



322

A não Dualidade de CEO Reduzir as Práticas de Gerenciamento de Resultados? Evidências no Brasil

Aluno Mestrado/MSc. Student Ruth Fonseca de Araújo, Doutor/Ph.D. Vinícius Gomes Martins,
Doutor/Ph.D. Giuseppe Trevisan Cruz

Universidade Federal de Pernambuco - UFPE, Recife, PE, Brazil

Aluno Mestrado/MSc. Student Ruth Fonseca de Araújo

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis - UFPE

Doutor/Ph.D. Vinícius Gomes Martins

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis - UFPE

Doutor/Ph.D. Giuseppe Trevisan Cruz

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis - UFPE

Resumo/Abstract

Esta pesquisa analisou se a mudança regulatória ocorrida em 2011, que vedou a dualidade de CEO para as empresas inseridas nos segmentos de listagem da B3, impactou no gerenciamento de resultados (GR) destas empresas. O GR foi mensurado através dos accruals discricionários e das atividades reais, utilizando-se o modelo Jones modificado (1995) e de Roychowdhury (2006), respectivamente. Para isso, foi utilizado o método Difference-in-Difference (DiD), estudando-se o efeito causal da não dualidade nos outcomes de práticas oportunistas da gestão das firmas, além de um estudo de evento como modelo empírico mais flexível. Os dados referentes a não dualidade foram coletados dos formulários de referência (FR) de cada empresa, enquanto que os dados para a identificação do gerenciamento de resultados foram extraídos da plataforma Economatica®, resultando em uma amostra de 25 empresas, e sendo utilizado o período de 2008 a 2017. Os resultados não demonstraram efeitos no gerenciamento de resultados como resultado da separação dos cargos de presidente do conselho de administração e CEO. Todavia, ainda é possível verificar indícios da realização de gerenciamento de resultados tanto por accruals discricionários quanto por atividades reais antes do choque exógeno, o que pode ser resultado da endogeneidade do tempo para o cumprimento do novo regulamento. Após a ruptura, os achados sugeriram que a troca de chairman acarretou em um menor nível de gerenciamento de resultados, em oposição à troca de CEO.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance



A não Dualidade de CEO Reduz as Práticas de Gerenciamento de Resultados? Evidências no Brasil

RESUMO

Esta pesquisa analisou se a mudança regulatória ocorrida em 2011, que vedou a dualidade de CEO para as empresas inseridas nos segmentos de listagem da B3, impactou no gerenciamento de resultados (GR) destas empresas. O GR foi mensurado através dos *accruals* discricionários e das atividades reais, utilizando-se o modelo Jones modificado (1995) e de Roychowdhury (2006), respectivamente. Para isso, foi utilizado o método Difference-in-Difference (DiD), estudando-se o efeito causal da não dualidade nos *outcomes* de práticas oportunistas da gestão das firmas, além de um estudo de evento como modelo empírico mais flexível. Os dados referentes a não dualidade foram coletados dos formulários de referência (FR) de cada empresa, enquanto que os dados para a identificação do gerenciamento de resultados foram extraídos da plataforma Economatica®, resultando em uma amostra de 25 empresas, e sendo utilizado o período de 2008 a 2017. Os resultados não demonstraram efeitos no gerenciamento de resultados como resultado da separação dos cargos de presidente do conselho de administração e CEO. Todavia, ainda é possível verificar indícios da realização de gerenciamento de resultados tanto por *accruals* discricionários quanto por atividades reais antes do choque exógeno, o que pode ser resultado da endogeneidade do tempo para o cumprimento do novo regulamento. Após a ruptura, os achados sugeriram que a troca de *chairman* acarretou em um menor nível de gerenciamento de resultados, em oposição à troca de CEO.

Palavras-chave: Dualidade de CEO. Novo Mercado. Gerenciamento de Resultados.

