51
Tabela 4 - Itens Componentes do Formulário de Referência .....	54
Tabela 5 - Itens Componentes do Item 12.6 do Formulário de Referência .....	55
Tabela 6 - Itens Componentes do Item 12.8 do Formulário de Referência .....	55
Tabela 7 - Itens Componentes do Item 13.11 do Formulário de Referência .....	56
Tabela 8 - Estatística Descritiva das Variáveis de Pesquisa .....	68
Tabela 9 - Resultados pelo Modelo Jones (1991) .....	78
Tabela 10 - Resultados pelo Modelo Jones Modificado (1995) .....	82
Tabela 11 - Teste Alternativo com Base nos <i>Accruals</i> Discricionários Extremos .....	85

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA .....	12
1.2 OBJETIVOS .....	15
<b>1.2.1 Objetivo Geral</b> .....	<b>15</b>
<b>1.2.2 Objetivos Específicos</b> .....	<b>15</b>
1.3 DELIMITAÇÃO DO TEMA.....	15
1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO .....	17
1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO .....	19
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA TEÓRICA E EMPÍRICA</b> .....	<b>21</b>
2.1 A RELAÇÃO DE AGÊNCIA E A TOMADA DE DECISÕES .....	21
<b>2.1.1 Problemas de Agência</b> .....	<b>24</b>
<b>2.1.2 Custos de Agência</b> .....	<b>26</b>
2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	28
<b>2.2.1 Motivações para o Gerenciamento de Resultados</b> .....	<b>30</b>
<b>2.2.2 <i>Accruals</i> Discricionários e Não Discricionários</b> .....	<b>33</b>
<b>2.2.3 Modelos de Detecção de Gerenciamento de Resultados</b> .....	<b>36</b>
2.2.3.1 Modelo de Jones (1991).....	37
2.2.3.2 Modelo de Jones Modificado (1995) .....	38
2.3 CARACTERÍSTICAS DOS CEOS E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: ESTUDOS EMPÍRICOS E FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES.....	39
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>49</b>
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA .....	49
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA .....	49
3.3 COLETA DE DADOS .....	52
3.4 VARIÁVEIS DA PESQUISA .....	57
<b>3.4.1 Variável Dependente</b> .....	<b>57</b>
<b>3.4.2 Variáveis Independentes</b> .....	<b>57</b>
<b>3.4.3 Variáveis de Controle</b> .....	<b>58</b>
3.5 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS.....	67
<b>3.5.1 Tratamento dos Dados e Estatísticas Descritivas</b> .....	<b>67</b>
<b>3.5.2 Modelos de Detecção do Gerenciamento de Resultados e seus Tratamentos</b> .....	<b>69</b>

<b>3.5.3 Modelo de Detecção da Relação entre as Características do CEO e o Gerenciamento de Resultados e seu Tratamento .....</b>	<b>71</b>
3.6 LIMITAÇÕES DO MÉTODO.....	73
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>75</b>
4.1 PERFIL DOS CEOS DAS EMPRESAS ANALISADAS .....	75
4.2 RELAÇÃO ENTRE AS CARACTERÍSTICAS DO CEO E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS .....	77
<b>4.2.1 Relação entre as Características do CEO e o Gerenciamento de Resultados com Base no Modelo de Jones (1991).....</b>	<b>77</b>
<b>4.2.2 Relação entre as Características do CEO e o Gerenciamento de Resultados com Base no Modelo de Jones Modificado (1995).....</b>	<b>81</b>
4.3 TESTES ALTERNATIVOS .....	84
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>90</b>
5.1 CONCLUSÕES .....	90
5.2 SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....	92
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>93</b>
<b>APÊNDICE A- CÁLCULO DE CORRELAÇÃO .....</b>	<b>104</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Nesse capítulo apresenta-se a contextualização do tema, o problema de pesquisa, os objetivos, a delimitação do tema, a justificativa do estudo e a estrutura da dissertação.

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

O resultado de uma entidade representa um dos produtos mais significativos para os usuários da informação contábil, pois além de demonstrar a capacidade de geração de riqueza, contribui para a tomada de decisões. Sendo um meio de mensurar o desempenho da empresa, o resultado também impacta na gestão da entidade, principalmente no que tange à composição dos benefícios recebidos pelos gestores, tendo em vista que determinados bônus tem como fato gerador o resultado auferido, sendo esta uma tentativa dos proprietários de minorar a distância resultante da separação entre a propriedade e o controle.

Jensen e Meckling (1976) argumentam que tal separação se caracteriza como uma relação de agência, na qual o proprietário (principal) emprega uma outra pessoa (agente) para executar atividades em seu nome, inclusive no que tange à tomada de decisões. Porém, nos casos em que tanto o principal quanto o agente possuem um comportamento de decidir pela maximização de sua riqueza ao longo do tempo, é possível que o agente não aja de acordo com os interesses do principal. (JENSEN; MECKLING, 1976).

Considerando que o agente e o principal possuem interesses pessoais distintos e atitudes diferentes em relação ao risco, Eisenhardt (1989) explica que a teoria da agência se preocupa em atenuar os problemas que podem surgir nesta relação. Adams (1994) complementa que a teoria da agência se baseia na premissa de que os agentes possuem mais informação do que os principais e que essa assimetria de informação afeta a capacidade dos principais de monitorar se seus interesses estão sendo atendidos.

Atrelado a isso, a discricionariedade, ou seja, a escolha de uma entre as alternativas válidas de acordo com critérios próprios, permeia as relações empresariais. Cabe ressaltar que a discricionariedade é um fator necessário e inerente aos processos contábeis, tendo em vista que é adotando a forma de mensuração e

evidenciação que mais se adequa à entidade que a contabilidade reflete a realidade de cada negócio. Porém, a discricionariedade aliada à existência de interesses potencialmente conflitantes entre o principal e o agente, pode incentivar o uso da liberdade de julgamento profissional nas normas contábeis para motivos que divergem da finalidade da informação contábil, o que pode incentivar a prática de gerenciamento de resultados (*earnings management*).

O gerenciamento de resultados se caracteriza pelo uso de julgamentos sobre escolhas contábeis para modificar os resultados e influenciar relações contratuais da entidade. Schipper (1989) menciona que tal prática se trata de uma intervenção proposital no processo de elaboração das demonstrações contábeis, com a intenção de obter algum benefício particular.

A detecção do gerenciamento de resultados geralmente ocorre por meio de *accruals*. Martinez (2008) explica que *accruals* compreendem as contas de resultados que entraram no cômputo do lucro, mas não implicam necessariamente em movimentação de disponibilidades, ou seja, se referem à diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido.

Desta forma, cabe destacar que os *accruals* são compostos de uma parte não discricionária e outra discricionária. A primeira parcela compreende os ajustes naturais que são oriundos do regime de competência, enquanto que a segunda é a parte desse ajuste na qual há efetivo espaço para o gerenciamento de resultados, pois diz respeito aos elementos contábeis cuja norma oferece espaço para o julgamento profissional.

Dechow e Dichev (2002) contribuem com o exposto relatando que os *accruals* têm como função ajustar o reconhecimento dos fluxos de caixa ao longo do tempo, para que o lucro melhor reflita o desempenho da empresa. Ressalta-se que determinados *accruals* oferecem espaço para o gestor agir com discricionariedade ao optar pelo método de mensuração e reconhecimento mais propício. Dechow *et al.* (2012) relatam que as técnicas mais comuns para mensurar o gerenciamento de resultados consistem na tentativa de isolar a parte discricionária dos *accruals* componentes do lucro.

As questões apontadas sugerem que pode haver relação entre o gerenciamento de resultados e determinados interesses do agente. Tal cenário advém do fato de que os gestores são racionais, assim como os investidores, e escolherão políticas contábeis de acordo com seu interesse próprio. (SCOTT, 2009, p.285). Como

um dos principais agentes é representado pelo *Chief Executive Officer (CEO)*, no Brasil denominado de Diretor Presidente, conjectura-se que determinadas características do *CEO* estão relacionadas ao gerenciamento de resultados.

Estudos em âmbito internacional revelam a existência dessa relação. Tais pesquisas são recentes e compreendem, principalmente, a idade do *CEO* (DEMERS; WANG, 2010; GONÇALVES, 2011; HUA-WEI; ENA; CHIH-CHEN, 2012), o seu gênero (PENI; VÄHÄMAA, 2010; VÄHÄMAA, 2014), a sua experiência financeira (JIANG; ZHU; HUANG, 2013), a atuação simultânea do *CEO* em outro cargo na empresa (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1996; GONÇALVES, 2011; KLEIN, 2002); a sua origem (KUANG; QIN; WIELHOUSER, 2014) e a mudança do *CEO* (WELLS, 2002).

Além dos fatores elencados, a remuneração do *CEO* vem ganhando destaque na literatura no que diz respeito ao gerenciamento de resultados. Watts e Zimmerman (1978) evidenciam que os gestores de empresas cujos bônus estão atrelados aos lucros tem incentivos para divulgar resultados contábeis que maximizam o valor de tais remunerações. Healy (1985) sugere que existe alta incidência de alterações voluntárias nos procedimentos contábeis após a adoção ou a alteração de um plano de bônus. Ainda, os resultados de Bergstresser e Philippon (2006) apresentam que o uso de *accruals* discricionários para gerenciar resultados contábeis é mais notado em empresas nas quais a remuneração potencial total do *CEO* está mais vinculada ao valor das ações.

Por outro lado, determinados autores argumentam que a remuneração de tais agentes possui uma relação negativa com o gerenciamento de resultados. Por exemplo, Jo, Kim e Kim (2004) indicam, por meio de seus resultados, que o peso do lucro contábil na remuneração diminui a tendência de aumento do uso de *accruals* discricionários. Complementarmente, Balsam (1998) evidencia que a relação entre os *accruals* discricionários e a remuneração do *CEO* varia conforme as circunstâncias da empresa.

Com o intuito de complementar a literatura prévia sobre gerenciamento de resultados, estudar a sua relação com determinadas características do *CEO*, incluindo a remuneração deste e, explorar o tema no cenário brasileiro, proporcionando aos usuários da informação contábil maior compreensão sobre essa prática, o problema de pesquisa pode ser assim enunciado: **Qual a relação entre as características do *CEO* e o gerenciamento de resultados em empresas listadas na BM&FBovespa?**

## 1.2 OBJETIVOS

Os objetivos desta pesquisa estão apresentados de forma distinta entre geral e específicos. O objetivo geral busca responder ao problema de pesquisa de forma integral, enquanto que os específicos estão atrelados aos meios para atingir a finalidade da pesquisa.

### 1.2.1 Objetivo Geral

A pesquisa tem como objetivo geral analisar a relação entre as características do *CEO* e o gerenciamento de resultados em empresas listadas na BM&FBovespa.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

De forma a atender às diferentes fases da pesquisa e identificar as circunstâncias que envolvem o gerenciamento de resultados, foram delineados os seguintes objetivos específicos:

- a) mensurar os *accruals* discricionários em empresas listadas na BM&FBovespa;
- b) descrever o perfil do *CEO* das empresas brasileiras de capital aberto; e
- c) comparar os resultados do uso de *accruals* discricionários extremos (negativos e positivos) com os resultados utilizando os valores absolutos dos *accruals* discricionários.

## 1.3 DELIMITAÇÃO DO TEMA

Esta pesquisa está centrada na relação entre o gerenciamento de resultados e as características do *CEO* no cenário empresarial brasileiro. Possui como objeto de análise as empresas listadas na BM&FBovespa, sendo que a escolha de tal grupo decorre da disponibilidade das informações necessárias para a consecução desta pesquisa.

A aplicação deste estudo em sociedades por ações se justifica pelo fato de estas comporem um cenário empresarial caracterizado pela separação entre a propriedade e o controle, sendo esse um ambiente sujeito aos conflitos de agência e,

acredita-se, ao gerenciamento de resultados. Contudo, não são consideradas as empresas pertencentes ao segmento financeiro, principalmente porque estas entidades estão sujeitas a regulamentações específicas e geralmente apresentam indicadores financeiros com níveis diferentes dos outros setores da economia, o que leva estas instituições a serem merecedoras de estudos específicos, como o proposto por Kanagaretnam, Lim e Lobo (2014).

Quanto à identificação do gerenciamento de resultados, este estudo se limita à mensuração de *accruals* discricionários nas demonstrações contábeis divulgadas. Essa pesquisa inicialmente mensura o gerenciamento de resultados nas companhias analisadas e posteriormente avalia qual a sua relação com determinadas características do seu respectivo *CEO*.

Cabe destacar que mesmo com a existência de outras formas de gerenciamento de resultados, o foco desta pesquisa é analisar somente aquelas que afetam os resultados, por meio de modelos que decompõem os *accruals* totais em discricionários e não discricionários.

A escolha da detecção do gerenciamento de resultados por meio de *accruals* acompanha a maioria absoluta das pesquisas científicas na literatura brasileira, conforme destaca Martinez (2013). Assim, esta pesquisa se utiliza dos *accruals* discricionários como *proxy* do gerenciamento de resultados. Com relação aos modelos aplicados para a detecção do gerenciamento de resultados, este estudo utiliza modelos que estimam os *accruals* discricionários por meio dos resíduos, tendo sido selecionados os Modelos de Jones (1991) e de Jones Modificado (1995).

A análise das características dos *CEOs* está limitada às informações disponibilizadas nos Formulários de Referência (FR) das companhias listadas na BM&FBovespa, compondo os seguintes dados: idade; gênero; atuação como *CEO* anterior ao mandato atual; profissão; nível de escolaridade; dualidade de papéis (se o *CEO* pertence apenas à diretoria ou se também faz parte de outro órgão, como o Conselho de Administração, além de verificar outros cargos e funções exercidas no emissor), forma da eleição (se foi eleito ou não pelo controlador) e remuneração.

No que tange à remuneração do *CEO*, esta foi obtida também por meio do FR, porém no item 13.11, que trata da remuneração mínima, média e máxima percebida pelo conselho de administração e pela diretoria estatutária. Considerando que o *CEO* pertence, pelo menos, à diretoria estatutária e que, normalmente, a sua remuneração é a maior, neste estudo, foi considerada como a remuneração do *CEO* aquela

divulgada como máxima para o órgão diretoria estatutária, seguindo o raciocínio de Costa et al. (2016). E, de forma a verificar o impacto que a remuneração tem sobre o lucro, ou seja, o quanto a primeira está atrelada ao segundo, foi proposta uma medida de remuneração por desempenho, já ponderada pelo resultado líquido da entidade, para então testar sua relação com o gerenciamento de resultados.

Cabe salientar, no que tange à remuneração do *CEO*, que tal informação não é divulgada por um número expressivo de empresas listadas na BM&FBovespa, tendo em vista a liminar concedida pelo Exmo. Min. Castro Meira, do Superior Tribunal de Justiça, nos autos da Medida Cautelar nº 17.350/RJ (2010/0168534-8), que suspendeu a eficácia de tal item para os associados do Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF), ao qual diversos gestores das empresas componentes da população deste estudo são associados. Desta forma, os resultados desta pesquisa se limitam à análise das empresas que divulgaram tal informação.

Tendo em vista que o FR é exigido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Instrução Normativa CVM 480/2009, com aplicabilidade a partir de 2010, este estudo fica limitado aos anos de 2010 a 2015, para a coleta das características dos *CEOs* e, conseqüentemente, para a análise das demonstrações contábeis e detecção do gerenciamento de resultados.

#### 1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Em um cenário sujeito aos conflitos de agência, gestores podem se utilizar de critérios contábeis de reconhecimento e mensuração com o intuito de gerenciar resultados. Conhecer os fatores que estão relacionados a essa prática discricionária pode permitir aos usuários da informação contábil maior entendimento e interpretação dos resultados de uma entidade e, conseqüentemente, uma melhor tomada de decisão.

A análise voltada para as características do *CEO* visa expandir as pesquisas em Economia e Finanças, nas quais as atenções se voltam principalmente, para as características dos mercados, do setor de atividade ou da firma, relegando a um plano secundário a possível influência das características pessoais ou do estilo dos gestores sobre as principais políticas corporativas e sobre o desempenho das empresas. (BARROS; SILVEIRA; FAMÁ, 2006).

Esta pesquisa tem como foco o cenário brasileiro, tendo em vista que há uma extensa literatura internacional acerca do gerenciamento de resultados, mas no Brasil entende-se que há espaço para investigar as características dos gestores, em especial sua remuneração, como fatores que podem motivar o gerenciamento de resultados.

Ainda, Andrade e Rossetti (2004) afirmam que as empresas brasileiras de capital aberto são caracterizadas por uma composição acionária concentrada, o que favorece os interesses dos acionistas majoritários. Desta forma, entende-se que tal situação gera conflitos de agência e contribui para um cenário de gerenciamento de resultados.

Aliado a isso, existe o fato de o *CEO* brasileiro ter, muitas vezes, seus interesses representados em mais de uma posição na empresa, ocupando por exemplo, o Conselho de Administração da mesma, o que acaba por gerar uma estrutura unitária de liderança, inclusive Silveira (2002) evidenciou que em cerca de 40% das companhias abertas brasileiras, os cargos de *CEO* e de presidente do Conselho de Administração são ocupados pela mesma pessoa.

Outro motivador da aplicação deste estudo no Brasil é a notável preocupação dos organismos reguladores com o gerenciamento de resultados, como é o caso da CVM que em 2007, conforme destaca Carlin (2009), abordou essa prática. Nesta ocasião, a CVM emitiu um Ofício orientando acerca de políticas contábeis para evitar o gerenciamento de resultados com o objetivo de influenciar ou gerenciar os números apresentados. (CVM, 2007).

Acrescenta-se ainda o fato de que o mercado de capitais brasileiro está em desenvolvimento e, nesse cenário, geralmente há um menor número de analistas financeiros e, conseqüentemente, menos investidores com conhecimento de como a informação contábil é gerada, como retratam De Albornoz e Alcarria (2003). Tal fato pode estar relacionado com a sofisticação da base de investidores, ou seja, em países nos quais o mercado de capitais é menos desenvolvido, como o Brasil, a menor sofisticação da base de investidores acaba por não impulsionar a geração de informações contábeis de maior qualidade e mais tempestivas.

Entende-se, também, que tratar de aspectos que envolvam o perfil da gestão, incluindo seus contratos de remuneração, chama a atenção dos usuários da informação contábil inclusive no sentido de requerer maior evidenciação e transparência nas informações prestadas pelas empresas. Nesse sentido, é oportuno

e relevante destacar que diversas empresas não têm divulgado, por exemplo, o item 13.11 do FR que trata da remuneração mínima, média e máxima percebida pela alta gestão e, em tempos onde se fala da reforma do Novo Mercado, os achados desta pesquisa podem ser aliados às iniciativas de melhores práticas de governança.

Ressalta-se ainda que a escolha dos modelos de detecção de gerenciamentos de resultados para este estudo está embasada na relevância que os mesmos possuem na literatura, além do que métodos como o de Jones (1991) e de Jones Modificado (1995), nos testes de gerenciamento de resultados são muito difundidos (KOTHARI; LEONE; WASLEY, 2005) e devido a sua extensa utilização na literatura, permitem a comparabilidade dos resultados tanto em nível nacional quanto internacional.

Portanto, este estudo se torna relevante pelo fato de permitir a identificação de particularidades brasileiras, além de complementar a literatura prévia ao incluir variáveis pouco ou não estudadas relacionadas com o perfil e a remuneração do *CEO*. Tais variáveis compreendem a atuação prévia como *CEO* com relação ao atual mandato, a forma da eleição e o nível de escolaridade.

Por fim, este estudo possibilita um maior nível de conhecimento e interpretação acerca de circunstâncias relacionadas ao gerenciamento de resultados, mais precisamente envolvendo os *CEOs* das companhias analisadas, pois conforme destaca Moses (1987) é preciso ir além da identificação do grau ou frequência com que as práticas de gerenciamento de resultados ocorrem, identificando também como elas ocorrem e quais incentivos ou motivações as originam.

## 1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

A dissertação está estruturada em 5 capítulos, sendo que no primeiro capítulo é abordada a contextualização do tema que gera o problema de pesquisa, bem como são apresentados os objetivos do estudo (geral e específicos), a delimitação do tema e a justificativa da pesquisa.

O segundo capítulo trata da revisão de literatura teórica e empírica que embasa esta pesquisa, abordando a teoria da agência, o gerenciamento de resultados e os estudos precedentes que levam à formulação das hipóteses.

No terceiro capítulo são abordados os procedimentos metodológicos necessários para a consecução deste estudo. No quarto capítulo é apresentada a análise dos resultados, bem como os testes alternativos realizados.

O quinto capítulo sumariza as principais conclusões obtidas com a realização desta pesquisa e apresenta as sugestões para estudos futuros, seguidas das referências.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA TEÓRICA E EMPÍRICA

Nesse capítulo é abordada a teoria da agência que sustenta a pesquisa, bem como o gerenciamento de resultados e suas formas de mensuração. Também são apresentados os estudos precedentes relacionados ao tema e são propostas as hipóteses de pesquisa.

### 2.1 A RELAÇÃO DE AGÊNCIA E A TOMADA DE DECISÕES

O resultado econômico de uma entidade representa um dos produtos mais significativos para os usuários da informação contábil, pois além de demonstrar a capacidade de geração de riqueza, contribui para o processo de tomada de decisões. Cabe salientar que a percepção dos resultados, desde que corretamente apurados, reduz os riscos para contratantes, emprestadores e investidores, porém, isto somente ocorrerá se houver evidência de que os resultados foram apurados de forma independente em relação aos grupos de interesse da firma. (COELHO; LIMA, 2013).

No que se refere aos grupos de interesse, ressalta-se que os gestores compõem tais grupos e tem interesse expresso no resultado atingido. Isso porque a reputação do gestor está atrelada ao desempenho da companhia, remetendo à sua eficiência no cargo. Tal interesse também decorre do fato que o resultado impacta em alguns direitos dos gestores, pois determinados bônus tem como fato gerador o resultado auferido. Desta forma, incentivos desalinhados entre as partes que representam a propriedade e controle da empresa podem induzir os gestores a fazer uso da flexibilidade das normas contábeis para administrar, de forma oportunista, o resultado. (NARDI; NAKAO, 2009).

No ambiente empresarial, a separação entre a propriedade e o controle é frequente, em especial nas sociedades por ações. Berle e Means (1932) trouxeram à discussão a estrutura das entidades considerando a propriedade separada do controle, evidenciando que o desenvolvimento das empresas geralmente é acompanhado da dispersão de sua propriedade, demonstrando ainda que existe uma relação positiva entre a propriedade pulverizada com o tamanho da empresa e seu desempenho. A partir da obra de Berle e Means (1932) se popularizou a visão da estrutura de propriedade separando a pessoa do proprietário da pessoa do administrador.

Porém, a separação entre a propriedade e o controle é acompanhada de algumas implicações, que já haviam sido expostas por Smith (1776) quando elaborou “*The Wealth of Nations*” e apontou os problemas centrais atrelados à estrutura de propriedade e de controle, sendo estes a negligência e o esbanjamento por parte dos gestores que administram as empresas com o dinheiro de terceiros.

Berle e Means (1932) também levantaram outros impactos dessa decisão, principalmente no que concerne à perda de controle dos acionistas sobre a utilização de seus recursos, com fortalecimento do poder dos gestores para agir de acordo com os seus interesses. Outra consequência que pode ser oriunda da separação entre propriedade e controle diz respeito às informações integrais sobre o andamento dos negócios, que passam a ser detidas por quem está administrando a entidade.

Nesse contexto, Jensen e Meckling (1976) mencionam que tal separação se caracteriza como uma relação de agência, na qual o proprietário (principal) emprega uma outra pessoa (agente) para executar atividades em seu nome, inclusive no que tange à tomada de decisões.

Arrow (1985) expõe a relação de agência caracterizada pela existência de dois indivíduos: o agente e o principal, sendo que o agente deve optar por uma decisão a partir de um número de possibilidades alternativas e essa decisão afeta o bem-estar de ambos, e que o principal tem a função adicional de propor regras de recompensa.

A teoria da agência busca analisar os conflitos e custos resultantes da separação entre propriedade e controle de capital. (SEGATTO-MENDES, 2001). Na visão de Hendriksen e Van Breda (1999), a teoria da agência é um modelo de tomada de decisão para mais de um indivíduo que tem um enfoque prescritivo e está embasada em um modelo normativo que envolve a teoria da utilidade.

Assim, caracteriza-se o principal como um avaliador das informações e responsável pela escolha do sistema de informação. Por outro lado, o agente assume o papel de tomador da decisão, que deve optar pelas melhores alternativas sob a ótica do proprietário. (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999; ROSS, 1973).