1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste estudo é analisar se a vedação à dualidade de CEO, imposta por uma mudança regulatória ocorrida em 2011, impactou nas práticas de gerenciamento de resultados de firmas brasileiras. A discussão sobre o papel da dualidade de CEO não é consensual na literatura, nem mesmo entre os agentes de mercado. Enquanto muitas empresas praticam a dualidade em todo o mundo, há também uma grande quantidade de investidores e especialistas em governança que enfatizam a importância de separar os dois cargos (Goergen *et al.*, 2020), uma vez que a liderança concentrada em um único indivíduo pode comprometer a capacidade de monitoramento (Jensen & Meckling, 1976).

De acordo com Silveira, Barros e Famá (2003), a década de 1990 testemunhou uma série de mudanças nos conselhos corporativos de empresas de muitos países, incluindo o Brasil, sendo uma delas a recomendação de uma participação ativa e independente do conselho de administração, que pode ser alcançada, dentre outras medidas, através da separação dos cargos do presidente do conselho de administração (*chairman*) e do diretor executivo (CEO), pois se acredita que o acúmulo de cargos ou funções pelo CEO pode resultar em problemas de governança, uma vez que o CEO tem a possibilidade de representar seus interesses através de



mais de uma posição na organização, gerando, assim, uma estrutura de liderança concentrada em um único indivíduo (Sprenger *et al.*, 2017).

Nesse contexto, o conselho de administração e o CEO devem exercer suas funções de forma independente, de modo a evitar quaisquer práticas oportunistas que possam impactar negativamente os interesses dos acionistas (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993). Essas práticas, portanto, podem estar associadas ao gerenciamento de resultados, que consiste na liberdade da mensuração do resultado da empresa pelos administradores através da discricionariedade (Lopes & Martins, 2005). De acordo com Dechow, Sloan e Sweeney (1995), as empresas que têm acumulação de cargos de CEO e *chairman* estão mais suscetíveis à prática de gerenciamento de resultados.

Dessa forma, o acúmulo de cargos pelo CEO pode resultar em uma liderança centralizada, com interesses refletidos em ambas as funções desempenhadas pelo mesmo indivíduo, o que pode acarretar em um maior gerenciamento de resultados (Dechow *et al.*, 1995). Logo, para que as práticas de gerenciamento de resultados sejam mitigadas, a não dualidade exerce um papel fundamental nas companhias, ajudando também no adequado controle e monitoramento destas (Mansor *et al.*, 2013).

Apesar da grande disseminação da prática da dualidade de CEO a níveis nacionais e internacionais, algumas empresas brasileiras foram inseridas em um contexto coercitivo de mudança, isto é, o Brasil tornou-se um centro propício ao estudo da dualidade de CEO e seus impactos nas mais diversas áreas das companhias, pois, através de um regulamento publicado em 2011, a Brasil, Bolsa, Balcão – B3 (antiga BM&FBovespa) passou a exigir a segregação da dualidade de CEO para as empresas inseridas nos segmentos de listagem existentes até então. A partir dessa mudança, visualizou-se uma oportunidade de estudo buscando suprir a incipiente literatura sobre o tema.

Pesquisas pretéritas mostraram que a dualidade de CEO está relacionada com o gerenciamento de resultados (Klein, 2002) e com o *networking* dentro do conselho de administração (Fracassi & Tate, 2012). No entanto, tais estudos se limitaram a análises de associações. Diante disso, o presente estudo pretende contribuir, buscando novas evidências através do uso de estratégias de identificação, das quais podem permitir extrair inferências causais. Além disso, esta proposta de pesquisa busca avançar ao explorar heterogeneidades associadas às características da firma, do conselho de administração e do CEO, bem como aspectos ligados a decisão das firmas ao se adequarem a mudança imposta pelo regulamento. Tudo isso pode contribuir para uma melhor compreensão desse fenômeno, isto é, se de fato a não dualidade reduz a liberdade da gestão para realizarem escolhas contábeis oportunistas e se as características das firmas podem estar ligadas a esse possível efeito.