Eisenhardt (1989) menciona que o foco da teoria da agência é a determinação de contratos ótimos que regem a relação entre principal e agente, envolvendo principalmente, os proprietários e a alta administração, mas não se limitando a este nível de estrutura organizacional, pois conforme destacado por White (1985), há três relações de agência que tem interesse contínuo: a relação entre empregador e empregado, entre acionista e gestor e entre credor e acionista. Nesta colocação,

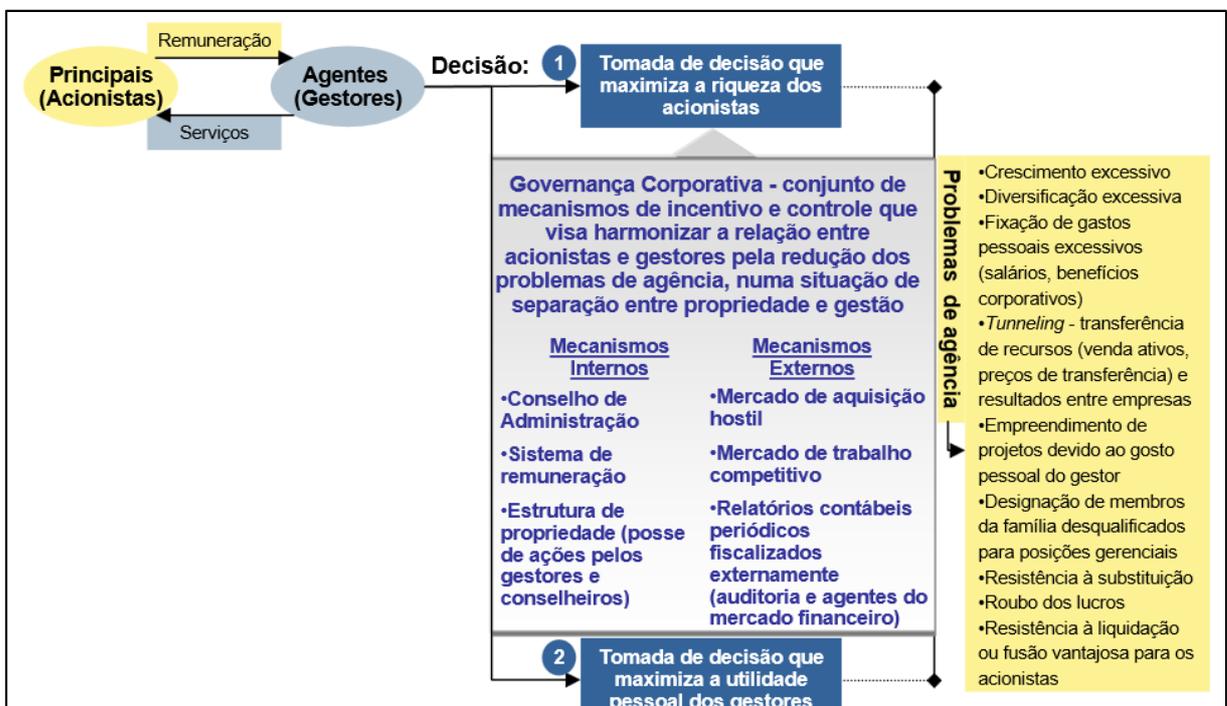
acrescenta-se ainda o contexto brasileiro, onde há a relação entre o acionista majoritário e o minoritário, inerente ao modelo de governança *insider* do Brasil.

Complementarmente, Segatto-Mendes e Rocha (2005) apontam que a teoria da agência visa analisar as relações entre os participantes de determinados sistemas nos quais a propriedade e o controle do capital são destinados a pessoas distintas, considerando que este é um cenário que oferece espaço à formação de conflitos resultantes da existência de interesses diferenciados entre os indivíduos.

Jensen e Meckling (1976) esclarecem ainda que nos casos em que ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade, é esperado que exista a possibilidade de o agente não agir, em todos os momentos, de acordo com os interesses do principal.

Desta forma, para melhor explicar a decisão maximizadora, tanto a favor da riqueza do acionista quanto da riqueza pessoal do gestor, a Figura 1 retrata a relação sob a ótica dos problemas de agência:

Figura 1 - A Tomada de Decisão pelos Gestores e o Problema de Agência



Fonte: Silveira (2002, p.14).

Com base na Figura 1 é possível observar a relação existente entre principal e agente, sendo que o primeiro remunera o segundo em contrapartida aos serviços prestados, que incluem a tomada de decisões. O acionista espera que o agente tome

as decisões que maximizem a sua riqueza (decisões do tipo 1), porém, em alguns momentos os gestores agem maximizando a sua riqueza pessoal e tomam as decisões do tipo 2. Silveira (2002) ressalta que daí se originam os problemas de agência e que a governança corporativa seria um dos meios de mitigar tais conflitos.

### **2.1.1 Problemas de Agência**

A eventual distância existente entre o que o principal espera e o que efetivamente é realizado pelo agente, se dá essencialmente porque o agente tem interesses próprios, como sua satisfação pessoal e a maximização de seus benefícios. (GODOY; MARCON, 2006). Assim, são formados os problemas de agência, sendo estes decorrentes da separação entre propriedade e controle, pois podem existir intenções distintas entre principal e agente, conforme destaca Fontes Filho (2003).

Fama e Jensen (1983) complementam que a migração do poder decisório do proprietário para os administradores sem participação na propriedade oportunizou o surgimento dos problemas de agência. Considerando que o agente e o principal possuem interesses pessoais distintos e atitudes diferentes em relação ao risco, Eisenhardt (1989) destaca que os problemas de agência surgem quando os objetivos do principal e do agente entram em conflito, sendo difícil ou caro para o principal monitorar as atividades que o agente desempenha.

No atual contexto das sociedades, os conflitos de interesses dificilmente podem ser evitados e as razões para tal colocação se encontram no axioma de Klein (1983), sobre a inexistência de um contrato completo e no axioma de Jensen e Meckling (1976) sobre a inexistência de um agente perfeito.

Andrade e Rossetti (2004, p. 86-87) destacam que a inexistência de um contrato completo se deve ao ambiente dos negócios, que está sujeito às turbulências que podem comprometer os resultados e ao fato de que não existe contrato capaz de abranger todas as contingências e respostas às mudanças. Os mesmos autores também ressaltam que a inexistência de um agente perfeito está relacionada ao interesse próprio de cada ser humano, que o leva a tomar decisões que lhe beneficiem, explicando que a natureza humana é utilitarista e racional, fazendo com que as pessoas busquem agir para alcançar seus próprios objetivos.

Dessa forma, pode-se inferir que a causa dos problemas de agência são os conflitos de interesse entre o agente e o principal e que tais conflitos são oriundos da

assimetria informacional. Hendriksen e Van Breda (1999) mencionam que a assimetria da informação ocorre quando nem todos os fatos são conhecidos por ambas as partes (principal e agente), ou seja, quando a informação é incompleta. Considerando que o agente está ligado diretamente às negociações, este tem propensão a ter maior nível de informação, enquanto que o principal depende da informação que o agente lhe transmitir.

Adams (1994) complementa que a teoria da agência se baseia na premissa de que os agentes possuem mais informação do que os principais e que essa assimetria de informação afeta negativamente a capacidade dos principais em monitorar se seus interesses estão sendo atendidos.

Ainda, Klann *et al.* (2014) destacam que a existência da assimetria de informação permite que em uma determinada transação, a parte que detenha maior grau de informação extraia maiores benefícios em relação a outra, o que acaba por abrir margem para o comportamento oportunista. Desta forma, verifica-se que a assimetria informacional pode acarretar dois fenômenos: a seleção adversa e o risco moral.

Albanez (2008) relata que tanto o termo seleção adversa quanto o termo risco moral surgiram inicialmente no mercado de seguros, pois havendo assimetria informacional, a seguradora (principal) não conhece completamente o risco do segurado (agente), definindo o prêmio de seguro com base em um risco médio e, sabendo que agentes de baixo risco não estão dispostos a pagar o preço médio, dada a desproporcionalidade com a sua situação, a seguradora selecionará adversamente um grupo de agentes de maior risco para compor sua carteira de clientes. Por outro lado, a autora destaca que o risco moral é caracterizado pelo comportamento dos indivíduos depois de firmado o contrato, podendo os agentes se tornarem mais negligentes ou até mesmo causar danos aos bens segurados visando a obtenção de ganhos financeiros, sendo que tais situações geram a imposição de restrições contratuais para limitar o agente.

Arrow (1985) explica que a seleção adversa está relacionada com ocultar informações e ocorre quando o agente faz observações e as utiliza na tomada de decisões, no entanto, como o principal não tem acesso às mesmas observações, também não consegue verificar se o agente usou a informação de acordo com os interesses do principal. Quanto ao risco moral, Arrow (1985) esclarece que este está

atrelado ao fato de ocultar ações, pois existem ações por parte dos agentes que não são conhecidas pelo principal ou de alto custo para ele obtê-las.

Corroborando com Arrow (1985), Paulo (2007) destaca que a seleção adversa surge quando um agente utiliza informações privadas e não observáveis para atuar de forma oportunista, de modo que o principal não seja capaz de verificar se o agente agiu segundo interesses próprios. E, que o risco moral ocorre quando as ações de determinado agente não podem ser observadas pelo outro lado da relação contratual, afetando a alocação dos recursos disponíveis. (PAULO, 2007).

De forma a minorar os problemas de agência e a assimetria informacional, bem como as situações adversas destes decorrentes, o principal geralmente se sujeita aos custos de agência, conforme trata a seção 2.1.2.

### **2.1.2 Custos de Agência**

Zeckhauser e Pratt (1985) afirmam que se a informação fluísse sem custo e perfeitamente, os superiores teriam acesso ao que seus subordinados conhecem e ao que eles estariam fazendo. Assim, os acionistas poderiam se sentir seguros de que os gestores estariam operando a entidade como se esta deles fosse.

Entretanto, os mesmos autores relatam que na vida real, ter informação completa e disponível para todas as partes é raro. Zeckhauser e Pratt (1985) complementam que, a partir disso, a questão central se torna estruturar um acordo que pode induzir os agentes a atender aos interesses do principal. Assim, sempre que um indivíduo depende da ação de outro, uma relação de agência se estabelece.

De forma a limitar as divergências de interesses, o principal pode estabelecer incentivos ao agente, como colocam Jensen e Meckling (1976), incorrendo em custos de agência e monitoramento, porém, é praticamente impossível garantir que o agente tomará decisões ótimas do ponto de vista do principal.

Compreendem, desta forma, os custos de agência, todos aqueles gastos que decorrem de um conflito de agência existentes em uma entidade. Jensen e Meckling (1976) ainda destacam que há diversas formas para reduzir os problemas gerados por conflitos de interesses entre principais e agentes, mas que tais soluções sempre envolvem custos para uma ou ambas as partes. Os autores citam como exemplo: procedimentos de monitoração, restrições contratuais, realização de auditorias e criação de um sistema de incentivos que alinhem os interesses das partes envolvidas.

Porém, supõe-se que essa tentativa de minorar os conflitos de agência por meio de incentivos pode ter um efeito reverso e motivar a ação discricionária por parte dos agentes, principalmente quando os incentivos propostos têm como fato gerador o resultado auferido, fazendo com que seus benefícios sofram variações de acordo com o resultado.

Jensen e Meckling (1976) ressaltam que é praticamente impossível para o principal manter a relação de agência a um custo zero e conseguir assegurar que o agente tomará decisões de nível ótimo do ponto de vista do principal. Dessa forma, Jensen e Meckling (1976) esclarecem que na maioria das relações de agência, o principal e o agente incorrerão em custos de monitoramento e de concessão de garantias contratuais (tanto não pecuniários quanto pecuniários) e, além disso, haverá algum nível de divergência entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam o bem-estar do principal. Assim, os autores definem os custos de agência como a soma entre:

- a) as despesas de monitoramento por parte do principal;
- b) as despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente;
- c) e o custo residual.

Saltaji (2013) argumenta que os custos de monitoramento e compreensão das ações do agente, são aqueles que visam julgar se a sua performance está baseada na maximização da riqueza do principal, sendo que estes custos envolvem todos os valores despendidos com controle, remuneração e mensuração do comportamento do gestor, além de gastos com auditoria e custos de contratação e treinamento da alta gestão.

Quanto aos custos de concessão de garantias contratuais por parte do agente, Saltaji (2013) explica que estes funcionam como uma garantia dada pelo agente de que este agirá de acordo com o esperado e provendo informação precisa e tempestiva, ou seja, funcionam como cláusulas que delimitam a ação do agente.

Já o custo residual representa o equivalente monetário da redução do bem-estar do principal em função das divergências com as decisões do agente. (JENSEN; MECKLING, 1976).

Jensen e Meckling (1976) expõem que os custos de agência são tão reais quanto qualquer outro custo de uma entidade, e que seu nível irá depender, dentre outras coisas, de regulamentações e direito consuetudinário e da engenhosidade humana na elaboração de contratos. Nesse caso, verifica-se que os autores relatam sobre a possibilidade da elaboração de contratos, que conforme suas cláusulas, poderão aumentar ou reduzir os custos de agência.

Considerando o exposto, observa-se que em um ambiente sujeito à assimetria informacional, as informações contábeis podem ser influenciadas pelos interesses pessoais dos agentes. Scott (2009) inclusive discorre sobre o comportamento oportunista dos gestores, argumentando que os mesmos são racionais, assim como os investidores, e escolherão políticas contábeis de acordo com seu interesse quando for possível. Com isso, determinadas decisões contábeis tomadas pelos agentes podem ser discricionárias, podendo levar ao gerenciamento de resultados.

## 2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

As demonstrações contábeis, visando refletir a realidade de cada negócio, tem como características qualitativas fundamentais a relevância e a representação fidedigna. (CFC, 2011). Desta forma, devem apresentar a visão verdadeira e apropriada (*true and fair view*) da posição patrimonial e financeira, do desempenho e das mutações financeiras da entidade.

Embora os gestores das empresas ajam em conformidade com o que é exigido pelas normas no momento da elaboração das demonstrações contábeis, é preciso considerar que estes muitas vezes usam julgamentos para optar por uma entre as alternativas que a norma contábil oferece. Ressalta-se que tais escolhas podem modificar o valor da composição do patrimônio, condicionando assim, a substância e a informação divulgada aos usuários da informação contábil. (GARCÍA-AYUSO; ZAMORA, 2003; KRONBAUER, 2008). Complementarmente, Kronbauer (2008) relata que as escolhas realizadas no momento da aplicação das normas contábeis podem levar os gestores a se utilizar da discricionariedade para modificar os resultados e a composição do patrimônio da entidade.

Desta forma, determinados fatos contábeis podem ser mensurados e evidenciados de mais de uma forma, o que permite certo nível de discricionariedade por parte dos gestores, sendo que a discricionariedade consiste em uma determinada

escolha feita em detrimento de outras alternativas com base em critérios próprios. E, conseqüentemente, o ato discricionário dos gestores é passível de gerenciamento de resultados (*earnings management*).

O gerenciamento de resultados se caracteriza pelo uso de julgamentos sobre escolhas contábeis para modificar demonstrações e influenciar relações contratuais da entidade. Schipper (1989) esclarece que o gerenciamento de resultados se trata de uma intervenção proposital no processo de elaboração das demonstrações contábeis, com a intenção de obter algum benefício particular.

Healy e Whalen (1999) explicam que o gerenciamento de resultados ocorre quando o gestor se utiliza de julgamentos nas demonstrações contábeis para enganar algumas partes sobre o desempenho econômico da entidade ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis. Paulo (2007) evidencia o gerenciamento de resultados como uma forma de distorcer propositalmente a realidade econômica de uma empresa.

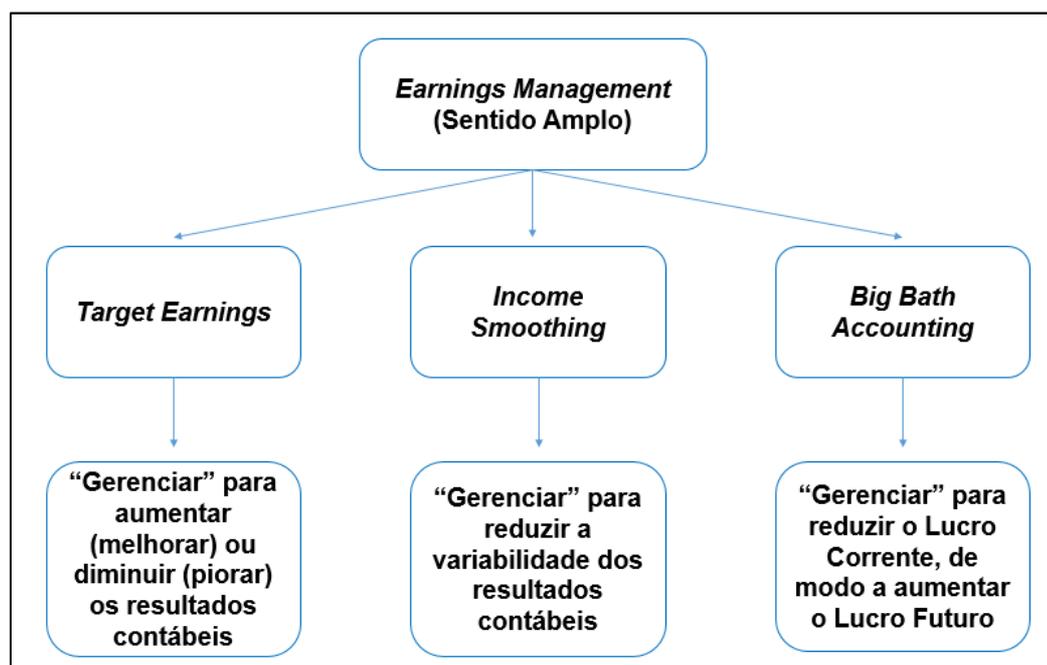
Complementarmente, Richardson (2000) explica que os padrões contábeis permitem discricionariedade por parte dos gestores na aplicação de métodos contábeis usados para reportar o desempenho das empresas, porém quando esta discricionariedade é usada com a intenção de alterar os resultados reportados, configura-se o gerenciamento de resultados.

Cabe ressaltar que Schipper (1989) menciona que o gerenciamento de resultados tem seu conceito atrelado a duas perspectivas diferentes: a perspectiva do lucro econômico e a perspectiva informacional. Sobre a primeira perspectiva, Schipper (1989) explica que existe um número, como o lucro econômico, que é propositalmente distorcido pela prática do gerenciamento, sendo que os gestores, conforme exposto por Subramanyam (1996), de forma oportunista, se utilizam da discricionariedade. No que tange à perspectiva informacional, Subramanyam (1996) explica que neste caso, os gestores usam a discricionariedade para melhorar a capacidade do lucro reportado em refletir o valor da entidade.

Outro aspecto importante acerca do gerenciamento de resultados diz respeito à distinção entre o que é gerenciamento ou manipulação da informação contábil e o que é contabilidade fraudulenta. Paulo (2007) explica que a primeira ocorre quando os gestores utilizam do seu julgamento na tomada de decisões contábeis dentro dos limites legais, ou seja, dentro das práticas contábeis, por outro lado, a contabilidade fraudulenta se refere à prática de ações que não tem amparo das normas contábeis vigentes.

Ainda, a literatura aponta que o gerenciamento de resultados pode ser classificado em três categorias: *Target Earnings*, *Income Smoothing* ou *Big Bath Accounting*. Martinez (2001) destaca que tal classificação é baseada nas motivações que envolvem o gerenciamento de resultados, conforme ilustra a Figura 2:

Figura 2 - Tipos de Gerenciamento de Resultado



Fonte: Martinez (2001, p. 43)

Martinez (2001) explica que no *Target Earnings*, os resultados são gerenciados para atingir determinadas metas de referência, que podem estar acima ou abaixo do resultado do período. Já o *Income Smoothing* tem como objetivo a manutenção dos resultados em determinado patamar, de forma a evitar sua excessiva flutuação. Por outro lado, o *Big Bath Accounting* ou *Take a Bath* é caracterizado pelo gerenciamento de resultados correntes para piorá-los, visando melhores resultados no futuro. (MARTINEZ, 2001).

### 2.2.1 Motivações para o Gerenciamento de Resultados

As razões para a ocorrência do gerenciamento de resultados são diversas. Healy e Wahlen (1999) mencionam que os motivos incluem: influenciar as percepções no mercado de ações, aumentar a remuneração dos administradores, reduzir a probabilidade de violar acordos de empréstimos e evitar a intervenção regulamentar.

Também cabe observar os achados de Dechow, Sloan e Sweeney (1996), sugerindo que uma importante motivação para o gerenciamento de resultados é o desejo de atrair financiamento externo com baixo custo.

Acrescentam-se os resultados do estudo de DeGeorge, Patel e Zeckhauser (1999), cujas evidências revelam que o gerenciamento de resultados é praticado em referência a três limiares: resultados positivos, sustentar performance recente e atender às expectativas dos analistas.

De forma mais específica, Paulo (2007) relata os incentivos para o gerenciamento de resultados que mais são analisados pela literatura:

- a) evitar a divulgação de prejuízos;
- b) minimizar a volatilidade dos resultados ao longo do tempo;
- c) utilizar a remuneração baseada em desempenho e *stock options*;
- d) ajustar os resultados às previsões de analistas financeiros;
- e) lançar títulos no mercado de capitais;
- f) cumprir exigências contratuais de dívidas e renovações contratuais;
- g) atender exigências de órgãos reguladores;
- h) reduzir a carga tributária;
- i) visar outros incentivos econômicos e/ou financeiros; e
- j) visar outros incentivos além dos aspectos econômicos e/ou financeiros.

Sob a ótica de evitar a divulgação de prejuízos contábeis e minimizar a volatilidade dos resultados ao longo do tempo, Giroux (2004, p. 22-23) apresenta que esses dois fatores são as principais motivações para o comportamento oportunista dos gestores, de acordo com as pesquisas acadêmicas e profissionais. Paulo (2007) inclusive menciona que os gestores, sabendo que os preços das ações respondem fortemente às notícias de resultados adversos, poderão evitar a divulgação de prejuízos.

Ainda, sobre a variabilidade dos resultados ou *income smoothing*, Martinez (2001) destaca que o propósito do gerenciamento de resultados nesse sentido é o de manter os resultados em determinado patamar e evitar a excessiva flutuação. O autor ainda indica que se justifica a redução da variabilidade dos lucros pelo fato de se oferecer aos investidores uma visão mais estável dos fluxos de resultados, reduzindo assim, a percepção desse risco.

Quanto à ocorrência do gerenciamento de resultados devido ao uso da remuneração baseada em desempenho e *stock options*, Healy (1985) destaca que os CEOs podem gerenciar resultados para maximizar seus bônus. Esses achados são corroborados por Guidry, Leone e Rock (1999) que relatam a existência do gerenciamento de resultados por parte dos gestores de unidades que visam a maximização de seus planos de bônus de curto prazo. Holthausen, Larcker e Sloan (1995) também evidenciaram que os executivos de nível sênior gerenciam os resultados contábeis para maximizar sua remuneração.

Com relação às *stock options*, Dechow e Skinner (2000) exemplificam que durante a década de 1990 houve um aumento da importância da remuneração baseada em ações e com isso, os gestores se tornaram mais suscetíveis aos preços das ações de suas empresas e, conseqüentemente, os seus incentivos para manter e melhorar os resultados também aumentou.

Stolowy e Breton (2004) afirmam que um dos objetivos do gerenciamento de resultados diz respeito a atingir níveis esperados de lucros. Ainda, Schrand e Wong (2000) constataram que alterações discricionárias nas provisões são usadas para atenuar a diferença entre os ganhos reportados e as previsões dos analistas.

Outro incentivo para o gerenciamento de resultados é o lançamento de títulos no mercado de capitais. Paulo (2007) destaca que em uma oferta pública inicial de ações (IPO), a administração busca captar o maior volume de recursos, o que cria a possibilidade dos gestores agirem de forma discricionária para aumentar o preço das ações. Friedlan (1994) encontrou evidências de que empresas emitentes de IPO fazem uso dos *accruals* discricionários para aumentar os resultados nas demonstrações contábeis divulgadas antes da oferta.

No que tange ao gerenciamento de resultados cujo motivador é o cumprimento de exigências contratuais de dívidas e renovações contratuais, tem-se como exemplo o estudo de DeFond e Jiambalvo (1994) que aborda as *covenants*, explicando que estes são as cláusulas restritivas escritas em termos de números contábeis e que a violação de tais cláusulas tem um custo, dessa forma, quando os gestores verificam que a empresa está próxima de uma violação de *covenants*, estes optam por práticas contábeis que reduzem a probabilidade de descumprimento contratual.

Quanto ao atendimento de exigências de órgãos reguladores, Paulo (2007) relata que, como em alguns setores empresariais existe a forte presença de fiscalização e monitoramento das atividades, as práticas discricionárias estão

delineadas para atingir certas metas, como por exemplo, a manutenção de certos níveis financeiros associados à manutenção das atividades empresariais.

Com o intuito de reduzir a carga tributária, determinados gestores também se utilizam do gerenciamento de resultados. Inclusive, Phillips, Pincus e Rego (2003) detectaram o gerenciamento de resultados por meio do diferimento de tributos, demonstrando inclusive que as empresas com incentivos de gerenciamento de resultados têm grandes diferenças entre os resultados contábeis e os tributáveis.

Considera-se também como motivadores do gerenciamento de resultados outros incentivos econômicos e/ou financeiros além dos citados, como por exemplo, as escolhas contábeis que podem ser utilizadas para reduzir o resultado no período próximo à mudança da gestão da companhia, beneficiando futuros gestores que podem atribuir maus resultados à gestão anterior e transferir resultados positivos para futuros períodos. (PAULO, 2007). E, ainda, o gerenciamento de resultados também pode ter como fato gerador a busca por outros incentivos que não estejam diretamente ligados aos aspectos econômicos e/ou financeiros, como é o caso, da reputação da firma e dos próprios gestores e até mesmo, no caso de gestores, para permanecerem no cargo, como o estudo de Kuang, Qin e Wielhouwer (2014), envolvendo os *CEOs*.

### **2.2.2 *Accruals* Discricionários e Não Discricionários**

Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e Healy e Wahlen (1999) destacam que a diferença entre o momento em que o dinheiro é efetivamente recebido ou pago e o momento em que a receita ou a despesa é registrada, cria diferenças e tais diferenças em lucros contábeis reportados e em contas de balanço são denominadas *accruals*, tanto não discricionários quanto discricionários.

Corroborando com os autores, Martinez (2008) relata que os *accruals* compreendem as contas de resultados que entraram no cômputo do lucro, mas não implicam necessariamente em movimentação de disponibilidades, ou seja, se refere à diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido (MARTINEZ, 2008). Complementarmente, Dechow e Dichev (2002) relatam que os *accruals* têm como função ajustar o reconhecimento dos fluxos de caixa ao longo do tempo, para que o lucro melhor reflita o desempenho da empresa.

Ainda, dada a necessidade de informações contábeis tempestivas e fidedignas ao desempenho da empresa, o regime de competência (*accruals basis*) atende tal

demanda, pois determina o reconhecimento das receitas e despesas no resultado da entidade independente de suas realizações monetárias.

Entende-se que o registro dos *accruals* tem como objetivo mensurar o lucro econômico da entidade, que representa o efetivo acréscimo patrimonial para a mesma, independentemente de haver ou não a movimentação financeira. Sobre determinados *accruals*, há espaço para o gestor agir com discricionariedade ao optar pelo método de mensuração e reconhecimento mais propício.

Martinez (2013) classifica o gerenciamento de resultados em duas categorias: gerenciamento de resultados por meio *accruals* ou por meio de decisões operacionais. A principal diferença entre essas categorias é o impacto direto no fluxo de caixa operacional da entidade. Geralmente, detecta-se o gerenciamento de resultados por meio de *accruals*.

Beneish (2001) relata que as pesquisas envolvendo o gerenciamento de resultados com base nos *accruals* são mais frequentes por três causas:

- a) *accruals* são o principal produto dos princípios de contabilidade e, se os resultados são gerenciados, é mais provável que o gerenciamento ocorra nos *accruals* do que nos componentes de resultado que tenham influência no fluxo de caixa;
- b) a análise dos *accruals* reduz os problemas associados à incapacidade de medir o efeito de diversas escolhas contábeis no resultado;
- c) se o gerenciamento de resultados é um componente não observado dos *accruals*, é menos provável que os investidores possam detectar os efeitos do gerenciamento nos lucros divulgados.

Os estudos precedentes acerca do gerenciamento de resultados classificam os *accruals* em duas categorias: *accruals* não discricionários/normais (*non-discretionary accruals* ou *normal*) e *accruals* discricionários/anormais (*discretionary accruals* ou *abnormal*). Os *accruals* não discricionários compreendem aqueles que são necessários de acordo com a realidade do negócio, já os *accruals* discricionários são artificiais e tem como objetivo o gerenciamento do resultado contábil.

Chen et al. (2015) reiteram que enquanto os *accruals* não discricionários compreendem as despesas obrigatórias ou ativos que ainda tem de ser realizados, os *accruals* discricionários são aqueles que também afetam os lucros divulgados, mas

cujos executivos tem amplo controle sobre eles. Por exemplo, os gestores podem aumentar a receita de vendas reportada afrouxando os controles sobre as vendas a prazo, ou eles podem atrasar o reconhecimento de perdas com créditos incobráveis por meio do estabelecimento de diferentes níveis de provisões para devedores duvidosos. (CHEN et al., 2015).

De acordo com Almeida e Bezerra (2012), os *accruals* totais podem ser calculados por meio de dados do Balanço Patrimonial ou da Demonstração dos Fluxos de Caixa. No primeiro caso, os *accruals* totais são mensurados pela diferença entre a variação do ativo circulante (líquido da variação das disponibilidades) e a variação do passivo circulante (líquido da variação da parcela da dívida de longo prazo que vence no curto prazo), deduzindo-se, então, as despesas com depreciação e amortização, enquanto que no segundo caso, os *accruals* são obtidos por meio da diferença entre o Lucro Líquido e o Fluxo de Caixa Operacional. (ALMEIDA; BEZERRA, 2012).

Como os *accruals* podem ser discricionários ou não discricionários, a soma entre eles corresponde aos *accruals* totais da empresa. Essa operação é representada na Definição 1, descrita por McNichols e Wilson (1988):

$$TA_t = NDA_t + DA_t \quad (\text{Definição 1})$$

Onde:

$TA_t$  = *accruals* totais da empresa no período  $t$ ;

$NDA_t$  = *accruals* não discricionários da empresa no período  $t$ ; e

$DA_t$  = *accruals* discricionários da empresa no período  $t$ ;

Para calcular os *accruals* totais, os autores geralmente se utilizam da Definição 2, com base nas contas de balanço patrimonial, de acordo com Healy (1985) e Jones (1991):

$$TA_t = \frac{(\Delta AC_t - \Delta Disp_t) - (\Delta PC_t - \Delta Div_t) - Depr_t}{A_{t-1}} \quad (\text{Definição 2})$$

Onde:

$TA_{it}$  = total dos *accruals* da empresa no período  $t$ ;

$A_{t-1}$  = total de ativos da empresa  $i$  no período  $t-1$ ;

$\Delta AC_t$  = variação do ativo circulante da empresa no período  $t-1$  para o período  $t$ ;

$\Delta Disp_t$  = variação das disponibilidades da empresa no período  $t-1$  para o período  $t$ ;  
 $\Delta PC_t$  = variação do passivo circulante da empresa no período  $t-1$  para o período  $t$ ;  
 $\Delta Div_t$  = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no período  $t-1$  para o período  $t$ ;

A medida apresentada na Definição 2 calcula os *accruals* totais por meio da variação da diferença entre o ativo circulante operacional e o passivo circulante operacional, sendo deduzidas ainda as despesas com depreciação e amortização. Esta medida pressupõe que as mudanças do capital circulante estejam articuladas com os componentes de *accruals* de receitas e despesas. (PAULO, 2007).

Dechow *et al.* (2012) relatam que as técnicas mais comuns para mensurar o gerenciamento de resultados consistem na tentativa de isolar a parte discricionária dos *accruals* componentes do lucro, desta forma, vários modelos se utilizam de variações em itens específicos do balanço patrimonial.

### 2.2.3 Modelos de Detecção de Gerenciamento de Resultados

Entre os modelos mais presentes na literatura estão aqueles que mensuram *accruals* discricionários com base nas contas do Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultados. Em geral, os modelos buscam separar o componente não discricionário (resultante das operações normais dos negócios) do componente discricionário (resultante das escolhas discricionárias dos gestores). Entre os modelos que estimam os *accruals*, pode-se citar como principais (MARTINEZ, 2001):

- a) modelo de Healy (1985);
- b) modelo de DeAngelo (1986);
- c) modelo de Jones (1991);
- d) modelo de Jones Modificado (1995); e
- e) modelo KS, de Kang e Sivaramakrishnan (1995).

Ressalta-se que os dois primeiros modelos citados medem apenas os *accruals* totais, enquanto que os demais utilizam como *proxy* do gerenciamento de resultados os *accruals* discricionários. Desta forma, estes modelos são mais limitados, pois Dechow, Sloan e Sweeney (1995) afirmam que o Modelo de DeAngelo (1986)

apresenta o mesmo problema do Modelo de Healy (1985) ou seja, não identificam a parte discricionária dos *accruals*.

Já o modelo de Jones (1991), de Jones Modificado (1995) e KS (1995) propõem uma forma de mensurar os *accruals* que permite a separação efetiva dos componentes discricionários dos não discricionários. Almeida *et al.* (2009) complementam que o modelo KS (1995) estima os *accruals* definidos por Kang e Sivaramakrishna (1995) como *accrual balance*, por outra metodologia, focando-se no percentual, em vez da variação, do ativo e passivo circulante.

No Brasil, o Modelo de Jones Modificado (1995) e o Modelo KS (1995) são os mais populares para detectar o gerenciamento por *accruals*, não sendo possível identificar predomínio de um sobre o outro, e alguns trabalhos inclusive aplicam as duas metodologias. (MARTINEZ, 2013). Para Almeida *et al.* (2009), entre os diversos modelos existentes na literatura, o mais utilizado é o de Jones (1991) pela praticidade em organizar as variáveis.

Dado que o modelo KS (1995) exige uma maior quantidade de contas patrimoniais que resulta na diminuição do número de empresas, ao contrário do modelo de Jones (1991) que requer relativamente menos variáveis, isso pode explicar a popularidade do modelo de Jones (1991) em estudos sobre gerenciamento de resultados, conforme destacam Almeida *et al.* (2009). Neste estudo, são explorados mais detalhadamente os dois modelos selecionados para a análise: o modelo de Jones (1991) e o modelo de Jones Modificado (1995).

### 2.2.3.1 Modelo de Jones (1991)

Jones (1991), diferentemente de Healy (1985) e DeAngelo (1986) pressupõe que os *accruals* não discricionários não são constantes ao longo do tempo, por isso o autor tem como objetivo controlar as mudanças no ambiente econômico sobre os *accruals* não discricionários. Assim, o modelo de Jones (1991) incorpora variáveis de controle, como a variação da receita e imobilizado.

Por meio de seu modelo, Jones (1991) separa a parte não discricionária e explica que os *accruals* discricionários são identificados pelo próprio resíduo da regressão ( $\varepsilon_i$ ). Paulo (2007) complementa que, quando Jones (1991) considera o ativo imobilizado como variável exploratória, o modelo passa a controlar o tamanho da firma, além disso, considera que todos os *accruals*, excetuando aqueles

relacionados à provisão de imposto de renda, devem ser considerados no modelo de detecção do gerenciamento de resultados.

Martinez (2001) destaca que o modelo de Jones (1991) produziu grande impacto na literatura acadêmica contábil, criando uma ferramenta mais robusta para identificar o valor dos *accruals* discricionários. Entre os estudos que se utilizam do modelo de Jones (1991) estão: os incentivos do *CEO* e o gerenciamento de resultados (BERGSTRESSER; PHILIPPON, 2006); escolhas discricionárias e a remuneração do *CEO* (BALSAM, 1998); comitê de auditoria, características da diretoria e o gerenciamento de resultados (KLEIN, 2002), a qualidade da auditoria e o gerenciamento de resultados (CUPERTINO; MARTINEZ, 2008), entre outros.

Porém, Dechow, Sloan e Sweeney (1995) levantam que há uma assunção implícita no modelo de Jones (1991) de que as receitas são não discricionárias e, que, conseqüentemente, se os resultados são gerenciados por meio de receitas discricionárias, o modelo não está considerando tal parte de resultados gerenciados. Os autores exemplificam a possibilidade da ocorrência da discricionariedade da receita, quando um gerente, no final do ano, constata que o dinheiro oriundo de determinadas vendas ainda não foi recebido e é altamente questionável quando tais receitas foram auferidas. Desta forma, por meio de critérios gerenciais, poderá existir um aumento nas receitas e nas provisões, por meio de um aumento nos recebíveis.

Desta forma, Dechow, Sloan e Sweeney (1995) apontam que o modelo de Jones (1991) ortogonaliza os *accruals* totais no que diz respeito às receitas e, portanto, retira esse componente discricionário dos *accruals*, fazendo com que a estimativa de gerenciamento de resultados se incline para zero.

### 2.2.3.2 Modelo de Jones Modificado (1995)

Dechow, Sloan e Sweeney (1995), procurando eliminar do modelo de Jones (1991) a tendência de mensurar os *accruals* discricionários com erro quando a discricionariedade é exercida sobre as receitas, propuseram o modelo de Jones Modificado (1995).

Ressalta-se que a única modificação com relação ao modelo de Jones é a inclusão dos recebíveis, onde a variação nas receitas é ajustada pela variação de contas a receber no período. Dechow, Sloan e Sweeney (1995) destacam que o modelo de Jones Modificado (1995) assume implicitamente que todas as mudanças

nas vendas a prazo no período estão atreladas ao gerenciamento de resultados. Os autores destacam que tal ideia está baseada no raciocínio de que é mais fácil gerenciar resultados por meio do ato discricionário sobre o reconhecimento de vendas a prazo do que em vendas à vista.

Dechow, Sloan e Sweeney (1995) evidenciaram que o modelo de Jones Modificado (1995) tem o maior poder para detectar o gerenciamento de resultados, quando comparado com os modelos de DeAngelo (1986), Dechow e Sloan (1991), Healy (1985) e Jones (1991).

Xiong (2006) complementa que o modelo de Jones Modificado (1995) controla tanto as transações econômicas quanto as políticas de crédito das entidades. Porém, Paulo (2007) ressalta que mesmo assim, não se pode garantir que todas as condições econômicas são capturadas pelas variáveis explicativas e que o modelo resolve parcialmente a ortogonalidade entre os *accruals* totais e as variações das receitas.

As pesquisas utilizando o Modelo de Jones Modificado (1995) estão relacionadas aos temas que envolvem, por exemplo: a extensão do gerenciamento de resultados em períodos que circundam a mudança do *CEO* (WELLS, 2002), a explicação entre a origem do *CEO* e o gerenciamento de resultados (KUANG; QIN; WIELHOUWER, 2014), os incentivos do *CEO* e o gerenciamento de resultados (BERGSTRESSER; PHILIPPON, 2006); a contabilidade discricionária, *the horizon problem* e remuneração do *CEO* (KALYTA, 2009), a aposentadoria obrigatória do *CEO*, a relação entre adoção do IFRS e o gerenciamento de resultados (CARDOSO; SOUZA; DANTAS, 2015; JOIA; NAKAO, 2014), entre outros estudos.

De forma a entender os fatores relacionados ao gerenciamento de resultados, o subcapítulo 2.3 apresenta os estudos precedentes que relacionam determinadas características dos gestores com esta prática, bem como apresenta a proposição das hipóteses deste estudo.

### 2.3 CARACTERÍSTICAS DOS CEOS E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: ESTUDOS EMPÍRICOS E FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

Healy e Wahlen (1999) afirmam que uma abordagem para investigar a existência de gerenciamento de resultados é identificar os incentivos dos administradores para gerenciar lucros e testar a relação entre os *accruals* discricionários e tais incentivos. Scott (2009) argumenta que os gestores são

racionais, assim como os investidores, e escolherão políticas contábeis de acordo com seu interesse quando for possível. Assim, o gestor somente visará maximizar os lucros da entidade se isso estiver de acordo com seu próprio interesse.

Dado que os conflitos de agência podem configurar um ambiente propício ao ato discricionário por parte dos agentes, nesse caso representados majoritariamente pelos *CEOs*, espera-se que determinadas características do *CEO* podem estar relacionadas ao gerenciamento de resultados.

Considera-se o *CEO* como um dos principais agentes de uma entidade porque este é contratado para administrar a empresa em nome de seus proprietários. Zajac (1990) expõe que geralmente, uma entidade, por meio de seu conselho de administração, pode influenciar a probabilidade do *CEO* de tomar uma decisão ótima sob a ótica da empresa por meio de três principais maneiras:

- a) contratar um *CEO* com características mais suscetíveis de afetar favoravelmente o desempenho da empresa, como, por exemplo optar por um *CEO* promovido internamente ao invés de um *CEO* trazido do mercado;
- b) compensar o *CEO* contratado por meio de incentivos para motivá-lo a agir de forma a maximizar o desempenho da empresa; e
- c) escolher um sucessor para o *CEO* em exercício, podendo tomar essa decisão antes do *CEO* atual deixar a posição, para assegurar o comportamento ideal do *CEO* e maximizar a rentabilidade da empresa.

Entre as maneiras citadas, a remuneração do *CEO* e seus impactos vem ganhando destaque na literatura, inclusive no que tange à sua relação com o gerenciamento de resultados. O estudo de Jensen, Murphy e Wruck (2004) destacou que a remuneração tem um papel importante nas empresas onde há separação entre a propriedade e o controle, principalmente porque não se pode esperar que os agentes, contratados por seu conhecimento e talento gerencial, tomarão decisões da mesma forma que os proprietários teriam feito. Dessa forma, políticas de governança corporativa, incluindo a remuneração do *CEO*, podem atenuar os problemas de agência.

Em estudos precedentes, verificou-se relação positiva da remuneração com o gerenciamento de resultados. Watts e Zimmerman (1978) apontaram que os gestores de empresas cujos bônus estão atrelados aos lucros tem incentivos para divulgar

resultados contábeis que maximizam o valor de tais remunerações. Healy (1985) sugeriu que existe alta incidência de alterações voluntárias nos procedimentos contábeis após a adoção ou a alteração de um plano de bônus. Ainda, os resultados de Bergstresser e Philippon (2006) apresentaram que o uso de *accruals* discricionários para gerenciar resultados contábeis é mais notado em empresas nas quais a remuneração potencial total do *CEO* está mais vinculada ao valor das ações.

Holthausen, Larcker e Sloan (1995) apresentaram um resultado intermediário sobre o efeito da remuneração e o gerenciamento de resultados. Os autores apuraram evidências consistentes de que os gestores gerenciam os lucros para baixo quando seus bônus estão no máximo, da mesma forma que Healy (1985) encontrou. Porém, Holthausen, Larcker e Sloan (1995) não encontraram evidências de que os gestores possam gerenciar os resultados para baixo quando o lucro da empresa está aquém do mínimo necessário para receber algum bônus. Ainda, Gaver, Gaver e Austin (1995) encontraram evidências consistentes com o *Income Smoothing* e inconsistente com a hipótese de maximização do bônus, encontrada por Healy (1985).

Por outro lado, determinados autores argumentam que a remuneração de tais agentes tem uma relação negativa com o gerenciamento de resultados. Por exemplo, Paz e Griffin (2014) evidenciaram que a concessão de opções de ações para o *CEO* tem uma relação positiva com a qualidade dos lucros reportados (menor ocorrência de gerenciamento de resultados). Jo, Kim e Kim (2004) indicaram, por meio de seus resultados, que o peso do lucro contábil na remuneração diminui a tendência de aumento do uso de *accruals* discricionários. Complementarmente, Balsam (1998) evidenciou que a relação entre os *accruals* discricionários e a remuneração do *CEO* varia conforme as circunstâncias da empresa.

A literatura em geral atrela a remuneração do *CEO* com a performance da entidade. Jensen, Murphy e Wruck (2004) afirmaram que a remuneração dos executivos pode ser categorizada em três componentes básicos: medidas de desempenho, metas de desempenho/orçamento e estrutura da relação “*pay-performance*”. Ou seja, o resultado atingido pela entidade impacta na remuneração do *CEO*.

Considerando que os *accruals* obtidos tanto pelo modelo de Jones (1991) quanto pelo modelo de Jones Modificado (1995) são ponderados pelo tamanho da empresa e de forma a verificar o impacto que a remuneração tem sobre o resultado atingido, ou seja, o quanto a primeira está atrelada ao segundo, foi proposta uma

medida de remuneração por desempenho, expressa pela remuneração ponderada pelo resultado líquido da entidade, para então testar sua relação com o gerenciamento de resultados.

Um dos motivadores para o uso desta medida é que a prática do gerenciamento de resultados tem reflexo direto no valor do resultado líquido do exercício que é evidenciado pelas empresas na Demonstração do Resultado. Desta forma, entende-se que a medida de remuneração por desempenho, por representar o quanto do resultado auferido pela empresa é percebido pelo *CEO* a título de remuneração, pode influenciar o nível de gerenciamento de resultados, o que culmina na principal hipótese de pesquisa:

***H1: CEOs com maior medida de remuneração por desempenho apresentam menos incentivos para gerenciar os resultados.***

Com relação a H1, projeta-se a obtenção de uma relação negativa entre a medida de remuneração por desempenho do *CEO* e o gerenciamento de resultados, isso porque a medida proposta já absorve o impacto que o resultado exerce na remuneração e, teoricamente, de acordo com a teoria da agência, *CEOs* bem remunerados tem maior motivação para tomar decisões que maximizem o valor da entidade, tendo em vista que os contratos de remuneração compreendem uma ferramenta de mitigação dos problemas de agência. (JENSEN; MECKLING, 1976).

Além do fator apresentado, estudos em âmbito internacional revelam que existe relação entre a idade do *CEO* e o gerenciamento de resultados. A pesquisa de Gonçalves (2011), revela que existe uma influência positiva da idade no gerenciamento de resultados. De forma complementar, Dechow e Sloan (1991) evidenciaram que quanto maior a idade do *CEO* e mais próximo ele estiver da aposentadoria, pode ocorrer uma espécie de “comportamento míope” por parte desse gestor, que é abordado na *Horizon Problem Theory*, a qual preconiza que o *CEO* é motivado a focar no desempenho do curto prazo, privilegiando os resultados atuais, deixando de investir no desempenho futuro e na criação de valor da empresa.

Por outro lado, Peterson, Rhoads e Vaught (2001) e Vroom e Pahl (1971) apontaram que os indivíduos tendem a ser mais éticos e conservadores com o passar do tempo. Os achados de Hua-Wei, Ena e Chih-Chen (2012) corroboraram com esta ideia, evidenciando que *CEOs* mais velhos tendem a gerenciar menos os resultados.

Cornett, Marcus e Tehranian (2008) encontraram uma relação de que, quanto maior a idade do *CEO*, menor utilização de *accruals* discricionários.

Diante disso, a segunda hipótese elaborada segue a linha das pesquisas de Peterson, Rhoads e Vaught (2001), de Vroom e Pahl (1971) de Hua-Wei, Ena e Chih-Chen (2012) e de Cornett, Marcus e Tehranian (2008):

**H2:** *Quanto maior a idade do CEO, menos propenso ele estará a engajar-se em práticas de gerenciamento de resultados;*

Em H2, espera-se encontrar uma relação negativa entre a idade e o gerenciamento de resultados, pois se acredita que com o passar do tempo, os *CEOs* tendem a se tornar mais conservadores, mais avessos ao risco e, conseqüentemente, menos aderentes às práticas de gerenciamento de resultados.

Além dos aspectos ligados à idade e remuneração, também são encontrados estudos que associam a diversidade de gênero do *Board* à prática do gerenciamento de resultados. Adams e Ferreira (2009) e Campbell e Mínguez-Vera (2008) sugeriram que a performance da empresa está associada à participação do gênero feminino no comitê de gestão. Pesquisas apresentaram que a presença de diretoras no comitê está associada ao monitoramento mais exigente, que em geral, melhora a qualidade dos lucros reportados. (ADAMS; FERREIRA, 2009; SRINIDHI; GUL; TSUI, 2011).

Complementarmente, os resultados de Vähämaa (2014) evidenciaram que as empresas que contrataram um *Chief Financial Officer (CFO)* do gênero feminino após a saída de um *CFO* do gênero masculino tenderam a adotar práticas mais conservadoras de contabilidade. Peni e Vähämaa (2010) também encontraram que *CFOs* do gênero feminino estão associadas a menor uso de *accruals* discricionários, porém, com relação às *CEOs*, as autoras não encontraram relação entre o gênero e o gerenciamento de resultados. A fim de averiguar a relação que ocorre no Brasil, propõem-se a terceira hipótese:

**H3:** *CEOs do gênero masculino fazem maior uso dos accruals discricionários e conseqüentemente, gerenciam mais os resultados quando comparadas com CEOs do gênero feminino.*

Por meio de H3, espera-se demonstrar que *CEOs* do gênero masculino fazem maior uso de *accruals* discricionários e, assim, gerenciam mais os resultados, devido ao fato de serem menos exigentes, quando comparados com o gênero feminino.

Outro fato de destaque é a experiência anterior do *CEO*. Considerando a experiência como a capacidade do indivíduo de usar a sua existência passada na tomada de decisão (KUTZ, 2008), a experiência de um *CEO* tem papel e impacto importantes nas escolhas estratégicas de uma empresa (HENDERSON; MILLER; HAMBRICK, 2006). Ainda, a teoria do alto escalão (HAMBRICK; MASON, 1984) cita que a experiência prévia de um executivo influencia seu pensamento estratégico.

De forma complementar, acredita-se que a soma entre a pressão por resultados, a necessidade de manutenção de sua reputação e a expectativa do *CEO* de permanecer no cargo, pode afetar positivamente o gerenciamento de resultados, conforme apresentado na quarta hipótese:

***H4: CEOs com atuação anterior no cargo gerenciam mais os resultados;***

Em H4, espera-se encontrar relação positiva entre a atuação anterior como *CEO* e o gerenciamento de resultados, pois acredita-se que tais *CEOs* despertam maiores expectativas por parte dos contratantes e tendem a se empenhar em permanecer no cargo e manter sua reputação.

No que tange à profissão, Jiang, Zhu e Huang (2013) relataram que os *CEOs* com experiência financeira fornecem informações mais precisas acerca dos resultados e, conseqüentemente, demonstrações contábeis com maior qualidade. Também Habbash et al. (2014) indicaram que um maior número de conselheiros independentes e supervisores com *expertise* financeira e contábil fornecem um pequeno auxílio para restringir o gerenciamento de resultados. Dessa forma, propõe-se a quinta hipótese:

***H5: CEOs cuja profissão está relacionada à área de Finanças (Economia, Contabilidade ou Administração) fazem menos uso do gerenciamento de resultados;***

Quanto à H5, espera-se uma relação negativa entre tal característica do *CEO* e a prática do gerenciamento de resultados sob a ótica de que a maior experiência financeira embasa informações mais precisas sobre os resultados, permitindo inferir

que quanto mais conhecedor da área financeira, menos uso de *accruals* discricionários o *CEO* fará.