Torna-se importante destacar que o Brasil, considerado um mercado emergente, pode ser caracterizado pela alta concentração de propriedade, pela baixa sofisticação dos investidores, enfim, pelas fragilidades relativas em termos de política de proteção aos acionistas minoritários, tornando-se um ambiente favorável para níveis relativamente elevados de assimetria informacional (Lopes & Walker, 2008; Henk & William, 2008; Enga *et al.*, 2019). Em mercados como o do Brasil, o efeito marginal de medidas de governança tomadas individualmente pelas firmas, como é o caso da não dualidade do CEO, pode ser mais significativo se comparado com mercados desenvolvidos, já que, tradicionalmente, possuem sistemas de governança relativamente mais robustos.

Nessa perspectiva, o presente estudo realizou um quase experimento através do método Difference-in-Difference (DiD), investigando a existência de efeito causal da não dualidade das firmas nas práticas de gerenciamento de resultados. Intrínseca à teoria da agência, dentro de uma perspectiva de governança, esta pesquisa considera que a dualidade de CEO não acarreta

em benefícios à entidade, uma vez que a concentração de poder contribui com a busca da maximização de utilidade, para o atendimento de interesses próprios, através do comprometimento da capacidade de monitoramento (Jensen & Meckling, 1976). Dentro desse contexto, há também muitos indícios de práticas de gerenciamento de resultados, seja através da manipulação de *accruals* ou de atividades reais (Roychowdhury, 2006). Assim, optou-se por utilizar os dois tipos de gerenciamento para uma melhor análise e veracidade dos resultados.

A pesquisa acrescenta à literatura ao buscar evidências capazes de explicar como a estrutura de não dualidade, que surgiu através de um regulamento, caracterizado pela obrigatoriedade de seu cumprimento, pode impactar na realização de gerenciamento de resultados. A estrutura coercitiva da mudança da regulação, por sua vez, permite um cenário mais favorável, uma vez que os problemas provocados pela endogeneidade são minimizados, fornecendo, assim, novas percepções à temática.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. DUALIDADE DO CEO E AS PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

A dualidade de CEO refere-se à ocupação de cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho pela mesma pessoa, simultaneamente. Enquanto a atividade do CEO concentra-se na gestão das operações, o presidente do conselho de administração lida com as políticas de organização, assim como o monitoramento do desempenho organizacional. Nesse contexto, a dualidade foi amplamente discutida por muitos anos no âmbito da governança corporativa, principalmente nos Estados Unidos, país que vivenciou a ocorrência de grandes escândalos que ficaram mundialmente conhecidos, como o da Enron, demonstrando que a dualidade pode dar ao CEO uma influência demasiada sobre o conselho de administração, comprometendo, assim, a realização de uma adequada política de controle na companhia (Hsu *et al.*, 2021).

Nesse contexto, a segregação dos cargos de presidente do conselho e diretor presidente é vista como um fator fundamental para a prática de uma boa governança corporativa (Fama & Jensen, 1983). A Teoria da Agência sustenta que a ocupação simultânea em atividades de decisão e controle diminui a capacidade do conselho de monitorar as decisões e ações do CEO, o qual pode agir de forma a maximizar e satisfazer seus próprios interesses (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993). Ainda de acordo com Fama e Jensen (1983) e Jensen (1993), a Teoria da Agência considera que o Conselho de Administração deve atuar de forma independente a fim de limitar eventuais ações gerenciais oportunistas, contribuindo, portanto, com a proteção do interesse dos acionistas. Assim, de acordo com a teoria da agência, a ocupação simultânea dos dois cargos pode acarretar na busca da satisfação dos interesses pessoais (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993).

Nessa perspectiva da governança corporativa, dentre as práticas oportunistas e de maximização da utilidade dos gestores, existe o gerenciamento de resultados, que tem sido o centro das atenções de muitas pesquisas na área da Contabilidade, tanto internacionais quanto nacionais. Nesse contexto, na literatura acadêmica, a definição de gerenciamento de resultados é amplamente abordada por estudos anteriores (Schipper, 1989; Healy & Wahlen, 1999).