Ainda, presume-se que o nível de escolaridade do *CEO* possa influenciar no gerenciamento de resultados. De forma análoga ao nível de experiência, conforme o estudo de Jiang, Zhu e Huang (2013), espera-se que o fato de o *CEO* ter, pelo menos, graduação, afeta negativamente o gerenciamento de resultados, conforme proposto na sexta hipótese de pesquisa:

***H6: CEOs com, pelo menos, graduação, gerenciam menos os resultados;***

Acredita-se também que quanto maior o nível de escolaridade, menor será a prática do gerenciamento de resultados. De forma complementar à sexta hipótese, conjectura-se que aqueles *CEO* que possuem algum nível de pós-graduação, também estarão menos relacionados ao gerenciamento de resultados, conforme prevê a sétima hipótese:

***H7: CEOs com algum nível de pós-graduação gerenciam menos os resultados;***

Dessa forma, quanto à H6 e H7, espera-se uma relação negativa entre o nível de escolaridade do *CEO* e a prática do gerenciamento de resultados, posto que o maior o nível de escolaridade revela maior *expertise*, podendo fazer com que o *CEO*, buscando gerar informações mais precisas, se utilize menos dos *accruals* discricionários.

Pode-se considerar ainda que o acúmulo de cargos ou funções pelo *CEO* pode resultar em maior gerenciamento de resultados, pois o fato de o *CEO* ter, muitas vezes, seus interesses representados em mais de uma posição na empresa, ocupando por exemplo, o Conselho de Administração da mesma, acaba por gerar uma estrutura unitária de liderança. Tal cenário é bastante presente no Brasil, pois conforme Silveira (2002) em cerca de 40% das companhias abertas brasileiras os cargos de *CEO* e de presidente do Conselho de Administração são ocupados pela mesma pessoa.

Dechow, Sloan e Sweeney (1996) evidenciaram que as empresas que gerenciam seus resultados são mais propensas a ter um *CEO* que também atua como presidente do conselho. Klein (2002) constatou em sua pesquisa que quando um *CEO*

também atua no comitê de remuneração, há maior gerenciamento de resultados e tal achado sugere que os conselhos estruturados para serem mais independentes do CEO podem ser mais eficazes no acompanhamento dos processos contábeis corporativos.

Klein (2002) complementou que esse resultado pode ser interpretado de duas formas: a) o *Board* que permite a participação do CEO no comitê de remuneração é íntimo do mesmo; b) um CEO que participa no comitê de remuneração da empresa tem motivação de gerenciar resultados para maximizar sua remuneração. A pesquisa de Klein (2002) também encontrou relação positiva entre o gerenciamento de resultados e CEOs também acionistas, corroborando com as pesquisas de Aboody e Kasznik's (2000) e Yermack (1997), demonstrando que CEOs podem gerenciar os resultados para aumentar seus retornos de ações de curto prazo. Gonçalves (2011) também constatou que há influência positiva da dualidade de papéis do CEO no gerenciamento de resultados. De forma análoga aos estudos apresentados, formula-se a oitava hipótese:

***H8: A dualidade de papéis do CEO aumenta o gerenciamento de resultados;***

Por meio de H8, tem-se como expectativa atestar que o acúmulo de funções e/ou cargos pelo CEO tem relação positiva com o gerenciamento de resultados, demonstrando que quanto mais funções acumuladas, maior a propensão para o gerenciamento de resultados.

No que tange à origem do CEO, Fama e Jensen (1983) afirmaram que os diretores contratados de fora tendem a acompanhar a gestão de forma mais eficaz do que diretores internos, dado que os primeiros têm maiores incentivos para manter sua reputação. Inclusive, os resultados encontrados por Kuang, Qin e Wielhouwer (2014) revelaram ligação entre a origem do CEO com a *Horizon Problem Theory*, demonstrando que CEOs recrutados externamente à empresa tem um forte incentivo para demonstrar suas habilidades logo que seus mandatos iniciam, pois se considera que eles têm baixa expectativa de sobrevivência no cargo, o que os impulsiona a fazer maior uso de *accruals* para aumentar os lucros nos anos iniciais dos mandatos.

Assim, pode-se fazer uma comparação da origem do CEO com a forma de contratação deste, sob a ótica da eleição do mesmo ter se dado por indicação do controlador da empresa ou não. Acredita-se que, quando o CEO é contratado pelo

controlador, ele não tenha a pressão por criar uma reputação, dado que sua contratação é um indício de que o mesmo já tem a confiança do controlador. Outro fator que merece atenção é que pode haver maior redução dos conflitos de interesse entre o controlador e o *CEO* por ele escolhido, o que leva à formulação da nona hipótese:

**H9:** *CEOs eleitos pelo controlador gerenciam menos os resultados;*

Por meio de H9, espera-se encontrar relação negativa entre o gerenciamento de resultados e a eleição do *CEO* pelo controlador. Ou seja, considera-se que os *CEOs* eleitos pelo controlador estão menos sujeitos à *Horizon Problem Theory*, pois a seleção pelo controlador demonstra a confiança em suas habilidades e presume a permanência do *CEO*, além de que tal escolha pode reduzir os conflitos de interesse entre agente e principal.

O Quadro 1 sintetiza as hipóteses propostas, bem como a sua relação esperada com o gerenciamento de resultados:

Quadro 1 – Síntese das Hipóteses de Pesquisa

Hipótese	Relação
H1: <i>CEOs</i> com maior medida de remuneração por desempenho apresentam menos incentivos para gerenciar os resultados	Negativa
H2: Quanto maior a idade do <i>CEO</i> , menos propenso ele estará a engajar-se em práticas gerenciamento de resultados	Negativa
H3: <i>CEOs</i> do gênero masculino fazem maior uso dos <i>accruals</i> discricionários e conseqüentemente, gerenciam mais os resultados quando comparadas com <i>CEOs</i> do gênero feminino.	Positiva
H4: <i>CEOs</i> com atuação anterior no cargo gerenciam mais os resultados	Positiva
H5: <i>CEOs</i> cuja profissão está relacionada à área de Finanças (Economia, Contabilidade ou Administração) fazem menos uso do gerenciamento de resultados	Negativa
H6: <i>CEOs</i> com, pelo menos, graduação, gerenciam menos os resultados	Negativa
H7: <i>CEOs</i> com algum nível de pós-graduação gerenciam menos os resultados	Negativa
H8: A dualidade de papéis do <i>CEO</i> aumenta o gerenciamento de resultados	Positiva
H9: <i>CEOs</i> eleitos pelo controlador gerenciam menos os resultados	Negativa

Fonte: Elaborada pela autora (2016).

Diante do Quadro 1, verifica-se que é esperada uma relação negativa entre a maioria das características do *CEO* com o gerenciamento de resultados (medida de remuneração por desempenho, idade, profissão da área de Finanças, maior nível de escolaridade e eleição pelo controlador). Por outro lado, projeta-se que determinadas características dessa agente, como ser do gênero masculino, ter experiência anterior no cargo e exercer mais de uma função na empresa, possam aumentar a sua propensão ao gerenciamento de resultados.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo objetiva caracterizar a presente pesquisa, bem como apresentar a população e amostra objeto de estudo, descrever como ocorreu a coleta, o tratamento e a análise dos dados, além de mencionar as limitações do método.

#### 3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Com relação à classificação da pesquisa, a mesma é de natureza aplicada, pois se destina a gerar conhecimento acerca da relação entre determinadas características do *CEO* com o gerenciamento de resultados, provendo maiores informações aos usuários das informações contábeis. Quanto aos objetivos, a pesquisa é classificada como explicativa, pois busca identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos.

No que tange à abordagem do problema, a pesquisa se enquadra como quantitativa. Conforme Richardson (1999), tal abordagem se caracteriza pelo emprego de quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas. Ainda, quanto aos procedimentos técnicos, esse estudo é classificado como documental.

#### 3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população do estudo compreende 389 empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Tal listagem foi obtida por meio da Economatica® em 13/01/2016 e é composta das empresas classificadas como ativas na referida data. O período da análise compreende os anos de 2010 a 2015.

Da referida população, foram excluídas as empresas do setor financeiro, pois os seus processos de mensuração de *accruals* se diferenciam substancialmente das demais companhias e, conseqüentemente, os modelos utilizados não conseguiriam capturar adequadamente tais *accruals*. (PEASNELL; POPE; YOUNG, 2000). Outro fato que contribui com a exclusão dessas empresas é o seu elevado grau de alavancagem financeira. O mesmo se aplica às empresas classificadas como *holdings*, pois tais empresas não apresentam, por exemplo, receitas de vendas ou

serviços, somente os resultados de seus investimentos, o que distorceria os modelos de detecção do gerenciamento de resultados.

Ainda, da população inicial, foram desconsideradas as empresas que não apresentaram os dados necessários para a consecução deste estudo, principalmente em relação às características do *CEO*, especificamente quanto à remuneração destes. Tal dado não foi divulgado por um número expressivo de empresas nos seus respectivos FR. A falta de tal informação decorre da liminar concedida pelo Exmo. Min. Castro Meira, do Superior Tribunal de Justiça, nos autos da Medida Cautelar nº 17.350/RJ (2010/0168534-8), que suspendeu a eficácia do item 13.11 para os associados do Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF), no qual diversos gestores das empresas componentes da população deste estudo são associados.

Além disso, algumas empresas que não apresentaram determinados dados necessários para o cálculo dos *accruals* também foram desconsideradas da análise, resultando assim em uma amostra de 162 empresas, conforme apresentado na Tabela 1:

Tabela 1 - Composição Amostral de Empresas

População (empresas ativas na Economatica® em 13/01/2016)	389
(-) Setor de Finanças, Seguros e Fundos	(80)
(-) <i>Holdings</i> (Participações)	(71)
(-) Empresas sem informações completas	(76)
Amostra	162

Fonte: Elaborada pela autora (2016).

Considerando que algumas empresas abriram capital e, conseqüentemente, passaram a estar listadas na BM&FBovespa no decorrer do período analisado, o número de observações analisadas é diferente entre os anos, assim, as 162 empresas geraram 880 observações.

As 162 empresas que compuseram a amostra desta pesquisa pertencem a setores de mercado distintos, o que deve ser considerado quando da interpretação dos resultados. A Tabela 2 indica a distribuição das empresas:

Tabela 2 - Setores de Mercado Analisados

<b>Setor Econômico</b>	<b>Participação</b>
Consumo Cíclico	24%
Utilidade Pública	16%
Construção e Transporte	15%
Bens Industriais	15%
Consumo não-cíclico	14%
Materiais Básicos	10%
Tecnologia da Informação	4,0%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1,0%

Fonte: Elaborada pela autora (2016).

Conforme pode ser observado na Tabela 2, grande parte das empresas analisadas possuem como classificação setorial o consumo cíclico (24%), sendo este composto por empresas que tem como subsetor o comércio de automóveis e motocicletas, as atividades ligadas produção e comércio de tecidos, vestuário, calçados e utilidades domésticas, entre outros. Também há uma notável participação das empresas de utilidade pública, que correspondem a 16% da amostra analisada, sendo estas de água e saneamento, energia elétrica e gás.

Tais empresas também puderam ser avaliadas sob a ótica da espécie de seu controle acionário, sendo classificadas como privadas, públicas ou estatais, de acordo com a Tabela 3:

Tabela 3 - Espécie de Controle Acionário das Empresas analisadas

<b>Espécie Controle Acionário</b>	<b>%</b>
Estatal	8%
Estrangeiro	2%
Privado	90%
Total	100%

Fonte: Elaborada pela autora (2016).

Por meio da Tabela 3, identifica-se que 90% das empresas analisadas são privadas, sendo que as estatais compreendem 8% da amostra e as estrangeiras apenas 2%.

### 3.3 COLETA DE DADOS

Para a consecução dos objetivos desta pesquisa (geral e específicos), os dados foram coletados em duas fases. Foram identificadas as empresas que seriam objeto deste estudo pelo sistema Economatica® e coletadas das demonstrações contábeis os dados necessários para o cálculo dos *accruals* discricionários tanto pelo modelo de Jones (1991) quanto pelo modelo de Jones Modificado (1995), bem como para a composição das variáveis de controle:

- a) ativo total;
- b) ativo circulante;
- c) disponibilidades;
- d) contas a receber;
- e) imobilizado;
- f) intangível;
- g) depreciação e amortização;
- h) passivo circulante;
- i) empréstimos e financiamentos de curto prazo;
- j) passivo não circulante;
- k) patrimônio líquido;
- l) receita líquida;
- m) lucro bruto; e
- n) resultado líquido.

Tais dados foram coletados com os valores da data do encerramento do exercício social de cada empresa analisada, ou seja, dia 31 de dezembro de cada ano analisado, pois todas as empresas pertencentes a essa amostra têm como data de encerramento do exercício social o dia 31 de dezembro. Ressalta-se que, como os modelos fazem uso da variação das contas mencionadas entre o período  $t-1$  para o período  $t$ , os dados financeiros também foram coletados para o ano de 2009, além dos anos de 2010 a 2015.

Determinadas variáveis de controle, que não são expressas numericamente, foram obtidas por outros meios que não o sistema Economatica®. Tais variáveis compreendem o tempo que a empresa está listada em bolsa e o tamanho da firma de

auditoria que a atende. Para a obtenção do tempo de listagem, foi acessado o Formulário Cadastral de cada empresa, disponível no sítio da BM&FBovespa e foi coletada a data de registro na CVM de todas as empresas. Visando obter o tamanho da firma de auditoria, foram acessadas as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), também disponíveis no sítio da BM&FBovespa e selecionado o item Pareceres e Declarações para visualizar o Relatório de Auditoria Independente e identificar a firma prestadora dos serviços de auditoria.

Ainda, quanto à classificação setorial e à espécie de controle acionário, as informações pertinentes a essas questões também foram obtidas por meio da BM&FBovespa. Para a classificação setorial, foi utilizado o setor ao qual a empresa pertence e que está disponível no item Dados da Companhia. Já a espécie de controle acionário foi obtida por meio do Formulário Cadastral de cada empresa, no item Tipo de Registro.

Posteriormente, esta listagem de empresas foi complementada com as características do *CEO* obtidas por meio do FR disponibilizado por cada empresa no sítio da BM&FBovespa. As características coletadas foram:

- a) nome do *CEO*;
- b) idade;
- c) experiência anterior como *CEO*;
- d) gênero;
- e) área de formação;
- f) nível de escolaridade;
- g) dualidade de papéis;
- h) forma de eleição; e
- i) remuneração.

Cabe salientar que a informação referente ao gênero de cada *CEO* não está explícita no FR, dessa forma, o gênero foi identificado pelo nome do *CEO* e por eventuais buscas na internet. Quanto às informações sobre nível de escolaridade e atuação anterior como *CEO*, essas foram obtidas por meio do item Experiência profissional. A dualidade de papéis foi coletada por meio da informação “Outros cargos e funções exercidas no emissor”.

Tendo em vista que as variáveis independentes dessa pesquisa foram, substancialmente, retiradas do FR, entende-se que é pertinente apresentar esta peça que tem importante participação no estudo e descrever, mais detalhadamente, como foi identificado o *CEO* de cada empresa, bem como a forma de escolha da versão do FR.

Por meio da Instrução CVM 480/2009, no artigo 21, que trata das informações periódicas, a CVM determinou que o emissor deve enviar, por meio de sistema eletrônico, o FR, cujo conteúdo está apresentado no Anexo 24 da referida Instrução. (CVM, 2009).

A CVM determina que a entrega do FR deve ser realizada anualmente, em até cinco meses contados da data do encerramento do exercício social ou quando houver determinadas alterações, em até sete dias úteis contados da ocorrência do fato. (CVM, 2009).

Cabe salientar que a inclusão do FR no arcabouço das informações periódicas prestadas pelas companhias de capital aberto à sociedade, compreende um avanço no nível de transparência das entidades, tendo em vista que a maior evidenciação contribui para a melhor tomada de decisões por parte do usuário da informação. Os itens que devem constar no FR estão indicados na Tabela 4:

Tabela 4 - Itens Componentes do Formulário de Referência

<b>Item</b>	<b>Conteúdo</b>
1	Identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário
2	Auditores
3	Informações financeiras selecionadas
4	Fatores de risco
5	Riscos de mercado
6	Histórico do emissor
7	Atividades do emissor
8	Grupo Econômico
9	Ativos Relevantes
10	Comentários dos diretores
11	Projeções
12	Assembleia geral e administração
13	Remuneração dos administradores
14	Recursos humanos
15	Controle
16	Transações com partes relacionadas
17	Capital social
18	Valores mobiliários
19	Planos de recompra e valores mobiliários em tesouraria
20	Política de negociação de valores mobiliários
21	Política de divulgação de informações
22	Negócios extraordinários

Fonte: Elaborada pela autora, com base na Instrução CVM (2009).

E, dentre estes dados, neste estudo fez-se uso dos itens 12 e 13 para a obtenção das informações acerca das características do CEO de cada empresa. O item 12 é composto pela descrição de toda a estrutura administrativa do emissor, sua composição e identificação. E, entre os subitens deste campo, existe o 12.6, originalmente composto de acordo com a Tabela 5:

Tabela 5 - Itens Componentes do Item 12.6 do Formulário de Referência

Item	Conteúdo
12.6	Em relação a cada um dos administradores e membros do conselho fiscal do emissor, indicar, em forma de tabela:
a.	Nome
b.	Idade
c.	profissão
d.	CPF ou número do passaporte
e.	cargo eletivo ocupado
f.	data da eleição
g.	data da posse
h.	prazo do mandato
i.	outros cargos ou funções exercidas no emissor
j.	indicação se foi eleito pelo controlador ou não

Fonte: Elaborada pela autora, com base na Instrução CVM (2009).

Ainda, a Instrução CVM 480/2009 previu um campo que fornecesse o currículo e eventuais condenações para cada integrante que conste no item 12.6, conforme representado na Tabela 6:

Tabela 6 - Itens Componentes do Item 12.8 do Formulário de Referência

Item	Conteúdo
12.8	Em relação a cada um dos administradores e membros do conselho fiscal, fornecer:
a.	currículo, contendo as seguintes informações: i. principais experiências profissionais durante os últimos 5 anos; ii. indicação de todos os cargos de administração que ocupe ou tenha ocupado em companhias abertas
b.	descrição de qualquer dos seguintes eventos que tenham ocorrido durante os últimos 5 anos: i. qualquer condenação criminal, ii. qualquer condenação em processo administrativo da CVM e as penas aplicadas; iii. qualquer condenação transitada em julgado, na esfera judicial ou administrativa, que o tenha suspenso ou inabilitado para a prática de uma atividade profissional ou comercial qualquer

Fonte: Elaborada pela autora, com base na Instrução CVM (2009).

Desta forma, o campo que foi divulgado pelas empresas no período da coleta dos dados deste estudo se denomina 12.6/8, pois consolida as informações dos subitens 12.6 e 12.8 para cada administrador e para cada membro do conselho fiscal.

Para identificar o *CEO* entre as pessoas que compõem a administração, foi considerada a premissa de que o *CEO* equivale ao cargo de diretor presidente. Tendo isso em vista, foi observado, no campo 12.6/8 o “cargo eletivo ocupado” e selecionado aquele que continha a informação “Diretor Presidente” e deste foram coletadas as características. Destaca-se que a maioria das empresas apresenta várias versões do FR, desta forma, nesta pesquisa foi considerado o FR, cujo mandato do diretor presidente compreendia a data do encerramento do exercício social da empresa analisada (dia 31 de dezembro de cada ano de análise).

Cabe destacar que em 09 de outubro de 2014, foi editada a instrução CVM 552/2014 que alterou determinados pontos da instrução CVM 480/2009 e especificamente, nos campos utilizados para esta pesquisa, ampliou informações acerca do *CEO*, como: data de nascimento, número de mandatos consecutivos e o percentual de participação nas reuniões realizadas pelo respectivo órgão no mesmo período, que tenham ocorrido após a posse no cargo. (CVM, 2014). Ressalta-se que nesta nova versão do FR, os itens 12.5 e 12.6 substituem o 12.6/8.

Porém, conforme exposto no Ofício emitido em 2016, a instrução CVM 552/2014 entrou em vigor a partir de 01/01/2016. Desta forma, os dados adicionais requeridos pela instrução indicada não puderam ser aproveitados neste estudo tendo em vista que este compreendeu até o ano de 2015. (CVM, 2016).

No que tange à remuneração de cada *CEO*, esta foi obtida por meio do item 13.11 do FR, que prevê, conforme a instrução CVM 480/2009, as informações destacadas na Tabela 7:

Tabela 7 - Itens Componentes do Item 13.11 do Formulário de Referência

<b>Item</b>	<b>Conteúdo</b>
13.11	Em forma de tabela, indicar, para os 3 últimos exercícios sociais, em relação ao conselho de administração, à diretoria estatutária e ao conselho fiscal
a.	órgão
b.	número de membros
c.	valor da maior remuneração individual
d.	valor da menor remuneração individual
e.	valor médio de remuneração individual

Fonte: Elaborada pela autora, com base na Instrução CVM (2009).

Seguindo o raciocínio do estudo de Costa et al. (2016), nesta pesquisa considerou-se como a remuneração do *CEO* a maior remuneração individual para o órgão diretoria estatutária.

### 3.4 VARIÁVEIS DA PESQUISA

Nesta seção são apresentadas as variáveis selecionadas para esta pesquisa, bem como a forma como cada uma é expressa, sendo estas classificadas como dependente, independentes e de controle.

#### 3.4.1 Variável Dependente

A variável dependente utilizada neste estudo foi o gerenciamento de resultados:  $GR_{it}$  = gerenciamento de resultados da empresa  $i$  no período  $t$ . Esta variável foi estimada pelo modelo de Jones (1991) e pelo modelo de Jones Modificado (1995), proposto por Dechow, Sloan e Sweeney, cujos resíduos gerados pela regressão representam os *accruals* discricionários (*proxy* do gerenciamento de resultados).

#### 3.4.2 Variáveis Independentes

Com relação às variáveis independentes que verificaram a relação entre as características do *CEO* e o gerenciamento de resultados, foram utilizadas:

- a)  $MRD_{it}$  = medida de remuneração por desempenho do *CEO* da empresa  $i$  no período  $t$ , expressa pela remuneração ponderada pelo resultado líquido da entidade;
- b)  $Id_{it}$  = idade do *CEO* da empresa  $i$  no período  $t$ , expressa em número de anos;
- c)  $Gn_{it}$  = gênero do *CEO* da empresa  $i$  no período  $t$ , representada por uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o *CEO* é do gênero masculino e 0 caso contrário;
- d)  $Ean_{it}$  = experiência anterior do *CEO* da empresa  $i$  no período  $t$  no cargo, representada por uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o *CEO* já ocupou este cargo em períodos anteriores, seja nesta ou em outra empresa e 0 caso contrário;
- e)  $Fin_{it}$  = formação do *CEO* da empresa  $i$  no período  $t$  ligada à área de Finanças, expressa por uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o

CEO tem formação em Administração, Economia ou Ciências Contábeis e 0 caso contrário;

- f)  $Grad_{it}$  = nível de escolaridade (graduação) do CEO da empresa  $i$  no período  $t$ , representada por uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o CEO possui pelo menos graduação e 0 caso contrário;
- g)  $PGrad_{it}$  = nível de escolaridade (pós-graduação) do CEO da empresa  $i$  no período  $t$ , representada por uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o CEO possui algum nível de pós-graduação e 0 caso contrário;
- h)  $Dual_{it}$  = dualidade de papéis do CEO na empresa  $i$  no período  $t$ , apresentada por meio de variável *dummy*, assumindo o valor 1 caso o CEO também detenha outros cargos na empresa (conselho de administração, diretor de relação com investidores, membro de comitês, entre outros) no ano analisado e 0 caso contrário;
- i)  $Elei_{it}$  = forma de eleição do CEO da empresa  $i$  no período  $t$ , expressa por uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se o CEO foi eleito pelo controlador da empresa e 0 caso contrário.

### 3.4.3 Variáveis de Controle

Considerando as influências conhecidas que afetam a variável de resposta, foram incluídas no modelo as variáveis independentes de controle, selecionadas majoritariamente com base em estudos precedentes:

- a)  $Age_{it}$  = tempo de capital aberto da empresa  $i$  no período  $t$ , expressa em número de anos;
- b)  $Size_{it}$  = tamanho da empresa  $i$  no período  $t$ , apresentada pelo logaritmo do ativo total;
- c)  $Grow_{it}$  = crescimento da empresa  $i$  entre o período  $t-1$  e  $t$ , mensurada pela variação da receita líquida de vendas
- d)  $Loss_{it}$  = prejuízo da empresa  $i$  no período  $t$ , representada por uma variável *dummy*, que assume o valor 1 caso a empresa analisada tenha apresentado prejuízo e 0 caso contrário;

- e)  $Big4_{it}$  = tamanho da firma de auditoria que prestou serviços para a empresa  $i$  no período  $t$ , expressa por meio de uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a auditoria foi realizada por uma *Big Four* e 0 caso contrário;
- f)  $End_{it}$  = endividamento da empresa  $i$  no período  $t$ , mensurado pela razão entre o valor do patrimônio líquido e o ativo total;
- g)  $ROA_{it}$  = retorno sobre o ativo da empresa  $i$  no período  $t$ , mensurada pela razão entre a o resultado líquido no período  $t$  e o ativo total no período  $t-1$ ,
- h)  $MB_{it}$  = margem bruta da empresa  $i$  no período  $t$ , expressa pela razão entre o lucro bruto e a receita líquida de vendas;
- i)  $Set_{it}$  = setor econômico da empresa  $i$  no período  $t$ , representada por variáveis *dummies*; e
- j)  $ECA_{it}$  = espécie de controle acionário da empresa  $i$  no período  $t$ , também expressa por variáveis *dummies*.