Para Healy e Wahlen (1999) o gerenciamento de resultados se dá quando os gestores utilizam de julgamento na elaboração dos relatórios financeiros para distorcer as percepções dos acionistas sobre o desempenho econômico empresarial ou ainda para influenciar resultados de eventuais contratos, os quais dependem dos números contábeis reportados. Adicionalmente, para Dechow e Schrand (2010), o gerenciamento de resultados pode estar associado à qualidade do lucro reportado e, dentre uma das explicações acerca do sistema de medição contábil, existem os *accruals* anormais, que se destinam a identificar distorções induzidas pela aplicação



das regras contábeis ou gerenciamento de resultados. Para Schipper (1989), por sua vez, a prática ocorre com a ingerência voluntária na etapa de divulgação externa dos relatórios contábeis com o intuito de obter algum ganho privado, podendo o gerenciamento ocorrer em qualquer momento da divulgação e apresentar-se de várias formas.

Nesse contexto, o gerenciamento de resultados pode ser classificado a partir de duas categorias: gerenciamento através de *accruals* e gerenciamento por meio de atividades reais. Enquanto os *accruals* correspondem ao reconhecimento de receitas e despesas em uma determinada transação antes da efetivação dos valores envolvidos, representando, assim, a diferença entre o lucro contábil de uma organização e o seu fluxo de caixa (Chan *et al.*, 2001), o gerenciamento de atividades reais ocorre quando os gestores realizam ações que alteram o tempo ou a estrutura de uma operação, investimento ou transação de financiamento com o objetivo de influenciar o resultado da empresa (Gunny, 2010).

Na perspectiva da associação entre a dualidade de CEO e o gerenciamento de resultados, o estudo de Mansor *et al.* (2013) evidenciou a relação entre essas variáveis. Os autores, ao avaliarem um grupo de empresas da Malásia, afirmaram que o GR poderia ser mitigado através da não dualidade de CEO. Tang e Chen (2020), por sua vez, analisaram que a dualidade de cargos das empresas listadas na bolsa de valores da China ocasionou uma relação positiva e significativa do GR, tanto por *accruals* discricionários quanto por atividades reais.

Nuanpradit (2019), ao investigar, por meio do gerenciamento de lucros reais, os efeitos individuais e de interação entre a dualidade de CEO e sua ocupação durante os três primeiros anos no cargo, evidenciou que a dualidade de CEO leva à manipulação da atividade de vendas, enquanto que somente a ocupação do cargo de CEO nos três primeiros anos de mandato não afeta a manipulação de vendas. O estudo evidenciou também que o conjunto das duas práticas influencia na decisão de gerenciar resultados através das atividades de vendas. Sustentados pela teoria da agência, os achados também evidenciaram que as empresas que praticam a dualidade de CEO estão mais suscetíveis ao gerenciamento de atividades de vendas crescentes ou decrescentes, enquanto os CEOs recém nomeados costumam adotar estratégias de vendas ascendentes durante os três primeiros anos do cargo.

Dessa forma, considerando o contexto elencado, é razoável esperar a existência de um impacto da obrigatoriedade da não dualidade de CEO no GR das empresas brasileiras, seja através dos *accruals* discricionários ou através do gerenciamento por atividades reais, ou ambos. Além disso, intrínseco à teoria da agência, o presente estudo busca ainda abordar que a existência da não dualidade é benéfica às empresas, de modo que estas possam manter a boa qualidade da governança corporativa e, conseqüentemente, do controle e do monitoramento.

3 BACKGROUND INSTITUCIONAL

Os segmentos de listagem da B3 surgiram no ano 2000 a partir da necessidade da existência de seções adequadas aos diferentes perfis das empresas inseridas no mercado brasileiro de capitais. Esses segmentos, por sua vez, possuem regras de governança corporativa diferenciadas, as quais vão além da Lei das Sociedades por Ações, tendo como objetivo melhorar a avaliação das companhias, assim como atrair investidores através de uma redução de risco de assimetria informacional.

A B3 dispõe dos seguintes segmentos, os quais possuem regulamentos próprios que devem ser seguidos pelas companhias que pretendem se inserir em algum deles: Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1), Nível 2 (N2), Bovespa Mais (BM) e Bovespa Mais Nível 2 (BMN2), sendo os dois últimos criados somente em 2012. Ao se inserir em algum dos segmentos, as empresas assumem o compromisso de cumprir com as exigências extras de um conjunto de práticas de governança exigidas pela B3, esperando-se obter uma diferenciação no mercado em nível de

gestão. Nesse contexto, o Quadro 1 apresenta alguns dos principais critérios entre os segmentos de listagem existentes até 2011, os quais são utilizados no presente estudo.

Quadro 1 - Comparação entre os segmentos de listagem

Itens comparativos	Novo Mercado	Nível 1	Nível 2
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (direitos adicionais)
Free float	25% ou 15%	25%	25%
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros	Mínimo de 3 membros	Mínimo de 5 membros
Vedação à acumulação de cargos	Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações	Carência de 3 anos a partir da adesão	Carência de 3 anos a partir da adesão
Obrigação do Conselho de Administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês
Reunião pública anual	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública sobre as informações divulgadas	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON e PN

Fonte: Elaborado pelos autores, com base nas informações do site da B3.

Dentre os regulamentos emitidos pela B3, a publicação de um novo regulamento em 2011 abordou significativas mudanças. Dentre elas, a vedação à acumulação de cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente, tanto no NM quanto no N1 e no N2, segmentos existentes até então. Com isso, companhias listadas em tais segmentos, antes da mudança da regulação, para fins de transição, só poderiam ter cargos acumulados pela mesma pessoa por um período máximo de 3 (três) anos contados a partir do início de suas negociações no segmento elegido.



Apesar da escolha das empresas de fazerem parte ou não de um determinado segmento, a sua permanência depende do cumprimento aos regulamentos existentes. A mudança na regulação de 2011, mais precisamente a proibição da dualidade de CEO, concentra o interesse do presente estudo e é abordada como um evento exógeno, ou seja, alheio a fatores internos, uma vez que forçou mudanças de políticas existentes e dissipadas entre as empresas. Mesmo com a existência do *timing* que as empresas tiveram para passar para uma estrutura de não dualidade, a mudança decorreu da modificação no regulamento, ou seja, de um evento não controlado, individualmente, pelas companhias. Além disso, torna-se importante ressaltar que, mesmo com a escolha inicialmente de adequar-se ou não, para fazer parte de algum segmento diferenciado de listagem, a saída deste pode não ser um fator tão simples, uma vez que a adequação em busca de uma melhor visibilidade do mercado pode ter sido realizada a partir de altos custos. Dessa forma, mesmo com a opção de saída, esta pode não ser a melhor alternativa, o que pode levar as empresas a permanecerem no segmento em que estão, mesmo com a mudança de regulações que pode não agradar quem já disseminava na prática.

4 METODOLOGIA

4.1 AMOSTRA E DADOS

A amostra do estudo é composta pelas empresas que compõem o NM, N1 e N2 da B3, durante o período de 2008 a 2017, sendo este espaço temporal escolhido por contemplar o prazo que as empresas tiveram para extinguir a dualidade e para analisar de forma significativa seus efeitos dinâmicos. A informação sobre a existência de dualidade foi extraída do Formulário de Referência (FR) das empresas, o qual, de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), é um documento eletrônico, de encaminhamento periódico e eventual, contemplando informações do emissor referentes a atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores, valores mobiliários emitidos e operações com partes relacionadas. Nos FR, disponíveis no site da B3, foi verificado se o CEO também atuou como *chairman*.

Os dados necessários para as variáveis de gerenciamento de resultados foram extraídos através dos Demonstrativos Contábeis Consolidados anuais na plataforma Economatica® e a análise do gerenciamento de resultados foi realizada de duas formas, a fim de melhor evidenciá-lo: por *accruals* e por atividades reais.