- **Idade da empresa (*Age*)**

Em estudos precedentes se observa a relação entre a idade da empresa observada e o gerenciamento de resultados. Nagata e Hachiya (2006) relataram que companhias com maior tempo de operação são mais propensas a ter um modelo de negócios sólido e conseqüentemente, um menor nível de assimetria informacional, o que reduziria o gerenciamento de resultados.

Nesta mesma linha de raciocínio, Gu, Lee e Rosett (2005) evidenciaram por meio do Modelo de Jones (1991) que empresas maduras tem menor variabilidade nos *accruals* devido ao seu estado mais sólido de desempenho financeiro e operacional. Chen, Lin e Lin (2008), ao testar os *accruals* discricionários por meio do Modelo de Jones Modificado (1995) com a idade da empresa encontraram uma relação negativa e estatisticamente significativa. Corroborando com os autores, Shust (2015), também ao aplicar o Modelo de Jones Modificado (1995), evidenciou que quanto maior a idade da empresa, o uso dos *accruals* discricionários é menor, ou seja, a maturidade da empresa diminui o gerenciamento de resultados.

Tendo em vista a possível relação entre a idade da firma e o gerenciamento de resultados, neste estudo foi incluída a variável idade da empresa (*Age*), representada pelo número de anos de capital aberto, sendo esse resultante da subtração entre cada

ano da observação (2010, 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015) e a data de registro na CVM, sendo que se espera um sinal negativo deste coeficiente.

- **Tamanho da empresa (*Size*)**

Estudos também tem demonstrado que o tamanho da empresa pode estar relacionado com o nível de gerenciamento de resultados, inclusive pelo fato de que o tamanho das empresas pode se refletir em maior ou menor complexidade das demonstrações contábeis, o que pode incentivar o gerenciamento de resultados, como destacaram Souza et al. (2013), sendo que o tamanho da empresa também pode influenciar na capacidade da mesma em atrair gestores externos. (HOCHBERG, 2012).

Complementarmente, Watts e Zimmerman (1990) afirmaram que o tamanho da empresa pode afetar as escolhas contábeis e conseqüentemente, influenciar no gerenciamento de resultados. Joia e Nakao (2014), empregando o Modelo de Jones Modificado (1995), encontraram que o tamanho da empresa afeta negativamente os *accruals* discricionários. Da mesma forma, Chen, Lin e Lin (2008), utilizando o mesmo modelo, evidenciaram relação negativa entre o tamanho da empresa e os *accruals* discricionários, porém seus achados não apresentaram significância estatística.

Adicionalmente, Gu, Lee e Rosett (2005), por meio do Modelo de Jones (1991), verificaram que os *accruals* diminuem quando o tamanho das empresas aumenta. Seus resultados foram significativos do ponto de vista estatístico e consistentes com a pesquisa de Watts e Zimmerman (1986), considerando que empresas maiores tem menos volatilidade operacional e menor probabilidade de praticar o gerenciamento de resultados devido ao aumento dos custos políticos.

Kent, Routledge e Stewart (2010) também testaram a relação entre o tamanho da empresa e a qualidade dos *accruals* discricionários, aplicando tanto o Modelo de Dechow e Dichev (2002) quanto o de McNichols (2002), encontrando relação negativa e estatisticamente significativa para ambos. Frente ao exposto, neste estudo, foi incluída a variável *Tam*, representada pelo logaritmo do ativo total da empresa observada, como *proxy* do tamanho da empresa, sendo esperada uma relação negativa com o gerenciamento de resultados.

### - **Crescimento (*Grow*)**

Outro efeito conhecido sobre o gerenciamento de resultados diz respeito ao crescimento das empresas, pois Roychowdhury (2006) explicou que as oportunidades de crescimento compreendem um dos fatores que influencia no gerenciamento das atividades empresariais. Aplicando o Modelo de Jones (1991), Gu, Lee e Rosset (2005) evidenciaram que as empresas com maiores taxas de crescimento, estão mais propensas ao gerenciamento de resultados. Chen, Lin e Lin (2008), utilizando o Modelo de Jones Modificado (1995), encontraram resultados significativos e positivos ao relacionar o crescimento e os *accruals* discricionários. Da mesma forma, Menon e Williams (2004) ao empregar o Modelo de Jones (1991), encontraram coeficiente positivo ao relacionar o crescimento e o gerenciamento de resultados.

Neste estudo, foi inserida a variável *Grow*, mensurada pela variação na receita líquida de vendas entre o período atual e o anterior. A expectativa é de que tal coeficiente apresente sinal positivo ao ser relacionado com os *accruals* discricionários, que são considerados como *proxy* de gerenciamento de resultados.

### - **Prejuízo (*Loss*)**

Determinados estudos também evidenciam a existência de relação entre o prejuízo apresentado pelas empresas e o gerenciamento de resultados, pois as perdas podem conter mais componentes transitórios do que os lucros tendo em vista o conservadorismo contábil (BASU, 1997), sendo que parte desses componentes transitórios são os *accruals*. Desta forma, Martinez (2001) atrelou a isso a ideia do “*Big Bath Accounting*”, onde o resultado é gerenciado no período corrente para aumentar o lucro futuro.

Gu, Lee e Rosset (2005), aplicando o Modelo de Jones (1991), encontraram uma relação negativa e significativa entre o resultado negativo, expresso por meio de uma *dummy*, e os *accruals*, indicando que empresas com prejuízos tem alta variabilidade nos *accruals*. Ainda, Tsipouridou e Spathis (2012) utilizando o Modelo de Jones Modificado (1995), acrescido do fluxo de caixa das operações e do *return on assets*, ou retorno sobre o ativo (ROA), e atribuindo uma *dummy* para o prejuízo, evidenciaram uma relação negativa e significativa deste com os *accruals* discricionários (tanto positivos quanto negativos).

Desta forma, a variável de controle *Loss* foi inserida nesta pesquisa e entende-se que o coeficiente da mesma deve assumir um valor negativo.

- **Tamanho da firma de auditoria (*Big4*)**

Outra influência conhecida sobre o gerenciamento de resultados diz respeito ao tamanho da firma de auditoria que presta os serviços às empresas de capital aberto. Myers, Myers e Omer (2003) encontraram uma relação negativa entre o tamanho da firma de auditoria e os *accruals* discricionários, aplicando o modelo de Jones (1991), indicando que grandes empresas de auditoria tendem a ser mais conservadoras e esse fato tende a limitar os *accruals* extremos nas empresas clientes.

Por outro lado, Baxter e Cotter (2009), também aplicando o modelo de Jones (1991), encontraram relação positiva e significativa entre o tamanho da firma de auditoria e os *accruals* discricionários. Assim, foi incluída nesta pesquisa a variável *Big4* e se espera que a mesma possa apresentar tanto um coeficiente negativo quanto um coeficiente positivo quando relacionada ao gerenciamento de resultados.

- **Endividamento (*End*)**

No que se refere à situação financeira da empresa, estudos precedentes relacionam o seu impacto sobre o gerenciamento de resultados. Lopes, Cerqueira e Brandão (2010) evidenciaram a existência de influência do endividamento sobre a qualidade da informação financeira, utilizando como medida de qualidade os *accruals* discricionários, obtidos por meio do Modelo de Jones Modificado (1995), identificando que as empresas com maiores níveis de endividamento tendem a usar mais *accruals* discricionários.

Corroborando com tal achado, Matinfard e Ojaghi (2013), apontaram para a existência de uma relação positiva e significativa entre o endividamento e os *accruals* discricionários, tendo eles utilizado o Modelo de Jones (1991), indicando que quando há um aumento na alavancagem também há um aumento no comportamento oportunista por parte da gestão da empresa.

Complementarmente, observa-se por meio dos resultados de DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1994) e de Becker et al. (1998) que as empresas com alto endividamento e dificuldades financeiras tendem a apresentar resultados

gerenciados. Corroborando com os autores, Gu, Lee e Rosett (2005) e Joia e Nakao (2014), aplicando, respectivamente os Modelos de Jones (1991) e de Jones Modificado (1995), encontraram resultados positivos e estatisticamente significativos entre o endividamento e os *accruals*.

Isto posto, Dechow, Sloan e Sweeney (1995), complementaram que os modelos para cálculo dos *accruals* discricionários podem sofrer variações para empresas com problemas financeiros. Dessa forma, visando controlar possíveis efeitos da situação financeira das empresas observadas, foi considerada neste estudo a variável *End*, expressa pela divisão entre o passivo total e o ativo total da empresa observada no período em questão. Para este coeficiente, espera-se uma relação positiva com o gerenciamento de resultados.

#### - Retorno sobre o ativo (ROA)

Outra variável que tem efeito conhecido sobre o gerenciamento de resultados diz respeito ao desempenho da empresa. Francis et al. (2005) evidenciaram que a qualidade dos *accruals* tem relação com o retorno sobre o ativo. Também Dechow, Sloan e Sweeney (1995) abordaram sobre uma possível relação existente entre os *accruals* discricionários e o ROA, que é um indicador que demonstra a eficiência dos ativos em gerar resultados.

Kothari, Leone e Wasley (2005) explicaram que a inclusão ROA no modelo controla o efeito do desempenho para o cálculo dos *accruals* discricionários e que isso aumenta a confiabilidade das inferências das pesquisas acerca do gerenciamento de resultados. Akerlof (1970) afirmou que empresas mais rentáveis tendem a reduzir o risco de seleção adversa por meio de maior divulgação das informações.

Gonçalves (2011) encontrou que o ROA tem uma relação negativa e significativa com o gerenciamento de resultados, concluindo que empresas com maior performance tem menos comportamento alisador. Alves (2012) aplicou os Modelos de Jones (1991) e Jones Modificado (1995) e também encontrou relação negativa do ROA com os *accruals* discricionários, porém, seus resultados não foram estatisticamente significativos. Joia e Nakao (2014) aplicaram o Modelo de Jones Modificado (1995) e chegaram ao mesmo resultado de Alves (2012). Também Lakhali et al. (2015) evidenciaram relação negativa entre o ROA e os *accruals* discricionários.

Nesta pesquisa fez-se o uso do *ROA* como variável de controle, sendo este indicador obtido pela divisão do resultado líquido da empresa no período  $t$  pelo ativo no período  $t-1$  e se espera que o coeficiente desta variável tenha sinal negativo. O motivo da utilização do período  $t-1$  no denominador seguiu o raciocínio de Day e Wesley (1988), que destacaram que as medidas de retornos contábeis refletem resultados correntes relacionados a decisões passadas. Esta visão também é corroborada por Fisher (1984), que relatou que o numerador reflete consequências presentes de investimentos e decisões feitas no passado, enquanto o denominador pode conter itens adicionados no passado, bem como outros adicionados recentemente aos ativos da empresa na expectativa de geração de lucros.

- **Margem bruta (*MB*)**

Ainda, seguindo o raciocínio de Akerlof (1970) e predizendo que empresas mais rentáveis tendem a gerenciar menos os seus resultados, inclusive prevendo que a concentração de mercado tem impacto no nível de gerenciamento de resultados, este estudo incluiu como variável de controle a margem bruta (*MB*), mensurada pela divisão entre o lucro bruto e a receita líquida de vendas. Este indicador apresenta quanto a empresa obtém de retorno das vendas, sem considerar os custos, impostos e devoluções. Um dos fatores que motivou a inclusão desta variável foi a possibilidade de refletir a performance da empresa com base na concentração de mercado, pois estudos como o de Marciukaityte e Park (2009) utilizaram o Herfindahl-Hirschman Index (HHI), (quanto maior o HHI, maior a competitividade) e evidenciaram que a concorrência do mercado minimiza os problemas de agência, reduzindo o gerenciamento de resultados e aumentando a o poder de informação dos lucros. Diante disso, estima-se o sinal negativo para o coeficiente da variável *MB*.

- **Setor econômico da empresa (*Set*)**

Cabe destacar ainda, a existência de estudos precedentes que relacionam o setor econômico da empresa ao nível de gerenciamento de resultados. Tal iniciativa advém de sinalizações como as de Porter (1979), que ressaltou a importância de se estudar a “indústria” como um todo para compreender ou pelo menos situar sobre o que ocorre em cada setor.

Ressalta-se que no âmbito do gerenciamento de resultados, considerar os setores aos quais as empresas pertencem tem sido prática comum em diversos estudos, principalmente pelo fato de se acreditar na existência de comportamentos semelhantes entre empresas de um mesmo setor, tanto é que Dechow e Sloan (1991) elaboraram um modelo de detecção do gerenciamento de resultados que considera essa ótica: *the Industry Model*. De acordo com Martinez (2009), por causa das especificidades de cada indústria, torna-se indispensável utilizar os setores nas regressões.

Almeida et al. (2009) identificaram práticas diferenciadas de gerenciamento de resultados entre grupos estratégicos de setores distintos da economia, por meio da aplicação dos modelos de Jones Modificado (1995) e KS (1995). Desta forma, foi acrescentada neste estudo a variável setor econômico da empresa (*Set*), a fim de identificar a existência dessa relação.

#### - **Espécie de controle acionário da empresa (ECA)**

Quanto à espécie de controle acionário, Dewenter e Malatesta (2001) destacaram que se espera diferenças entre as empresas cujo controle acionário é privado daquelas estatais, ressaltando que se espera menor eficiência ou menor lucratividade em empresas cuja propriedade é do governo do que em empresas privadas. Porém, Vickers e Yarrow (1991) ressaltaram que os problemas de agência podem ocorrer tanto nas empresas públicas como nas privadas.

Burgstahler, Hail e Leuz (2006) encontraram que, ao comparar empresas públicas e privadas, as classificadas como privadas apresentaram maiores níveis de gerenciamento de resultados, ressaltando que sistemas legais fortes estão menos relacionados com o gerenciamento de resultados em empresas públicas. Por outro lado, Beatty e Harris (1999), ao analisar os bancos públicos e privados e encontraram que os públicos estão mais associados com o gerenciamento de resultados. Assim, foi acrescentada como variável de controle a espécie de controle acionário, em forma de dummy: (*ECA*).

Dessa forma, o Quadro 2 sintetiza as variáveis incluídas nesse estudo, indicando a sua forma de operacionalização, a qual hipótese de pesquisa a mesma se refere (quando aplicável, caso contrário foi utilizada a sigla “NA”), bem como a relação esperada de cada uma delas com o gerenciamento de resultados:

Quadro 2 - Síntese das Variáveis de Pesquisa

Tipo	Sigla	Variável	Operacionalização	Hipótese	Relação
Dependente	<i>GR</i>	Gerenciamento de resultados	Jones (1991) e Jones Modificado (1995)	NA	NA
Independente	<i>MRD</i>	Medida de remuneração por desempenho	Remuneração/ Resultado Líquido	H1	-
	<i>Id</i>	Idade do CEO	Número de anos	H2	-
	<i>Gn</i>	Gênero do CEO	Variável <i>dummy</i>	H3	+
	<i>Ean</i>	Experiência anterior do CEO	Variável <i>dummy</i>	H4	+
	<i>Fin</i>	Formação do CEO na área de Finanças	Variável <i>dummy</i>	H5	-
	<i>Grad</i>	Nível de escolaridade (graduação) do CEO	Variável <i>dummy</i>	H6	-
	<i>PGrad</i>	Nível de escolaridade (pós-graduação) CEO	Variável <i>dummy</i>	H7	-
	<i>Dual</i>	Dualidade de papéis do CEO	Variável <i>dummy</i>	H8	+
	<i>Elei</i>	Forma de eleição do CEO	Variável <i>dummy</i>	H9	-
Controle	<i>Age</i>	Idade da empresa	Número de anos de capital aberto	NA	-
	<i>Size</i>	Tamanho da empresa	Logaritmo do Ativo Total	NA	-
	<i>Grow</i>	Crescimento	Varição na receita líquida de vendas	NA	+
	<i>Loss</i>	Prejuízo	Variável <i>dummy</i>	NA	+
	<i>Big4</i>	Tamanho da firma de Auditoria	Variável <i>dummy</i>	NA	-
	<i>End</i>	Endividamento	Passivo total/ Ativo total	NA	+
	<i>ROA</i>	Retorno sobre o ativo	Resultado líquido/ Ativo no período t-1	NA	-
	<i>MB</i>	Margem bruta	Lucro bruto/ Receita líquida de vendas	NA	-
	<i>Set</i>	Setor econômico da empresa	Variável <i>dummy</i>	NA	?
	<i>ECA</i>	Espécie de controle acionário da empresa	Variável <i>dummy</i>	NA	?
<i>GC</i>	Governança Corporativa	Variável <i>dummy</i>	NA	-	

Fonte: Elaborada pela autora (2016).

Diante das variáveis de pesquisa apontadas no Quadro 2, o subcapítulo 3.5 descreverá o tratamento e a análise dos resultados, apresentando, inclusive, a regressão proposta para atender ao objetivo geral do estudo.

### 3.5 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção, é apresentada a forma como os dados foram organizados, bem como são abordados os cálculos de correlação e as estatísticas descritivas que envolveram todas as variáveis. Esta seção trata ainda dos modelos de detecção do gerenciamento de resultados utilizados e do modelo proposto neste estudo para detectar a relação entre as características dos *CEOs* e o uso dos *accruals* discricionários.

#### 3.5.1 Tratamento dos Dados e Estatísticas Descritivas

Após a coleta dos dados, os mesmos foram tabulados em planilha eletrônica do Excel, organizados e com o auxílio do *software Stata*, os dados foram submetidos à técnica *winsorize*, na qual se aplicou um limite inferior (1%) e um limite superior (99%), visando reduzir o impacto das observações que apresentaram valores discrepantes.

De posse desta amostra ajustada, foi calculada a correlação entre as variáveis, buscando determinar a força do relacionamento entre duas observações emparelhadas e indicar até que ponto os valores de uma variável estão relacionados com o de outra (STEVENSON, 1981) e assim definir aquelas utilizadas no estudo. O resultado do cálculo de correlação, também operacionalizado por meio do *software Stata*, consta no APÊNDICE A.

Este cálculo indicou a existência de um nível de correlação baixo ou insignificante entre as variáveis escolhidas para o estudo, o que corroborou com o uso em conjunto das mesmas. O cálculo de correlação indicou ainda, como esperado, a existência de uma forte correlação (97,5%) entre os *accruals* discricionários (*DAJ*) do modelo de Jones (1991) com os *accruals* discricionários (*DAJM*) do modelo de Jones Modificado (1995), dado que a única diferença entre eles consiste na inclusão da variável *contas a receber* no segundo modelo.

Também foi calculada a estatística descritiva das variáveis utilizadas, apresentando o número de observações, a média de cada variável, bem como seu desvio-padrão, valor mínimo e máximo. A estatística descritiva também foi calculada para os *accruals* discricionários (*DAJ*) do modelo de Jones (1991) e para os *accruals* discricionários (*DAJM*) do modelo de Jones Modificado (1995), sendo que estes

assumem a variável dependente desta pesquisa. A Tabela 8 consolida os cálculos realizados:

Tabela 8 - Estatística Descritiva das Variáveis de Pesquisa

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
<i>DAJ</i>	880	0,1131365	0,2819379	0,0000109	6,811655
<i>DAJM</i>	880	0,1212834	0,3181147	0,0000622	7,75053
<i>MRD</i>	880	0,0841601	1,148755	-2,977577	29,46667
<i>Id</i>	880	54,74545	10,41172	25	90
<i>Gn</i>	880	0,9670455	0,1786191	0	1
<i>Ean</i>	880	0,8920455	0,3104995	0	1
<i>Fin</i>	880	0,3897727	0,487976	0	1
<i>Grad</i>	880	0,9465909	0,2249757	0	1
<i>PGrad</i>	880	0,4681818	0,4992703	0	1
<i>Dual</i>	880	0,7034091	0,4570143	0	1
<i>Elei</i>	880	0,7784091	0,4155534	0	1
<i>Age</i>	880	23,10114	16,05459	1	78
<i>Size</i>	880	14,08657	1,66694	9,426661	18,06538
<i>Grow</i>	880	0,1961549	1,068569	-0,9956805	22,15152
<i>Loss</i>	880	0,2977273	0,457519	0	1
<i>Big4</i>	880	0,6863636	0,4642343	0	1
<i>End</i>	880	0,6674236	0,4284308	0,0896581	4,058341
<i>ROA</i>	880	0,0266249	0,1667109	-1,344891	2,262176
<i>MB</i>	880	0,3269606	0,2463679	-3,016579	1,168496
<i>Set 1</i>	880	0,1534091	0,3605863	0	1
<i>Set 2</i>	880	0,1602273	0,3670253	0	1
<i>Set 3</i>	880	0,2340909	0,4236701	0	1
<i>Set 4</i>	880	0,1375	0,3445703	0	1
<i>Set 5</i>	880	0,1090909	0,3119305	0	1
<i>Set 6</i>	880	0,0045455	0,0673048	0	1
<i>Set 7</i>	880	0,0306818	0,1725522	0	1
<i>Set 8</i>	880	0,1704545	0,3904523	0	1
<i>ECA 1</i>	880	0,0840909	0,2776819	0	1
<i>ECA 2</i>	880	0,0272727	0,1629696	0	1
<i>ECA 3</i>	880	0,8886364	0,3147608	0	1

Fonte: Elaborada pela autora (2016).

Destaca-se que nesta amostra, os setores da economia foram representados conforme as alíneas:

- a) *Set 1* = bens industriais;
- b) *Set 2* = construção e transporte;

- c) *Set 3* = consumo cíclico;
- d) *Set 4* = consumo não-cíclico;
- e) *Set 5* = materiais básicos;
- f) *Set 6* = petróleo gás e biocombustíveis;
- g) *Set 7* = tecnologia da informação; e
- h) *Set 8* = utilidade pública.

Quanto à espécie de controle acionário, a amostra está representada de acordo com a legenda:

- a) *ECA 1* = estatal;
- b) *ECA 2* = estrangeiro; e
- c) *ECA 3* = privado.

Por meio da estatística descritiva, foi possível identificar o perfil das empresas analisadas, conforme apresentado no subcapítulo 3.2 e ainda, descrever o perfil dos CEOs brasileiros, conforme será apresentado no subcapítulo 4.1. Tais informações, acompanhadas das descrições das demais variáveis, auxiliarão na interpretação dos resultados.

### 3.5.2 Modelos de Detecção do Gerenciamento de Resultados e seus Tratamentos

Conforme apresentado nos subcapítulos 2.2.3.1 e 2.2.3.2, os modelos selecionados para detectar o gerenciamento de resultados foram o de Jones (1991) e de Jones Modificado (1995).

A Definição 3 apresenta o modelo original de Jones (1991), que mensura os *accruals* não discricionários:

$$NDA_{it} = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta R_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \quad (\text{Definição 3})$$

Onde:

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

$A_{it-1}$  = total de ativos da empresa  $i$  no período  $t-1$ ;  
 $\Delta R_{it}$  = variação da receita líquida da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ ; e  
 $PPE_{it}$  = imobilizado e intangível (brutos) da empresa  $i$  no período  $t-1$ ;

Conforme exposto por Jones (1991), as estimativas dos parâmetros específicos  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$  e  $\alpha_3$  são gerados pela Regressão 1:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta R_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_i \quad (\text{Regressão 1})$$

Onde:

$TA_{it}$  = *accruals* totais da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $A_{it-1}$  = total de ativos da empresa  $i$  no período  $t-1$ ;  
 $\Delta R_{it}$  = variação da receita líquida da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ ;  
 $\Delta CR_{it}$  = variação de clientes da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ ;  
 $PPE_{it}$  = imobilizado e intangível (brutos) da empresa  $i$  no período  $t-1$ ; e  
 $\varepsilon_i$  = resíduos da regressão da empresa  $i$ ;

Ainda, este estudo se utiliza do modelo de Jones Modificado (1995), proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995), expresso pela Definição 4:

$$NDA_{it} = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \quad (\text{Definição 4})$$

Onde:

$NDA_{it}$  = *accruals* não discricionários da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $A_{it-1}$  = total de ativos da empresa  $i$  no período  $t-1$ ;  
 $\Delta R_{it}$  = variação da receita líquida da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ ;  
 $\Delta CR_{it}$  = variação de clientes da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ ; e  
 $PPE_{it}$  = imobilizado e intangível (brutos) da empresa  $i$  no período  $t-1$ ;

Da mesma forma que o modelo de Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995) esclarecem que as estimativas dos parâmetros específicos  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$  e  $\alpha_3$  são gerados pela Regressão 2:

$$TA_{it} = \alpha \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_1 \left( \frac{\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_i \quad (\text{Regressão 2})$$

Onde:

$TA_{it}$  = *accruals* totais da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$A_{it-1}$  = total de ativos da empresa  $i$  no período  $t-1$ ;

$\Delta R_{it}$  = variação da receita líquida da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ ;

$\Delta CR_{it}$  = variação de clientes da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ ;

$PPE_{it}$  = imobilizado e intangível (brutos) da empresa  $i$  no período  $t-1$ ; e

$\varepsilon_i$  = resíduos da regressão da empresa  $i$ ;

Assim, a Regressão 1 para o modelo de Jones (1991) e a Regressão 2 para o modelo de Jones Modificado (1995) fornecem, por meio de seus resíduos, os *accruals* discricionários, que são considerados como *proxy* do gerenciamento de resultados. De acordo com Azevedo e Costa (2012), quanto mais distante de zero (positiva ou negativamente) estiver o resíduo, maior será o nível de gerenciamento de resultados.

Desta forma, também por meio do *software Stata*, foram mensurados os *accruals* discricionários, para cada empresa, e para cada ano da amostra, tanto pelo modelo de Jones (1991) quanto pelo modelo de Jones Modificado (1995), atendendo-se então ao primeiro objetivo específico.

### 3.5.3 Modelo de Detecção da Relação entre as Características do CEO e o Gerenciamento de Resultados e seu Tratamento

Com o intuito de verificar a relação entre características do *CEO* e o gerenciamento de resultados, foi proposta a Regressão 3:

$$\begin{aligned}
 GR_{it} = & \beta_0 + \beta_1(MRD_{it}) + \beta_2(Id_{it}) + \beta_3(Gn_{it}) + \beta_4(Ean_{it}) \\
 & + \beta_5(Fin_{it}) + \beta_6(Grad_{it}) + \beta_7(PGrad_{it}) + \beta_8(Dual_{it}) \\
 & + \beta_9(Elei_{it}) + \sum \gamma(Controles_{it}) + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{Regressão 3}$$

Onde:

$GR_{it}$  = gerenciamento de resultados da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$MRD_{it}$  = medida de remuneração por desempenho do *CEO* da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$Id_{it}$  = idade do *CEO* da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$Gn_{it}$  = gênero do *CEO* da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$Ean_{it}$  = experiência anterior do *CEO* da empresa  $i$  no período  $t$  no cargo;

$Fin_{it}$  = formação do *CEO* ligada à área de Finanças;

$Grad_{it}$  = nível de escolaridade (graduação) do CEO da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $PGrad_{it}$  = nível de escolaridade (pós-graduação) do CEO da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $Dual_{it}$  = dualidade de papéis do CEO na empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $Elei_{it}$  = forma de eleição do CEO da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  
 $\varepsilon_{it}$  = erros da regressão.

Variáveis de controle:

$Age_{it}$  = tempo de capital aberto da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $Size_{it}$  = tamanho da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $Grow_{it}$  = crescimento da empresa  $i$  entre o período  $t-1$  e  $t$ ;  
 $Loss_{it}$  = prejuízo da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $Big4_{it}$  = tamanho da firma de auditoria que prestou serviços para a empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $End_{it}$  = endividamento da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $ROA_{it}$  = retorno sobre o ativo da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $MB_{it}$  = margem bruta da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $Set_{it}$  = setor econômico da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  
 $ECA_{it}$  = espécie de Controle Acionário da empresa  $i$  no período  $t$ .

Cabe ressaltar que a Regressão 3 foi operacionalizada utilizando como variável dependente o gerenciamento de resultados, obtido pelos *accruals* discricionários tanto pelo modelo de Jones (1991), quanto pelo modelo de Jones Modificado (1995). Os *accruals* discricionários foram utilizados em números absolutos e estes foram aplicados de forma individual, para cada modelo, permitindo sua comparação.

A Regressão 3 foi classificada como múltipla, pois conforme Hair et al. (2005), este método é apropriado quando o problema de pesquisa envolve uma única variável dependente métrica considerada relacionada a duas ou mais variáveis independentes métricas. O autor complementa ainda que este tipo de regressão tem como objetivo prever as mudanças na variável dependente como resposta a mudanças nas variáveis independentes e que tal objetivo geralmente é alcançado por meio da regra estatística dos mínimos quadrados.

Destaca-se que para a operacionalização das regressões deste estudo, a amostra foi organizada e estimados em *poll de cross-section*, de modo que esta técnica permite analisar as empresas da amostra em um dado período de tempo.

Ainda, a Regressão 3 foi operacionalizada, em fases crescentes no que tange à inclusão de variáveis. Inicialmente, esta foi operacionalizada apenas com a medida de remuneração por desempenho como variável independente. Posteriormente, foram acrescentadas as características pessoais de cada CEO, como idade, experiência anterior, gênero, formação em finanças e nível de escolaridade. Em um terceiro

momento, foram acrescentadas as características relativas ao poder do *CEO* (dualidade de papéis) e a forma de sua eleição (se foi eleito ou não pelo controlador). Após esta fase, foram inseridas as variáveis de controle, como tempo de capital aberto, tamanho, crescimento, *dummy* indicativa de prejuízo, endividamento, ROA e margem bruta. Em um último momento, foram acrescentadas as variáveis *dummy* de setor e espécie de controle acionário.

Também foram realizados testes alternativos com base nesta amostra. Como primeiro teste, visando captar os efeitos dos sinais dos *accruals* discricionários sobre as características dos *CEOs*, tais *accruals* foram separados em *quartis* e foram utilizados os valores extremos para testar sua relação com as características dos *CEOs*, considerando 25% dos menores valores dos *accruals* (negativos) e os 25% de valores maiores (positivos), tanto para o modelo de Jones (1991) quanto para o modelo de Jones Modificado (1995) e com estes valores, replicou-se a Regressão 3.

Outro teste alternativo realizado consistiu em substituir a variável medida de remuneração por desempenho pelo valor da remuneração absoluta do *CEO*, a fim de identificar se a mesma exerce poder sobre o gerenciamento de resultados e posteriormente utilizar ambas as variáveis para analisar se a variável medida de remuneração por desempenho permaneceria com o mesmo resultado.

### 3.6 LIMITAÇÕES DO MÉTODO

Martinez (2001) explicou que muitas críticas ao modelo de Jones (1991) estão baseadas no risco de erro de classificação, mas contrapõe que para qualquer modelo usado para estimar *accruals* discricionários, tal risco existe. O autor destaca ainda que um erro de classificação entre *accruals* discricionários e não discricionários reduz a força do teste. Complementarmente, Paulo (2007) destaca diversos problemas que tangenciam o modelo de Jones (1991), citando por exemplo:

- a) mesmo com a inserção das variáveis *property, plant and equipment* (PPE) e Variação da Receita, o modelo não controla as mudanças causadas pelas condições econômicas;
- b) o modelo assume que as receitas não são gerenciadas; e
- c) a variável PPE não controla adequadamente o tamanho da empresa, podendo tornar os coeficientes enviesados; entre outros.

Ainda sobre o modelo de Jones (1991), Kang e Sivaramakrishnan (1995) esclarecem que outra limitação do método é não controlar os *accruals* discricionários relacionados aos custos e despesas, originando problemas de variáveis omitidas.

Também são levantados problemas com relação ao modelo de Jones Modificado (1995), conforme evidencia Martinez (2008): erros nas variáveis: alguns itens que podem ser gerenciados não são considerados no modelo de Jones Modificado (1995); variáveis omitidas: o modelo não controla variações nas despesas; e simultaneidade: uma vez que no processo de estimativa, tanto as variáveis explicativas como as variáveis explicadas são conjuntamente determinadas, isso provoca problemas de auto correlação podendo influenciar os resultados da regressão.

Da mesma forma que Martinez (2008), também são apontadas limitações no método por Paulo (2007) que cita, por exemplo, que o modelo não controla adequadamente as mudanças causadas pelas condições econômicas.

Cabe ressaltar que, apesar dos problemas técnicos, o modelo de Jones (1991) é inquestionavelmente o mais utilizado, conforme afirma Martinez (2001). Ainda, a pesquisa de Dechow, Sloan e Sweeney (1995), que comparou os cinco modelos usualmente aplicados para estimar os *accruals* discricionários, evidencia que o modelo de Jones Modificado (1995) oferece os melhores resultados, porém, destacam que nenhum dos modelos oferece um método forte de estimativa.

Destaca-se ainda que este estudo estimou os modelos de *accruals* por ano, uma vez que para a maioria dos setores existem poucas empresas, impedindo a prática comum nos modelos com dados norte-americanos de se estimar por ano-setor. Esta é uma limitação imposta pela característica do mercado brasileiro. Além disso, cabe ressaltar que o modelo principal, de estimação por mínimos quadrados ordinários, é estimado via pool de *cross-sections* e não via painel. Essa escolha se deu a partir do entendimento que os dados dos executivos são individuais e existe muita rotatividade de *CEOs* nas empresas da amostra. Além disso, não se deve esperar que as decisões de *accruals* discricionários dependam de forma permanente de uma característica individual da empresa, uma vez controlada pelas demais características e especialmente o setor.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

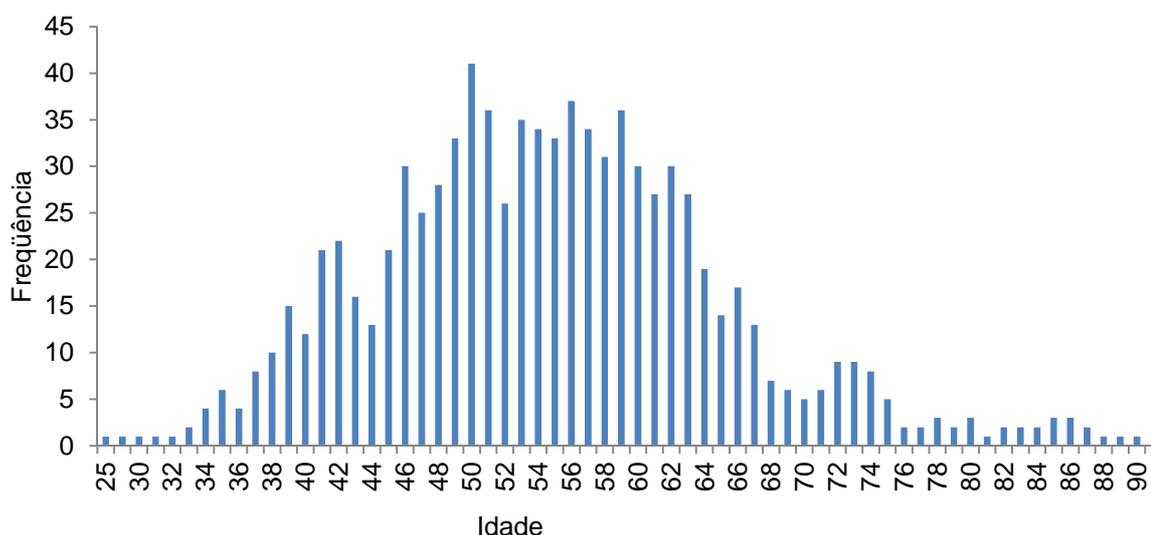
Esta seção apresenta os resultados obtidos no estudo, descrevendo o perfil do *CEO* das empresas brasileiras de capital aberto e apresentando as evidências encontradas nos modelos propostos, bem como a comparação entre os achados do modelo de Jones (1991) e do modelo de Jones Modificado (1995) e a relação destes com os estudos precedentes. Este capítulo ainda conta com a apresentação dos testes alternativos realizados, que buscam atender ao terceiro objetivo específico.

### 4.1 PERFIL DOS *CEOs* DAS EMPRESAS ANALISADAS

Com relação aos *CEOs* das empresas componentes da amostra, foi possível estabelecer um perfil de tais gestores no cenário brasileiro e, conseqüentemente, atender ao segundo objetivo específico desta pesquisa.

No que tange a idade dos diretores presidentes, nota-se uma diversidade, pois existem *CEOs* com idade entre 25 e 90 anos, conforme apresentado no Gráfico 1:

Gráfico 1 - Idade dos *CEOs* das Empresas Analisadas



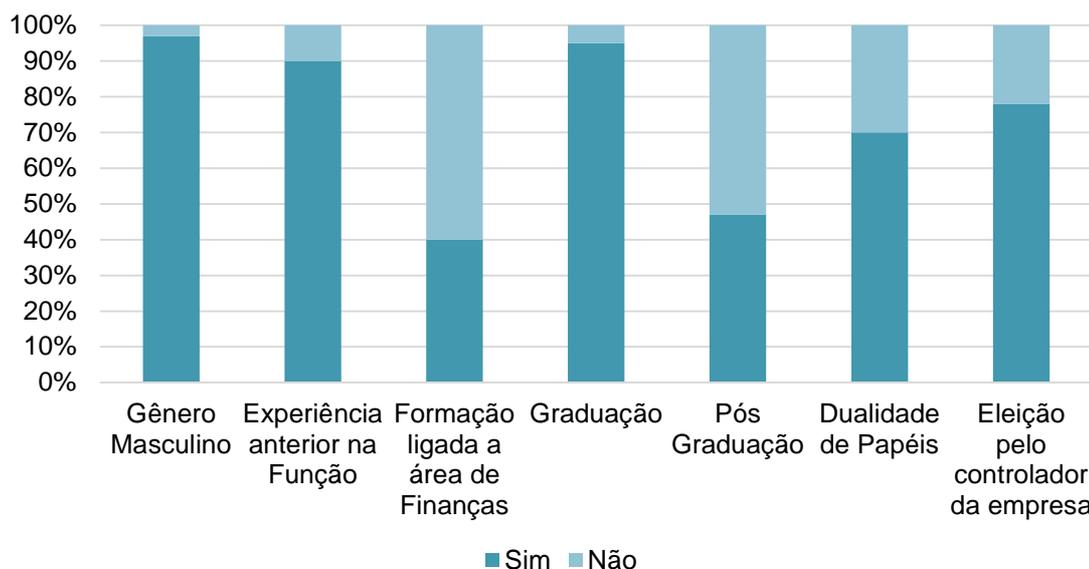
Fonte: Elaborado pela autora (2016).

No Gráfico 1 apresenta-se a frequência das idades dos *CEOs*, sendo que no eixo x consta a idade e no eixo y, a frequência desta. É possível observar que nos extremos da amostra, existe apenas um *CEO* com 25 anos e um *CEO* com 90 anos, sendo que a idade predominante dos *CEOs*, ou seja, aquela que aparece com maior

frequência é de 50 anos. Destaca-se que a média das idades dos *CEOs* analisados é de 55 anos.

Quanto às demais características pessoais dos *CEOs*, bem como indicadores de poder e forma de eleição, no Gráfico 2 estão sintetizadas as informações:

Gráfico 2 - Características Pessoais, de Poder e de Forma de Eleição dos *CEOs*



Fonte: Elaborado pela autora (2016).

O Gráfico 2 permite constatar que há predominância do gênero masculino em cargos de *CEO*, pois os homens ocupam 97% desses cargos, enquanto que as mulheres representam apenas 3% dessa amostra.

Quanto à experiência, de acordo com o Gráfico 2, aproximadamente 90% dos *CEOs* analisados já haviam desempenhado esta função em períodos anteriores, seja na mesma empresa ou em outras. No que tange à formação dos *CEOs*, apenas 40% possuem ligação com a área de finanças, ou seja, são graduados em Contabilidade, Administração ou Economia. Com relação ao nível de escolaridade, 95% da amostra apresentou ter, pelo menos graduação e desse montante, a metade possui pós-graduação.

Ainda, conforme pode ser observado no Gráfico 2, quanto à dualidade de papéis, destaca-se que 70% dos *CEOs* analisados desempenha dois ou mais cargos na mesma empresa, assumindo, além do cargo de diretor presidente, também o de membro de conselhos, bem como diretorias específicas, como a de relação com

investidores. Outro ponto que chama a atenção é que, aproximadamente, 78% dos *CEOs* pertencentes à amostra foram eleitos pelo controlador da empresa.

Desta forma, pôde-se atender ao segundo objetivo específico, pois identificou-se que, para as empresas analisadas, o perfil do *CEO* pode ser assim descrito: geralmente, os cargos de diretor presidente são ocupados por homens, com idade média de 55 anos e a maioria destes já desempenhou esta função em períodos anteriores. Destaca-se que praticamente todos possuem nível superior, porém, os cursos que mais foram identificados não são aqueles relacionados à área de finanças e sim, à engenharia. Com relação à pós-graduação, somente a metade destes *CEOs* buscaram ir além do ensino superior. Verificou-se ainda que os *CEOs* frequentemente desempenham mais de um papel na mesma empresa e que estes, geralmente são eleitos pelo controlador da entidade.

## 4.2 RELAÇÃO ENTRE AS CARACTERÍSTICAS DO *CEO* E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Visando apresentar os resultados obtidos por meio da operacionalização da Regressão 3, esta seção relata os achados individuais de cada modelo de detecção do gerenciamento de resultados, com o objetivo de testar as hipóteses e estabelecer uma comparação entre os modelos.

### 4.2.1 Relação entre as Características do *CEO* e o Gerenciamento de Resultados com Base no Modelo de Jones (1991)

Utilizando o modelo de Jones (1991), foram estimados os *accruals* discricionários para cada empresa componente da amostra em cada um dos anos de pesquisa. Tendo assumido que tais *accruals* são indicadores de gerenciamento de resultados, os valores encontrados foram considerados como a variável dependente da Regressão 3.

Ressalta-se que a operacionalização da Regressão 3 ocorreu de forma crescente no que tange à inclusão das variáveis independentes, ou seja, a regressão foi estimada com 5 especificações diferentes, sendo que a especificação 1 considerou apenas a medida de remuneração por desempenho, que configura a hipótese principal deste estudo. Posteriormente, a especificação 2, foi operacionalizada contendo as

características pessoais de cada *CEO*. Na especificação 3, foram acrescentadas as variáveis indicativas do poder do *CEO* e sua forma de ingresso na empresa. As variáveis de controle foram incluídas na especificação 4 e as variáveis de setor e de espécie de controle acionário, constam na especificação 5. A Tabela 9 sumariza os resultados desses testes:

Tabela 9 - Resultados pelo Modelo Jones (1991)

Variáveis	(continua)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>MRD</i>	-0,00497*** (0,00168)	-0,00504*** (0,00164)	-0,00496*** (0,00163)	-0,00750*** (0,00222)	-0,00681*** (0,00189)
<i>Id</i>		-0,00134* (0,000719)	-0,00133* (0,000738)	-0,000877 (0,000672)	-0,000922 (0,000615)
<i>Gn</i>		0,0293 (0,0296)	0,0274 (0,0321)	0,0185 (0,0275)	-0,0000591 (0,0209)
<i>Ean</i>		0,00461 (0,0242)	0,00526 (0,0241)	0,00986 (0,0278)	0,0278 (0,0251)
<i>Fin</i>		0,0267 (0,0226)	0,0265 (0,0221)	0,0135 (0,0209)	-0,0000547 (0,0126)
<i>Grad</i>		-0,00679 (0,0245)	-0,00594 (0,0258)	-0,0150 (0,0232)	-0,0126 (0,0220)
<i>PGrad</i>		0,0153 (0,0200)	0,0154 (0,0216)	0,0167 (0,0201)	-0,00245 (0,0118)
<i>Dual</i>			-0,000257 (0,0190)	-0,00300 (0,0170)	-0,0200 (0,0149)
<i>Elei</i>			-0,00825 (0,0179)	-0,00654 (0,0150)	-0,0167 (0,0152)
<i>Age</i>				-0,000284 (0,000551)	-0,000302 (0,000474)
<i>Size</i>				-0,0200*** (0,00570)	-0,0211*** (0,00619)
<i>Grow</i>				0,0596 (0,0510)	0,0479 (0,0333)
<i>Loss</i>				0,00111 (0,0446)	-0,00295 (0,0421)
<i>Big4</i>				0,00183 (0,0211)	0,00713 (0,0191)
<i>End</i>				0,0493* (0,0287)	0,0138 (0,0373)
<i>ROA</i>				-0,172 (0,386)	-0,159 (0,328)

Variáveis	(conclusão)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>MB</i>				0,0427 (0,0961)	0,0430 (0,0781)
<i>Set 1</i>					-0,00711 (0,0250)
<i>Set 2</i>					0,0275 (0,0211)
<i>Set 3</i>					-0,00633 (0,0281)
<i>Set 4</i>					-0,0107 (0,0213)
<i>Set 5</i>					-0,0403 (0,0266)
<i>Set 6</i>					2,002 (1,250)
<i>Set 7</i>					-0,00954 (0,0763)
<i>ECA 1</i>					0,0146 (0,0350)
<i>ECA 2</i>					-0,0456** (0,0227)
Constante	0,114*** (0,00956)	0,143*** (0,0518)	0,150*** (0,0575)	0,376*** (0,107)	0,447*** (0,113)
Observações	880	880	880	880	880
R2 Ajustado	-0,001	-0,001	-0,003	0,074	0,295
Estatística F	8,814	1,698	1,623	2,681	2,894

Fonte: Elaborada pela autora (2016).

Nota: Desvio-padrão em parênteses

Níveis de significância: \* $p < 0.10$ ; \*\* $p < 0.05$  e \*\*\* $p < 0.01$

Por meio da Tabela 9 é possível verificar que foram encontrados resultados significativos apenas para cinco das variáveis analisadas. Observa-se que o poder de explicação do modelo aumenta à medida que são incluídas as variáveis e na especificação 5, que contempla tanto as características dos *CEOs*, quanto as variáveis de controle, de setor e de espécie de controle acionário, perfaz um  $R^2$  ajustado de 0,295, o que indica que o modelo consegue explicar aproximadamente 30% da variação dos *accruals* discricionários (gerenciamento de resultados).

Destaca-se que em todas as especificações, a *MRD* apresentou coeficiente negativo e significativo ao nível de 1%, indicando que esta medida realmente tem relação com o gerenciamento de resultados. Desta forma, pode-se inferir que quanto

maior a *MRD* do *CEO*, menor será o uso de *accruals* discricionários nesta empresa e, conseqüentemente, haverá menor nível de gerenciamento de resultados. Tal achado implica na não rejeição da H1, corroborando com os achados de Jo, Kim e Kim (2004).

Ainda, o valor do coeficiente da *MRD* na especificação 5 indica que, caso a *MRD* aumentasse em 1 desvio-padrão, isso resultaria em uma queda de 6,91% nos *accruals* discricionários.

No que tange à *Id*, foram encontradas relações negativas e significativas a nível de 10% somente nas especificações 2 e 3, que continham apenas informações acerca das características do *CEO*. Tal achado vai de encontro às pesquisas de Peterson, Rhoads e Vaught (2001), de Vroom e Pahl (1971) de Hua-Wei, Ena e Chih-Chen (2012) e de Cornett, Marcus e Tehranian (2008), indicando que quanto maior a idade do *CEO*, menor é o gerenciamento de resultados. Porém, quando acrescentadas as variáveis de controle, tais evidências não se fizeram mais presentes. Dessa forma, a H2 deste estudo não seria rejeitada somente se não houvesse a previsão de inclusão de tais variáveis no estudo, sendo rejeitada quando da aplicação da Regressão 3 completa.

Ainda, os resultados indicam que *Gn*, *Ean*, *Fin*, *Grad*, *PGrad*, bem como a *Dual* e a *Elei* não possuem relação significativa com o gerenciamento de resultados, desta forma, as H3, H4, H5, H6, H7, H8 e H9 são rejeitadas quando da operacionalização da Regressão 3 com base no modelo de Jones (1991).

No que tange às variáveis de controle, inseridas neste modelo com base nos achados de estudos precedentes, a variável *Size* apresentou relação significativa com o gerenciamento de resultados, sendo esta a nível de 1% e negativa, apresentando, conforme a afirmação de Watts e Zimmerman (1990) que o tamanho da empresa pode afetar nas escolhas contábeis e conseqüentemente, no gerenciamento de resultados.

Tais evidências com relação a *Size*, acompanham os estudos de Joia e Nakao (2014), Chen, Lin e Lin (2008), Gu, Lee e Rosett (2005) e de Kent, Routledge e Stewart (2010), permitindo constatar que quanto maior o tamanho da empresa, menor será o seu nível de gerenciamento de resultados, o que pode ser explicado pelo fato de que empresas maiores tem menos volatilidade operacional e menor probabilidade de praticar o gerenciamento de resultados devido ao aumento dos custos políticos. (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

Outra variável de controle que apresentou significância estatística foi a *End* na especificação 4, apresentando relação positiva e significativa a nível de 10%, indicando que empresas com maiores níveis de endividamento tendem a usar mais *accruals* discricionários, ou seja, quando há aumento do endividamento, também aumenta o comportamento oportunista dos gestores, o que corrobora com Lopes, Cerqueira e Brandão (2010), Matinfard e Ojaghi (2013), DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1994), Becker et al. (1998), Gu, Lee e Rosett (2005) e Joia e Nakao (2014). Porém, destaca-se que este achado ocorreu somente na especificação 4, antes da inclusão das *dummies* de setor e espécie de controle acionário.

Ainda, não foram encontradas evidências estatisticamente significativas de que o nível de gerenciamento é afetado pelos diferentes setores de mercado (*Set 1* a *Set 7*). Cabe ressaltar que, quanto à espécie de controle acionário, o modelo apresentou que as empresas estrangeiras (*ECA 2*) tem um coeficiente negativo e estatisticamente significativo a 5%, indicando que há menor ocorrência de gerenciamento de resultados nas empresas cujo controle acionário é estrangeiro do que nas empresas estatais e privadas.

#### **4.2.2 Relação entre as Características do CEO e o Gerenciamento de Resultados com Base no Modelo de Jones Modificado (1995)**

A Regressão 3 também foi operacionalizada com os *accruals* discricionários obtidos pelo modelo de Jones Modificado (1995), resultando nos achados representados na Tabela 10.

Quando comparados os modelos de estimação dos *accruals* discricionários, na Regressão 3 proposta, verificou-se que o poder de explicação do modelo de Jones (1991) exposto na Tabela 9 é maior do que o modelo de Jones Modificado (1995) apresentado na Tabela 10, sendo que o primeiro apresentou um  $R^2$  ajustado de 0,295 enquanto que o segundo modelo apresentou um poder de explicação na variação dos *accruals* discricionários, sendo este de 0,276.

Considerando que o  $R^2$  ajustado é o coeficiente de determinação que corresponde a uma medida de qualidade do modelo em relação à sua habilidade de estimar os valores da variável dependente, este achado permitiu inferir que o modelo de Jones (1991) foi o que mais explicou a variância do gerenciamento de resultados em função das características dos CEOs.

Tabela 10 - Resultados pelo Modelo Jones Modificado (1995)  
(continua)

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>MRD</i>	-0,00519** (0,00235)	-0,00531** (0,00221)	-0,00530** (0,00222)	-0,00829*** (0,00269)	-0,00789*** (0,00235)
<i>Id</i>		-0,00123 (0,000765)	-0,00123 (0,000796)	-0,000599 (0,000784)	-0,000659 (0,000725)
<i>Gn</i>		0,0426* (0,0242)	0,0423 (0,0276)	0,0334 (0,0267)	0,00844 (0,0166)
<i>Ean</i>		0,00472 (0,0255)	0,00485 (0,0252)	0,0100 (0,0293)	0,0293 (0,0281)
<i>Fin</i>		0,0256 (0,0253)	0,0256 (0,0247)	0,0114 (0,0235)	-0,00337 (0,0140)
<i>Grad</i>		-0,000494 (0,0243)	-0,000312 (0,0260)	-0,0108 (0,0241)	-0,0106 (0,0218)
<i>PGrad</i>		0,0217 (0,0226)	0,0216 (0,0242)	0,0236 (0,0231)	0,00269 (0,0137)
<i>Dual</i>			-0,000961 (0,0216)	-0,00331 (0,0189)	-0,0195 (0,0159)
<i>Elei<sub>it</sub></i>			-0,000996 (0,0192)	0,00283 (0,0166)	-0,00755 (0,0168)
<i>Age<sub>it</sub></i>				-0,000631 (0,000661)	-0,000672 (0,000621)
<i>Size</i>				-0,0225*** (0,00647)	-0,0237*** (0,00678)
<i>Grow</i>				0,0662 (0,0582)	0,0543 (0,0386)
<i>Loss</i>				-0,00163 (0,0480)	-0,00473 (0,0455)
<i>Big4</i>				0,000579 (0,0236)	0,00577 (0,0211)
<i>End</i>				0,0468 (0,0309)	0,00735 (0,0418)
<i>ROA</i>				-0,205 (0,422)	-0,191 (0,357)
<i>MB</i>				0,0459 (0,109)	0,0516 (0,0890)
<i>Set 1</i>					0,00703 (0,0310)
<i>Set 2</i>					0,0340 (0,0243)

Variáveis	(conclusão)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Set 3</i>					-0,0125 (0,0310)
<i>Set 4</i>					-0,0110 (0,0231)
<i>Set 5</i>					-0,0428 (0,0300)
<i>Set 6</i>					2,193 (1,442)
<i>Set 7</i>					-0,0149 (0,0809)
<i>ECA 1</i>					0,0106 (0,0382)
<i>ECA 2</i>					-0,0368 (0,0291)
constante	0,122*** (0,0108)	0,124** (0,0505)	0,125** (0,0559)	0,387*** (0,111)	0,466*** (0,115)
Observações	880	880	880	880	880
R2 Ajustado	-0,001	-0,002	-0,004	0,069	0,276
Estatística F	4,871	1,301	1,235	2,260	2,430

Fonte: Elaborada pela autora (2016).

Nota: Desvio-padrão em parênteses

Níveis de significância: \*p<0.10; \*\*p<0.05 e \*\*\*p<0.01

Por meio da Tabela 10 é possível verificar que foram encontrados resultados significativos apenas para três das variáveis analisadas. Destaca-se que em todas as especificações, e nos dois modelos aplicados, Jones (1991) e Jones Modificado (1995), a *MRD* apresentou coeficiente negativo e estatisticamente significativos, reforçando os achados de Jo, Kim e Kim (2004) e confirmando a não rejeição da H1. A maior diferença percebida entre os modelos é que na aplicação do Jones Modificado, nas três primeiras especificações, o nível de significância do coeficiente da *MRD* foi de 5%, sendo este melhorado a nível de 1% quando acrescentadas as variáveis de controle, setor e espécie de controle acionário.

Inclusive, o valor do coeficiente da *MRD* na especificação 5 indica que, caso a *MRD* aumentasse em 1 desvio-padrão, isso resultaria em uma queda de 7,43% nos *accruals* discricionários, ou seja, quanto maior a *MRD*, menor é o nível do gerenciamento de resultados. E tal variação, quando comparada com a Regressão 3 aplicando os *accruals* discricionários pelo modelo de Jones (1991) é maior.

No que tange à *Id*, em nenhuma das especificações do modelo de Jones Modificado (1995) esta variável apresentou relação estatisticamente significativa com o gerenciamento de resultados, implicando na rejeição de H2.

Por outro lado, a variável *Gn* apresentou na especificação 2, um coeficiente positivo e significativo de 10%, indicando que os *CEOs* do gênero masculino gerenciam mais os resultados, estando estes mais ligados ao comportamento oportunista e serem menos exigentes, quando comparados com o gênero feminino, o que culminaria na não rejeição da H3. Mas, observa-se que esta relação somente é encontrada quando são consideradas a medida de remuneração do *CEO* e suas características pessoais, o que não se mantém quando acrescentadas as variáveis indicativa do poder do *CEO* e sua forma de eleição, nem tampouco com as variáveis de controle e as *dummies*, o que rejeita a H3.

Os resultados também indicam que as variáveis *Ean*, *Fin*, *Grad*, *PGrad*, bem como a *Dual* e a *Elei* não possuem relação significativa com o gerenciamento de resultados, desta forma, as H4, H5, H6, H7, H8 e H9 são rejeitadas quando da operacionalização da Regressão 3 com base no modelo de Jones Modificado (1995).

Quanto às variáveis de controle inseridas neste modelo, apenas a variável *Size* apresentou relação significativa com o gerenciamento de resultados, sendo esta a nível de 1% e negativa, corroborando com os achados da aplicação do modelo de Jones (1991) na Regressão 3 e com os estudos de Joia e Nakao (2014), Chen, Lin e Lin (2008), Gu, Lee e Rosett (2005) e de Kent, Routledge e Stewart (2010).

Com relação aos setores da economia das empresas analisadas, da mesma forma que ocorreu com o modelo de Jones (1991), não foram encontradas evidências de que o nível de gerenciamento é afetado pelos diferentes setores de mercado (*Set 1* a *Set 7*). Ainda, diferente da operacionalização da Regressão 3 com o modelo de Jones (1991), não foram encontradas evidências estatisticamente significativas de que a espécie do controle acionário interfira no gerenciamento de resultados.

#### 4.3 TESTES ALTERNATIVOS

Esta seção apresenta os testes alternativos realizados, sendo que o primeiro replica a Regressão 3 com os *accruals* discricionários extremos obtidos tanto pelo modelo de Jones (1991) quanto pelo modelo de Jones Modificado (1995) e o segundo

teste inclui o valor absoluto da remuneração do *CEO* na Regressão 3, de forma a atender ao terceiro objetivo específico.\*

Para o teste alternativo, este estudo seguiu o raciocínio de Chen, Lin e Lin (2008), que dividiu os *accruals* discricionários entre positivos e negativos. A motivação para analisar os resultados sob esta ótica se deve ao fato que os lucros podem ser gerenciados tanto para cima quanto para baixo, dependendo dos objetivos dos gestores.

Visando captar esses efeitos, os *accruals* discricionários foram separados em quartis e foram utilizados os valores extremos para testar sua relação com as características dos *CEOs*. Assim, a Tabela 11, visou atender ao terceiro objetivo específico e replicou os resultados da Regressão 3 com os *accruals* discricionários, considerando 25% dos menores valores dos *accruals* (negativos) e os 25% de valores maiores (positivos), tanto para o modelo de Jones (1991) quanto para o modelo de Jones Modificado (1995).

Tabela 11 - Teste Alternativo com Base nos *Accruals* Discricionários Extremos

(continua)

Variáveis	Modelo Jones (1991)		Jones Modificado (1995)	
	DAJ 25% -	DAJ 25% +	DAJM 25% -	DAJM 25% +
<i>MRD</i>	-0,00106 (0,0379)	-0,00669 (0,00614)	0,00478 (0,0437)	-0,1200 (0,140)
<i>Id</i>	0,0000560 (0,00175)	-0,00189 (0,00117)	0,000215 (0,00197)	-0,000621 (0,00212)
<i>Gn</i>	0,0169 (0,0435)	-0,0120 (0,0400)	0,0589 (0,0564)	-0,0345 (0,0457)
<i>Ean</i>	0,0934* (0,0519)	-0,0525 (0,0429)	0,103* (0,0552)	-0,0468 (0,0495)
<i>Fin</i>	-0,0138 (0,0278)	0,000505 (0,0302)	-0,0150 (0,0299)	-0,0255 (0,0388)

\* Foram realizados testes alternativos incluindo uma *dummy* de novo mercado, considerada neste estudo como *proxy* de governança corporativa, a fim de identificar se o maior nível de transparência das entidades afeta o gerenciamento de resultados, porém, os resultados para este teste não foram estatisticamente significativos. Outro teste visou captar se o valor bruto da remuneração do *CEO* exercia impacto no gerenciamento de resultados, desta forma, foi incluída na Regressão 3 proposta a variável *Remun*, expressa pelo valor absoluto da remuneração do *CEO*, entretanto, tal variável não se mostrou significativa nem tampouco aumentou o poder de explicação do modelo. Um terceiro teste alternativo realizado considerou a construção de uma medida de sensibilidade da remuneração do *CEO*, com base em Hallock e Madalozzo (2010), expressa pela equação:  $\ln(\text{remun})_{it} - \ln(\text{remun})_{it-1} / \ln(\text{resultado})_{it} - \ln(\text{resultado})_{it-1}$ , sendo que porém a referida medida também não apresentou resultado estatisticamente significativo.

(conclusão)

Variáveis	Modelo Jones (1991)		Modelo Jones Modificado (1995)	
	DAJ 25% –	DAJ 25% +	DAJM 25% –	DAJM 25% +
<i>Dual</i>	-0,00740 (0,0348)	-0,0160 (0,0273)	0,00124 (0,0380)	-0,0282 (0,0366)
<i>Grad</i>	-0,0562 (0,0845)	0,0224 (0,0381)	-0,0925 (0,0993)	0,0360 (0,0474)
<i>PGrad</i>	-0,0225 (0,0434)	-0,0144 (0,0206)	-0,0204 (0,0476)	0,0208 (0,0366)
<i>Elei</i>	0,0182 (0,0457)	-0,0448 (0,0296)	0,0162 (0,0510)	-0,00668 (0,0360)
<i>Age</i>	0,000335 (0,000925)	0,000364 (0,00112)	0,000417 (0,00101)	-0,00122 (0,00183)
<i>Size</i>	-0,0113 (0,0173)	-0,0420*** (0,0157)	-0,01000 (0,0188)	-0,0479** (0,0191)
<i>Grow</i>	0,249 (0,174)	0,0163 (0,0126)	0,283 (0,198)	0,0150 (0,0142)
<i>Loss</i>	0,0150 (0,0612)	0,0911** (0,0431)	0,0340 (0,0687)	0,0703 (0,0591)
<i>Big4</i>	-0,00878 (0,0524)	0,0643 (0,0588)	-0,0158 (0,0591)	0,0455 (0,0707)
<i>End</i>	-0,160* (0,0871)	-0,0144 (0,0285)	-0,180* (0,100)	-0,0361 (0,0373)
<i>ROA</i>	-0,666** (0,270)	0,509*** (0,132)	-0,688** (0,288)	0,476*** (0,150)
<i>MB</i>	0,131 (0,135)	-0,0179 (0,0853)	0,158 (0,146)	-0,0152 (0,0923)
constante	0,279 (0,358)	0,867*** (0,189)	0,244 (0,382)	0,920*** (0,256)
Observações	220	220	218	209
R2 Ajustado	0,563	0,334	0,558	0,219
Estatística F	1,399	15,438	1,491	10,348

Fonte: Elaborada pela autora (2016).

Nota: Desvio-padrão em parênteses

Observação: os resultados da Tabela 11 contemplam as *dummies* de setor e de controle acionário, retiradas devido à falta de significância.

Níveis de significância: \*p<0.10; \*\*p<0.05 e \*\*\*p<0.01

As constatações foram realizadas de forma separada para cada sinal dos *accruals* discricionários encontrados em cada modelo de detecção de gerenciamento de resultados:

- ***Accruals* discricionários negativos extremos (DAJ 25% –) pelo modelo de Jones (1991)**

Observa-se na Tabela 11 que diferentemente dos resultados anteriores, a *MRD* não apresentou resultados estatisticamente significativos, o que talvez se deva ao baixo número de observações.

Porém, este teste revelou um novo achado: a variável *Ean* se mostrou positiva e significativa a um nível de 10%, indicando que *CEOs* que já exerceram esse cargo estão mais relacionados ao uso de *accruals* discricionários que afetam negativamente o resultado, tal achado não havia sido evidenciado com o uso dos valores absolutos dos *accruals* discricionários.

Ainda, nota-se que a variável *End* está associada negativamente, a um nível de significância de 10%, aos *accruals* discricionários que afetam de forma negativa o resultado da empresa, indicando que as empresas mais endividadas fazem menos uso de *accruals* para reduzir os resultados no período corrente, o que é consistente com as evidências da seção 4.2.1.

Também a variável *ROA* se mostrou negativa e significativo a um nível de 5%, indicando que empresas com maior retorno fazem menos uso de *accruals* discricionários que reduzem os lucros. Finalmente, esta regressão apresentou um poder de explicação de 56,3%.

- ***Accruals* discricionários positivos extremos (DAJ 25% +) pelo modelo de Jones (1991)**

Quando analisados somente os *accruals* discricionários positivos extremos gerados pelo modelo de Jones (1991) e aplicados como variável dependente na Regressão 3, foi observado que nenhuma característica do *CEO* se relacionou de forma significativa com o gerenciamento de resultados e, novamente, acredita-se que tal fato se deve ao pequeno número de observações que resultam dessa separação.

Por outro lado, as variáveis de controle *Size*, *Loss* e *ROA* se mostraram significativas a um nível de, respectivamente, 1%, 5% e 1%. Neste caso, a variável *Size* tem uma relação negativa com os *accruals* discricionários positivos, ou seja, quanto maior a empresa, menos ela se usará deste tipo de recurso para gerenciar os resultados de forma a aumentá-los. A variável *Loss* apresentou relação positiva com

a variável dependente, inferindo que empresas com prejuízo tendem a utilizar mais os *accruals* discricionários que gerenciam os resultados para cima. Já a variável *ROA* apresentou relação positiva, indicando que quanto maior o retorno da empresa, maior será o uso de *accruals* discricionários positivos.

Ao todo, este modelo apresentou um poder de explicação de 33,4% na variação do gerenciamento de resultados.

**- *Accruals discricionários negativos extremos (DAJM 25% -) pelo modelo de Jones Modificado (1995)***

Também nos *accruals* negativos extremos obtidos pelo modelo de Jones Modificado (1995), conforme a Tabela 11, a medida de remuneração por desempenho (*MRD*) não apresentou resultados estatisticamente significativos, da mesma forma que ocorreu com o modelo de Jones (1991) ao separar os *accruals* discricionários pelo sinal.

Porém, este teste encontrou a mesma evidência apresentada na alínea “a”: a variável *Ean* se mostrou positiva e significativa a um nível de 10%. Também a *End* e a *ROA* apresentaram relação negativa e estatisticamente significativa, a nível de 10% e 5% respectivamente, indicando que quanto mais endividada e mais rentável sob a ótica dos ativos, a empresa faz menos uso dos *accruals* discricionários que reduzem os lucros.

Esta versão da Regressão 3 apresentou um poder de explicação de 55,8%, ou seja, neste caso, o modelo de Jones Modificado (1995) tem maior explicação do que o modelo de Jones (1991).

**- *Accruals discricionários positivos extremos (DAJM 25% +) pelo modelo de Jones Modificado (1995)***

Os *accruals* discricionários positivos extremos gerados pelo modelo de Jones Modificado (1995) e aplicados na Regressão 3, não se mostram relacionados com nenhuma característica do *CEO*.

Este teste apresentou resultados estatisticamente significativos apenas para as variáveis de controle *Size* e *ROA*, a um nível de 5% e 1%, respectivamente, sendo que *Size* apresentou coeficiente negativo, indicando que empresas maiores se utilizam

menos de *accruals* discricionários positivos para gerenciar os resultados e o *ROA* com sinal positivo permite constatar que quanto maior a rentabilidade da empresa, maior é o uso de *accruals* discricionários positivos.

Este teste apresentou um  $R^2$  ajustado de 21,9%, menor que todos os testes anteriores.

E, de forma geral, constatou-se que ao utilizar os *accruals* discricionários extremos (negativos e positivos), não é mantido o mesmo padrão de relacionamento entre as características dos *CEOs* e o gerenciamento de resultados do que com o uso dos *accruals* discricionários em valores absolutos. Neste caso, supõe-se que as discrepâncias são oriundas do pequeno número de observações que esta classificação causa.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta seção destina-se à apresentação das principais conclusões que o estudo permitiu inferir, bem como ao provimento de sugestões para futuros estudos.

### 5.1 CONCLUSÕES

A realização desta pesquisa permitiu compreender as circunstâncias que estão atreladas ao gerenciamento de resultados no Brasil, principalmente sob a ótica do perfil de gestão, evidenciando a influência das características pessoais dos gestores sobre as práticas discricionárias em empresas de capital aberto, o que contribui para a literatura e atende às observações feitas por Barros, Silveira e Famá (2006) no sentido de expandir as pesquisas em Economia e Finanças que geralmente se voltam para as características dos mercados, do setor de atividade ou da firma, relegando a um plano secundário a influência do perfil dos gestores.

Por meio deste estudo, pôde-se verificar qual o perfil do *CEO* brasileiro, pois identificou-se que geralmente, os cargos de diretor presidente são ocupados por homens, com idade média de 55 anos e a maioria já desempenhou esta função em períodos anteriores. Praticamente todos os *CEOs* possuem nível superior e os cursos que mais foram identificados são aqueles relacionados à área de engenharia. Verificou-se ainda que os *CEOs* frequentemente desempenham mais de um papel na mesma empresa e que estes, geralmente são eleitos pelo controlador da entidade.

Com relação aos resultados oriundos deste estudo, destaca-se que um dos principais itens que afetam o gerenciamento de resultados é a medida de remuneração por desempenho do *CEO*, sendo este um indicador de quanto a remuneração do *CEO* está atrelada ao desempenho da empresa, expresso pelo resultado líquido do exercício.

Este achado permitiu inferir que quanto maior a medida de remuneração por desempenho (*MRD*) do *CEO*, menor será o uso de *accruals* discricionários na empresa e, conseqüentemente, haverá menor nível de gerenciamento de resultados, corroborando com os achados de Jo, Kim e Kim (2004). Tal resultado vai de encontro ao que foi proposto por Jensen e Meckling (1976), indicando que o incentivo oferecido ao agente em forma de remuneração, funciona como uma ferramenta de mitigação dos problemas de agência, pois busca alinhar os interesses entre principal e agente.

Determinados testes também apontaram que outras características do *CEO*, como a idade e o gênero, são significativas quando relacionadas ao gerenciamento de resultados, indicando que quanto maior a idade do *CEO*, menor é essa prática e que os homens fazem mais uso dos *accruals* discricionários. Tais achados vão de encontro às pesquisas de Peterson, Rhoads e Vaught (2001), de Vroom e Pahl (1971) de Hua-Wei, Ena e Chih-Chen (2012) e de Cornett, Marcus e Tehranian (2008).

Destaca-se, com relação às variáveis de controle, que o tamanho da empresa está diretamente relacionado ao uso de *accruals* discricionários, indicando que quanto maior a empresa, menor será o gerenciamento de resultados. Ainda, ao verificar se o setor de mercado e a espécie de controle acionário impactam no gerenciamento de resultados, identificou-se apenas que as empresas estrangeiras estão menos relacionadas ao gerenciamento de resultados, não tendo sido observada nenhuma relação com os diferentes setores da economia.

No que tange ao poder de explicação dos testes propostos, verificou-se que a operacionalização da Regressão 3 proposta neste estudo obteve maior  $R^2$  ajustado, que indica o poder de explicação na variação do gerenciamento de resultados, quando utilizou os *accruals* discricionários do modelo de Jones (1991).

Ainda, buscando atender ao terceiro objetivo específico, foram realizados testes alternativos. Ressalta-se que o teste que realizou a separação dos *accruals* discricionários entre positivos e negativos, se mostrou significativo apenas para as variáveis de controle, o que acredita estar relacionado ao pequeno número de observações resultantes dessa classificação.

Cabe salientar que os resultados encontrados nessa pesquisa são válidos apenas para a amostra analisada, podendo sofrer variações quando aplicados para empresas diferentes, devido a conjuntura econômica e financeira de cada entidade, bem como o perfil dos gestores que as dirigem.

Além dos resultados evidenciados, foram constatados alguns pontos relevantes e que merecem ser apontados, principalmente no que tange à divulgação das informações por parte das empresas. Por meio da coleta, observaram-se discrepâncias na forma de divulgação dos dados do FR entre as empresas analisadas e um exemplo disso é a remuneração, a qual se encontra divulgada de diferentes perspectivas pelas empresas, sendo que determinadas empresas divulgam de forma mensal e outras de forma anual. O que permite inferir que há uma carência de padronização do FR, sendo esse um fato que pode auxiliar em futuras pesquisas.

Ainda, nota-se que na seção 12.8 do FR, que apresenta um resumo do currículo do *CEO*, não há exigência por parte da CVM de divulgação do nível de escolaridade dos mesmos, porém, esta informação é relevante para as pesquisas na área e, inclusive, a maioria das empresas já divulga tal informação de forma espontânea. Com isso, acredita-se que poderia haver a indicação expressa de nível de escolaridade para todos os membros da administração, conselhos e comitês, e que tal informação seria melhor apresentada se, ao invés de um campo resumo, os subitens exigidos fossem separados e dispostos em campos de preenchimento obrigatório, o que evitaria a omissão de informações.

E uma última consideração sobre o FR, é que a CVM poderia aumentar a eficácia dessa peça caso este relatório seguisse a forma de divulgação das demonstrações financeiras, com um retrato da posição de cada item exigido no FR no último dia do exercício social, por intermédio de um Formulário de Referência Padronizado (FRP) e outros relatórios intermediários para deixar o investidor atualizado de todas as alterações relevantes, conforme prevê o Inciso XII incluído pela Instrução CVM nº 552/2014, por meio de um Formulário de Referência Intermediário (FRI). Assim, os usuários das informações poderiam, ao verificar a posição patrimonial de uma determinada empresa via DFP, acessar diretamente o FRP e identificar, por exemplo, quais pessoas compunham a gestão daquela entidade quando do encerramento de seu exercício social.

## 5.2 SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Sugere-se para futuros estudos, a utilização de outras métricas de remuneração, considerando, por exemplo, o percentual variável e o percentual fixo da remuneração percebida pelos *CEO*, que deve constar no item 13.2 – Remuneração Total por órgão. A autora destaca que esta pesquisa tinha o intuito inicial de fazê-lo, porém, devido a um problema no site da BMF&Bovespa, não foi possível de concretizar, tendo sido aberto o protocolo de número 20273295 junto ao Canal de Atendimento da BM&FBovespa ainda sem retorno.

Outro estudo indicado se refere à ampliação das características do *CEO*, como número de mandatos consecutivos e o percentual de participação nas reuniões realizadas, tendo em vista que tais informações são prestadas a partir de 2016 pelas empresas de capital aberto, conforme prevê a instrução CVM 552/2014.

## REFERÊNCIAS

- ABOODY, David; KASZNIK, Ron. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 29, n. 1, p. 73-100, 2000.
- ADAMS, Michael B. Agency theory and the internal audit. **Managerial Auditing Journal**, [S.l.], v. 9, n. 8, p. 8-12, 1994.
- ADAMS, Renée; FERREIRA, Daniel. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 94, n. 2, p. 291–309, 2009.
- AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, [S.l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALBANEZ, Tatiana. **Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto**. 2008. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.
- ALMEIDA, Dalci Mendes; BEZERRA, Francisco Antônio. Influência do fluxo de caixa operacional no gerenciamento de resultados em empresas da construção civil listadas na BM&FBOVESPA. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, São Leopoldo, v. 9, n. 3, p. 228-238, jul./set. 2012.
- ALMEIDA, José Elias Feres de; FARIA, Luiz Henrique Lima; COSTA, Fábio Moraes da; BRANDÃO, Marcelo Moll. Earnings management no Brasil: grupos estratégicos como nova variável explanatória. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v. 3, n. 6, p. 81-95, 2009.
- ALVES, Sandra. Executive stock options and earnings management in the portuguese listed companies. **Revista de Contabilidad**, [S.l.], v. 15, n. 2, p. 211-235, 2012.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.
- ARROW, Kenneth J. The economics of agency. In: ZECKHAUSER, R.; PRATT, J. (Ed.). **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business Scholl Press, 1985. p. 37–51.
- AZEVEDO, Filipe Bressanelli; COSTA, Fábio Moraes da. Efeito da troca da firma de auditoria no gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 13, n. 5, 2012.
- BALSAM, Steven. Discretionary accounting choices and CEO compensation. **Contemporary Accounting Research**, [S.l.], v. 15, n. 3, p. 229-252, 1998.

- BARROS, Lucas Ayres; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; FAMÁ, Rubens. A Importância do Gestor para as políticas corporativas: evidências de efeitos fixos gerenciais no Brasil. In: ENCONTRO DA ANPAD – ENANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-3182.pdf>> Acesso em: 07 fev. 2016.
- BASU, Sudipta. The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 24, n. 1, p. 3–37, 1997.
- BAXTER, Peter; COTTER, Julie. Audit committees and earnings quality. **Accounting & Finance**, [S.l.], v. 49, n. 2, p. 267-290, 2009.
- BEATTY, Anne; HARRIS, David G. The effects of taxes, agency costs and information asymmetry on earnings management: A comparison of public and private firms. **Review of Accounting Studies**, [S.l.], v. 4, n. 3-4, p. 299-326, 1999.
- BECKER, Connie L.; DEFOND, Mark L.; JIAMBALVO, James; SUBRAMANYAM K. R., The effect of audit quality on earnings management. **Contemporary accounting research**, [S.l.], v. 15, n. 1, p. 1-24, 1998.
- BENEISH, Messod D. Earnings management: A perspective. **Managerial Finance**, [S.l.], v. 27, n. 12, p. 3-17, 2001.
- BERGSTRESSER, Daniel; PHILIPPON, Thomas. CEO incentives and earnings management. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 80, p. 511-529, 2006.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.
- BURGSTHALER, David C.; HAIL, Luzi; LEUZ, Christian. The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. **The Accounting Review**, [S.l.], v. 81, n. 5, p. 983-1016, 2006.
- CAMPBELL, Kevin; MÍNGUEZ-VERA, Antonio. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 83, n. 3, p. 435-451, 2008.
- CARDOSO, Ricardo Lopes; SOUZA, Flávio Sérgio Rezende Nunes de; DANTAS, Manuela Moura. Impactos da adoção do IFRS na acumulação discricionária e na pesquisa em gerenciamento de resultados no Brasil. **Revista Universo Contábil**. Blumenau, v. 11, n. 2, p. 65-84, Apr. 2015.
- CARLIN, Diego de Oliveira. **Fatores motivadores e limitadores do alisamento de resultados (income smoothing) pelas empresas listadas na BOVESPA**. Dissertação de Mestrado. Universidade do Vale do Rio dos Sinos, 2009.
- CHEN, Chih-Ying; LIN, Chan-Jane; LIN, Yu-Chen. Audit Partner Tenure, Audit Firm Tenure, and Discretionary Accruals: Does Long Auditor Tenure Impair Earnings Quality? **Contemporary Accounting Research**, [S.l.], v. 25, n. 2, p. 415-445, 2008.

CHEN, Guoli; LUO, Shuqing; TANG, Yi; TONG, Jamie. Passing probation: Earnings management by interim CEOs and its effect on their promotion prospects. **Academy of Management Journal**, [S.l.], v. 58, n. 5, p. 1389-1418, 2015.

COELHO, Antonio Carlos Dias; LIMA, Iran Siqueira. Segmentos de governança Bovespa: diferenças nos graus de conservadorismo condicional na divulgação de resultados contábeis. **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, [S.l.], v. 1, n. 1, p. 17-32, 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM no 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>>. Acesso em: 5 ago. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM no 552, de 9 de outubro de 2014**. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 e altera dispositivos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 e da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst552.html>>. Acesso em: 6 ago. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP nº 01/2007**. ASSUNTO: Orientação sobre Normas Contábeis pelas Companhias Abertas. Disponível em: < [http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01\\_2007.asp](http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp)>. Acesso em: 3 maio 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº02/2016**. ASSUNTO: Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/circ/sep/anexos/oc-sep-0216.pdf>>. Acesso em: 5 jun. 2016.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE (CFC). **Resolução CFC nº 1.374 de 08 de dezembro de 2011**. Dá nova redação à NBC TG ESTRUTURA CONCEITUAL – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Disponível em: <[http://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes\\_sre.aspx?Codigo=2011/001374&arquivo=Res\\_1374.doc](http://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2011/001374&arquivo=Res_1374.doc)>. Acesso em: 31 ago. 2016.

CORNETT, Marcia Millon; MARCUS, Alan J.; TEHRANIAN, Hassan. Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. **Journal of financial economics**, [S.l.], v. 87, n. 2, p. 357-373, 2008.

COSTA, Cristiano Machado; GALDI, Fernando Caio; MOTOKI, Fábio Y. S.; SANCHEZ, Juan Manoel. Non-compliance in Executive Compensation Disclosure: the Brazilian Experience. **Journal of Business Finance & Accounting**, [S.l.], v. 43, n. 3-4, p. 329-369, 2016.

CUPERTINO, César Medeiros; MARTINEZ, Antônio Lopo. Qualidade da Auditoria e Earnings Management: Risk Assessment através do Nível dos Accrals Discricionários. **Contabilidade Vista e Revista**, Belo Horizonte v. 19, n. 3, p. 69-93, jul/set 2008.

DAY, George S; WENSLEY, Robin. Assessing Advantage: A Framework for Diagnosing Competitive Superiority, **Journal of Marketing**, [S.I.], v. 52, p. 1-20, 1988.

DE ALBORNOZ, Beln Gill; ALCARRIA, José J. Analysis and diagnosis of income smoothing in Spain. **European Accounting Review**, [S.I.], v. 12, n. 3, p. 443-463, Sept. 2003.

DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda; SKINNER, Douglas J. Accounting choice in troubled companies. **Journal of accounting and economics**, [S.I.], v. 17, n. 1-2, p. 113-143, 1994.

DEANGELO, Linda Elizabeth. Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. **The Accounting Review**, [S.I.], v. 61, p. 400-420, 1986.

DECHOW, Patricia M.; DICHEV, Ilia D. The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. **Accounting Review**, [S.I.], v. 77, n. 4, p. 35-59, Oct. 2, 2002.

DECHOW, Patricia M.; HUTTON, Amy P; KIM, Jung Hoon; SLOAN, Richard G. Detecting Earnings Management: A New Approach. **Journal of Accounting Research**, [S.I.], v. 50, n. 2, p. 275-334, May 2012.

DECHOW, Patricia M.; SKINNER, Douglas J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting Horizons**, [S.I.], v. 14, n. 2, p. 235-250, 2000.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G. Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation. **Journal of Accounting and Economics**, [S.I.], v. 14, p. 51-89. 1991.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, [S.I.], v. 13, n. 1, p. 1-36, 1996.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, [S.I.], v. 70, n. 2, p. 193-225, Apr. 1995

DEFOND, Mark L.; JIAMBALVO, James. Debt covenant violation and manipulation of accruals. **Journal of Accounting and Economics**, [S.I.], v. 17, n. 1-2, p. 145-176, 1994.

DEGEORGE, François; PATEL, Jayendu; ZECKHAUSER, Richard. Earnings management to exceed thresholds, **Journal of Business**, [S.I.], v. 72, p. 1-33, 1999.

DEMERS, Elizabeth; WANG, Chong. The Impact of CEO Career Concerns on Accruals Based and Real Earnings Management. **INSEAD Working Papers Collection**, [S.l.], v. 13, p. 1-46, 2010.

DEWENTER, Kathryn L.; MALATESTA, Paul H. State-owned and privately owned firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity. **The American Economic Review**, [S.l.], v. 91, n. 1, p. 320-334, 2001.

EISENHARDT, Kathleen. M. Agency theory: An assessment and review. **Academy of Management Review**, [S.l.], v.14, n.1, p. 57-74, 1989.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, [S.l.], v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FISHER, Franklin M. The Misuse of Accounting Rates of Return: Reply. **American Economic Review**, [S.l.], v. 74, n. 3 p. 509-517, 1984.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens. Governança organizacional aplicada ao setor público. In: CONGRESO INTERNACIONAL DEL CLAD SOBRE LA REFORMA DEL ESTADO Y DE LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA, 8., 2003, Panamá. **Anais eletrônicos...** Panamá, 28-31 out. 2003. Disponível em: <<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/CLAD/clad0047108.pdf>>. Acesso em: 06 jun. 2015.

FRANCIS, Jennifer; LAFOND, Ryan; OLSSON, Per; SCHIPPER, Katherine. The market pricing of accruals quality. **Journal of accounting and economics**, [S.l.], v. 39, n. 2, p. 295-327, 2005.

FRIEDLAN, John M. Accounting choices of issuers of initial public offerings. **Contemporary Accounting Research**, [S.l.], v. 11, n. 1, p. 1-31, 1994.

GARCÍA-AYUSO, Manuel; ZAMORA, Constancio. Análisis de los Factores Determinantes en el Reconocimiento de Créditos por Pérdidas Fiscales en las Empresas Españolas / Factors Explaining the Recognition of Tax Loss Carryforwards in Spanish Companies. **Revista Española de Financiación y Contabilidad**, [S.l.], v. 32, n. 117, p. 395-429, abr-jun 2003.

GAVER, Jennifer J.; GAVER, Kenneth M.; AUSTIN, Jeffrey R. Additional evidence on bonus plans and income management. **Journal of accounting and Economics**, [S.l.], v. 19, n. 1, p. 3-28, 1995.

GIROUX, Gary. Detecting earnings management. New Jersey: John Wiley & Sons, 2004.

GODOY, Paulo de; MARCON, Rosilene. Teoria da Agência e os Conflitos Organizacionais: a influência das transferências e das promoções nos custos de agência em uma instituição bancária. **Revista de Administração Mackenzie**, [S.l.], v. 7, n. 4, p.168-210, Oct. 2006.

GONÇALVES, Liliana Isabel Teixeira da Costa Saraiva. **Earnings Management and CEO Characteristics**. Dissertation for the degree of Master in Accountancy. Instituto Universitário de Lisboa, 2011.

GU, Zhaoyang; LEE, Chi-Wen Jevons; ROSETT, Joshua. G. What determines the variability of accounting accruals? **Review of Quantitative Finance and Accounting**, [S.l.], v. 24, p. 313-334, 2005.

GUIDRY, Flora; LEONE, Andrew J.; ROCK, Steve. Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. **Journal of accounting and economics**, [S.l.], v. 26, n. 1, p. 113-142, 1999.

HABBASH, Murya; XIAO, Lijuan; SALAMA, Aly; DIXON, Robert. Are Independent Directors and Supervisory Directors Effective in Constraining Earnings Management? **Journal of Finance, Accounting & Management**, [S.l.], v. 5, n. 1, p. 125-160, 2014.

HAIR, Joseph F. et al. **Análise multivariada de dados**. Tradutor: Adonai Schlup Sant'Ana e Anselmo Chaves Neto. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HALLOCK, Kevin F.; MADALOZZO, Regina; RECK, Clayton G. CEO Pay-For-Performance Heterogeneity Using Quantile Regression. **The Financial Review**, [S.l.], v. 45, n. 1, p. p. 1-19, 2010.

HAMBRICK, Donald C.; MASON, Phyllis A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. **Academy of Management Review**, [S.l.], v. 9, n. 2, p. 193-206, Apr. 1984.

HEALY, Paul M. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. **Journal of Accounts and Economics**, [S.l.], v. 7, p. 85-107, 1985.

HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. **Accounting Horizons**, [S.l.], v. 13, n. 4, p. 365- 383, Dec. 1999.

HENDERSON, Andrew; MILLER, Danny; HAMBRICK, Donald C. How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance. **Strategic Management Journal**, [S.l.], v. 27, n. 5, p. 447-460, 2006.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDÁ, Michael F. **Teoria da contabilidade**. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

HOCHBERG, Yael V., Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm. **Review of Finance, Forthcoming**, [S.l.], v. 16, n. 2, p. 429-480, 2012.

HOLTHAUSEN, Robert W.; LARCKER, David F.; SLOAN, Richard G. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 19, n. 1, p. 29-74, 1995.

HUA-WEI, Huang; ENA, Rose-Green; CHIH-CHEN, Lee. CEO Age and Financial Reporting Quality. **Accounting Horizons**, [S.l.], v. 26, n. 4, p. 725-740, Dec. 2012.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 3, n. 4, p. 305-360. 1976.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J.; WRUCK, Eric G. Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. **ECGI Working Paper Series in Finance**, Bruxelles n. 44, July 2004.

JIANG, Fuxiu; ZHU, Bing; HUANG, Jicheng. CEO's financial experience and earnings management. **Journal of Multinational Financial Management**, [S.I.], v. 23, n. 3, p. 134-145, 2013.

JO, Hoje; KIM, Yong H.; KIM, Yongtae. Earnings Management and CEO Cash Compensation. **The International Journal of Finance**, [S.I.], v. 16, n. 4, p. 3224-3245, 2004.

JOIA, Roberto Midoguti; NAKAO, Silvio Hiroshi. Adoção de IFRS e gerenciamento de resultado nas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, Brasília, v. 8, n. 1, 2014.

JONES, Jennifer J. Earnings Management During Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research**, [S.I.], v. 29, n. 2, p. 193-228, Sept. 1991.

KALYTA, Paul. Accounting discretion, horizon problem, and CEO retirement benefits. **The Accounting Review**, [S.I.], v. 84, n. 5, p. 1553-1573, 2009.

KANAGARETNAM, Kiridaran; LIM, Chee Yeow; LOBO, Gerald J. Effects of international institutional factors on earnings quality of banks. **Journal of Banking & Finance**, [S.I.], v. 39, p. 87-106, 2014.

KANG, Sok-Hyon; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, Oxford. v. 33, n. 2, p. 353-367, Autumn 1995.

KENT, Pamela; ROUTLEDGE, James; STEWART, Jenny. Innate and discretionary accruals quality and corporate governance. **Accounting & Finance**, [S.I.], v. 50, n. 1, p. 171-195, 2010.

KLANN, Roberto Carlos; GOMES, Ely do Carmo Oliveira Gomes; GREUEL, Marcos Alexandre; BEZERRA, Francisco Antônio. Influência do risco moral e da accountability nas tomadas de decisões. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 25, n. 1, p. 99-118, 2014.

KLEIN, April. Audit Committee, Board of Directors Characteristics and Earnings Management. **Journal of Accounting and Economics**, [S.I.], February, 2002.

KLEIN, Lawrence Robert. **The economics of supply and demand**. 1983.

KOTHARI, Sagar P.; LEONE, Andrew J.; WASLEY, Charles E. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of accounting and economics**, [S.I.], v. 39, n. 1, p. 163-197, 2005.

KRONBAUER, Clóvis A. **Información relativa al impuesto sobre beneficios: análisis empírico sobre la divulgación realizada por las empresas del IBEX-35 y del IBOVESPA en los ejercicios de 2003/2005**. 2008. PhD Thesis. Tese (Doutorado em

Contabilidade e Auditoria). Departamento de Contabilidade e Economia. Universidade de Sevilla. Sevilha. 2008.

KUANG, Yu Flora; QIN, Bo; WIELHOUWER, Jacco L. CEO origin and accrual-based earnings management. **Accounting Horizons**, [S.l.], v. 28, n. 3, p. 605-626, 2014.

KUTZ, Matthew. Toward a conceptual model of contextual intelligence: A transferable leadership construct. **Leadership Review**, [S.l.], v. 8, p. 18–31, 2008.

LAKHAL, Faten; AGUIR, Amal; LAKHAL, Nadia; MALEK, Adnane. Do Women On Boards And In Top Management Reduce Earnings Management? Evidence In France. **Journal of Applied Business Research**, [S.l.], v. 31, n. 3, p. 1107-1118, 2015.

LOPES, Cláudia; CERQUEIRA, António; BRANDÃO, Elísio. Impact of IFRS adoption on accounting quality in European firms. **Journal of Modern Accounting and Auditing**, [S.l.], v. 6, n. 9, 2010.

MARCIUKAITYTE, Dalia; PARK, Jung Chul. Market competition and earnings management. **Working Paper**. Disponível em SSRN 1361905, 2009.

MARTINEZ, Antônio Lopo. “**Gerenciamento**” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

MARTINEZ, Antônio Lopo. Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals não discricionários. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17, 2008.

MARTINEZ, Antônio Lopo. Gerenciamento de resultados no Brasil: uma survey da literatura. **BBR - Brazilian Business Review**, Vitória, v. 10, n. 4, p. 1-31out./dez. 2013.

MARTINEZ, Antônio Lopo. Novo mercado, auditoria e o gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por decisões operacionais no Brasil. In: **9º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: USP. 2009.

MARTITS, Luiz Augusto; EID Junior, William. Asymmetric Preferences in Investment Decisions in the Brazilian Financial Market. **Social Science Research Network**, [S.l.], 2009.

MATINFARD, Mehran; OJAGHI, Reza. A study on the effect of leverage on firms' management opportunism behavior. **Management Science Letters**, [S.l.], v. 3, n. 10, p. 2639-2642, 2013.

MCNICHOLLS, Maureen F. Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of. **The Accounting Review**, [S.l.], v. 77, n. 4, p. 61-69, 2002.

MCNICHOLS, Maureen F.; WILSON, G. Peter. Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts. **Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 26, n. 3, p. 1-31, Dec. 1988.

MENON, Krishnagopal; WILLIAMS, David D. Former Audit Partners and Abnormal Accruals. **The Accounting Review**, [S.I.], v. 4, n. 1095, 2004.

MOSES, Douglas O. Income Smoothing and incentives: Empirical tests using accounting changes. **The Accounting Review**, [S.I.], v. 62, n. 2, p. 358-377, April, 1987.

MYERS, James N.; MYERS, Linda A.; OMER, Thomas C. Exploring the Term of the Auditor-Client Relationship and the Quality of Earnings: A Case for Mandatory Auditor Rotation? **The Accounting Review**, [S.I.], v. 78, n. 3, p. 779-799, 2003.

NAGATA, Kyoko; HACHIYA, Toyohiko. Competing motives for earnings management in initial public offerings: To reduce wealth loss or to keep control of the firm. **Working Paper**: Tokyo Institute of Technology. 2006.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; NAKAO, Silvio Hiroshi. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo v. 20, n. 51, p. 77-100, 2009.

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis**: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 2007.

PAZ, Veronica; GRIFFIN, Thomas. Granting Stock Options as Part of CEO Compensation and the Impact on Earnings Quality. **Journal of Multidisciplinary Research**, [S.I.], v. 6, n. 1, p. 31, 2014.

PEASNELL, Kenneth V.; POPE, P. F.; YOUNG, S. Accrual management to meet earnings targets: UK evidence pre-and post-Cadbury. **The British Accounting Review**, [S.I.], v. 32, n. 4, p. 415-445, 2000.

PENI, Emilia; VÄHÄMAA, Sami. Female executives and earnings management. **Managerial Finance**, [S.I.], v. 36, n. 7, p.629 – 645, 2010.

PETERSON, Dane; RHOADS, Angela; VAUGHT, Bobby C. Ethical beliefs of business professionals: A study of gender, age and external factors. **Journal of Business Ethics**, [S.I.], v. 31, n. 3, p. 225–233, 2001.

PHILLIPS, John; PINCUS, Morton; REGO, Sonja Olhoft. Earnings management: New evidence based on deferred tax expense. **The Accounting Review**, [S.I.], v. 78, n. 2, p. 491-521, 2003.

PORTER, Michael E. The structure within industries and companies' performance. **The Review of Economic and Statistics**, [S.I.], v. 61, n. 2, 1979.

RICHARDSON, Roberto. **Pesquisa social**: métodos e técnicas. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 1999.

RICHARDSON, Vernon J. Information asymmetry and earnings management: some evidence. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, [S.I.], v. 15, p. 325-347, 2000.

ROSS, Stephen A. The economic theory of agency: the principal's problem. **The American Economic Review**, [S.l.], v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

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

SALTAJI, Issam Mf. Corporate governance and agency theory how to control agency costs. **Internal Auditing & Risk Management**, [S.l.], v. 8, n. 4, 2013.

SCHIPPER, Katherine. Commentary: earnings management. **Accounting Horizons**, [S.l.], p. 91-102. Dec. 1989.

SCHRAND, Catherine M.; WONG, M. H. Earnings management and its pricing implications: Evidence from banks' adjustments to the valuation allowance for deferred tax assets under SFAS 109, **Working paper**, University of Pennsylvania and University of California at Berkeley. v. 109, 2000.

SCOTT, William R. **Financial Accounting Theory**. 5th ed. Toronto: Pearson Prentice Hall, 2009.

SEGATTO-MENDES, Andréa Paula. **Teoria da agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa**. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, 2001.

SEGATTO-MENDES, Andréa Paula; ROCHA, Keyler Carvalho. Contribuições da teoria de agência ao estudo dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 40, n. 2, 2005.

SHUST, Efrat. Does Research and Development Activity Increase Accrual-Based Earnings Management? **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, [S.l.], v. 30, n. 3, p. 373-401, 2015.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 2002.

SMITH, Adam. **The wealth of nations**. New York: The Modern Library, 1776.

SOUZA, João Antônio Salvador; COSTA, Wando Belffi; ALMEIDA, José Elias Feres; BORTOLON, Patricia Maria. Determinantes e consequências do fechamento de capital nas práticas de gerenciamento de resultados. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v. 1, n. 1, p. 38-57, 2013.

SRINIDHI, Bin; GUL, Ferdinanda A.; TSUI, Judy. Female Directors and Earnings Quality. **Contemporary Accounting Research**, [S.l.], v. 28, n. 5, p. 1610-1644, Dec. 15, 2011.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração**; tradução Alfredo Faria. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1981.

STOLOWY, Hervé; BRETON, Gaétan. Accounts manipulation: A literature review and proposed conceptual framework. **Review of Accounting and Finance**, [S.I.], v. 3, n. 1, p. 5-92, 2004.

SUBRAMANYAM, K. R. The pricing of discretionary accruals. **Journal of accounting and economics**, [S.I.], v. 22, n. 1, p. 249-281, 1996.

TSIPOURIDOU, Maria; SPATHIS, Charalambos. Earnings management and the role of auditors in an unusual IFRS context: The case of Greece. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, [S.I.], v. 21, n. 1, p. 62-78, 2012.

VÄHÄMAA, Emilia. Executive Turnover, Gender, And Earnings Management: An Exploratory Analysis. **Accounting Perspectives**, [S.I.], v. 13, n. 2, p. 103-122, June 2014.

VICKERS, John; YARROW, George. Economic perspectives on privatization. **The Journal of Economic Perspectives**, [S.I.], v. 5, n. 2, p. 111-132, 1991.

VROOM, Victor H.; PAHL, Bernd. Relationship between age and risk taking among managers. **Journal of Applied Psychology**, [S.I.], v. 55, n. 5, p. 399, 1971.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory**. Prentice-Hall Inc., 1986.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, [S.I.], v. 65, n. 1, p. 131-156, 1990.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. **The Accounting Review**, [S.I.], v. 53, n. 1, p. 112-134, 1978.

WELLS, Peter. Earnings management surrounding CEO changes. **Accounting & Finance**, [S.I.], v. 42, n. 2, p. 169-193, June 2002.

WHITE, Harrison C. Agency as control. In: Zeckhauser, R.; Pratt, J., (Eds.), **Principals and Agents: The Structure of Business**. Harvard Business School Press, Boston, p. 187-214, 1985.

XIONG, Yan. Earnings management and its measurement: a theoretical perspective. **The Journal of American Academy of Business**, [S.I.], v. 9, n. 2, p. 214-219, 2006.

YERMACK, David. Good timing: CEO stock option awards and company new announcements. **Journal of Finance**, [S.I.], v. 52, p. 449-476, 1997.

ZAJAC, Edward J. CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis. **Strategic Management Journal**, [S.I.], v. 11, n. 3, p. 217-230, 1990.

ZECKHAUSER, Richard J.; PRATT, John W. (ed.). **Principals and agents: The structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985.

## APÊNDICE A- CÁLCULO DE CORRELAÇÃO

Variáveis	DAJ	DAJM	MRD	Id	Gn	Ean	Fin	Grad	PGrad	Dual	Elei	Age	Size	Grow	Loss	Big4	End	ROA	MB
DAJ	1																		
DAJM	0,971	1																	
MRD	-0,020	-0,019	1																
Id	-0,062	-0,054	-0,012	1															
Gn	0,016	0,021	0,013	0,013	1														
Ean	-0,003	-0,002	0,015	0,133	-0,003	1													
Fin	0,054	0,047	-0,017	-0,158	0,017	-0,022	1												
Grad	0,017	0,021	0,005	-0,148	0,041	-0,034	0,190	1											
PGrad	0,038	0,043	0,007	-0,266	-0,082	-0,011	0,016	0,223	1										
Dual	-0,011	-0,011	-0,018	0,125	-0,050	0,055	0,055	0,001	-0,169	1									
Elei	-0,016	-0,005	0,028	0,028	-0,099	0,061	-0,034	0,044	0,040	0,157	1								
Age	0,012	0,002	0,015	0,282	0,036	0,050	-0,121	-0,067	-0,085	0,113	0,115	1							
Size	-0,133	-0,126	-0,121	-0,002	-0,105	0,016	-0,063	-0,037	0,118	0,004	0,093	-0,234	1						
Grow	0,216	0,214	-0,013	-0,037	0,017	0,025	-0,023	0,020	0,062	0,036	0,008	0,000	0,024	1					
Loss	0,096	0,089	-0,094	-0,086	-0,047	-0,094	0,035	-0,022	0,027	-0,072	-0,036	0,050	-0,146	-0,001	1				
Big4	-0,081	-0,079	-0,067	-0,150	0,026	-0,014	-0,007	0,046	0,045	-0,149	-0,054	-0,246	0,462	-0,034	-0,203	1			
End	0,145	0,134	-0,009	-0,028	-0,047	-0,026	0,187	0,053	0,070	0,029	0,088	0,115	-0,237	0,013	0,343	-0,267	1		
ROA	-0,146	-0,141	0,001	0,068	0,065	0,087	-0,077	0,009	-0,003	0,036	0,001	-0,125	0,124	-0,032	-0,542	0,180	-0,404	1	
MB	-0,090	-0,087	0,003	0,035	0,025	0,009	0,014	0,021	-0,108	-0,024	0,037	-0,141	0,029	-0,380	-0,244	0,103	-0,124	0,257	1