Foram excluídas da amostra as empresas que integraram algum segmento de listagem após a mudança na regulação, assim como aquelas que se encontravam em fase pré-operacional, ou seja, em um momento de preparação para a inserção no segmento. Adicionalmente, foram excluídas da amostra as empresas que apresentaram patrimônio líquido negativo e as empresas do setor financeiro, uma vez que possuem características particulares em virtude do setor em que estão inseridas, totalizando uma amostra de 25 empresas. Além disso, para fins de legibilidade, os resultados após a ruptura de dualidade foram apresentados até o oitavo trimestre, uma vez que os resultados seguem uma tendência muito semelhante nos períodos estudados.

4.2 VARIÁVEIS DA PESQUISA

Com o intuito de melhor evidenciar as práticas de gerenciamento de resultados, foram utilizadas duas proxies: i) *accruals* discricionários; e ii) gerenciamento através de atividades reais. Optou-se pela aplicabilidade dos dois métodos, pois, conforme Zang (2012), os gerentes podem utilizar o gerenciamento baseado em *accruals* e em atividades reais como substitutos

um do outro, portanto, examinar qualquer tipo de atividade isoladamente pode não levar a conclusões definitivas. Além da influência dos custos relativos na escolha do método, os gerentes também levam em consideração as limitações e o tempo das atividades de gerenciamento de resultados (Zang, 2012).

O modelo elaborado por Jones (1991) e aperfeiçoado por alguns autores posteriormente (Dechow *et al.*, 1995; Dechow, 2003; Pae, 2005) é seminal na verificação da existência de *accruals*. Assim, com o objetivo de melhorar a especificação, foi escolhido para o presente estudo o modelo de Jones modificado (Dechow *et al.*, 1995), que é representado pela equação a seguir:

$$TA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Rev_{it} + \beta_2 PPE_{it} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

TA_{it} : total de *accruals* da empresa *i*, no período *t*;

Rev_{it} : receita de vendas da empresa *i*, no período *t*;

PPE_{it} : ativo imobilizado da empresa *i*, no período *t*;

ROA_{it} : retorno sobre os ativos da empresa *i*, no período *t-1*;

ε_{it} : resíduos da regressão, que representam os *accruals* discricionários.

Os *accruals* totais, por sua vez, foram obtidos da seguinte forma:

$$TA_{it} = \frac{LL_{it} - FCO_{it}}{A_{t-1}} \quad (2)$$

Onde: LL_{it} corresponde ao lucro líquido da empresa *i*, no ano *t*; FCO_{it} refere-se ao fluxo de caixa operacional da empresa *i*, no ano *t*; e A_{t-1} é o ativo total defasado da companhia.

Ewert e Wagenhofer (2005), por sua vez, analisaram que as barreiras que impedem as empresas de gerenciar resultados através de *accruals* crescem à medida que as normas contábeis se tornam mais rígidas. No entanto, existem outras formas de gerenciar resultados, sendo uma delas através das atividades reais. O gerenciamento através de atividades reais pode ser definido como desvios das práticas operacionais normais, motivadas pelo desejo dos gestores de levar, pelo menos algumas das partes interessadas, a acreditar que certas metas de relatórios financeiros foram alcançadas no curso normal das operações, sendo ações não necessariamente responsáveis pela mudança de valor da empresa, mas permitem aos gerentes atingir as metas de relatórios (Roychowdhury, 2006). Ainda de acordo com Roychowdhury (2006), as evidências apontam que os gerentes evitam declarar perdas anuais ou perder previsões de analistas através da manipulação de vendas, da redução de despesas discricionárias e superprodução de estoques com o intuito de reduzir os custos das mercadorias vendidas, ações que intencionalmente induzem os lucros para cima.

Algumas regressões em nível de indústria podem ser utilizadas para medir o gerenciamento de resultados, estimando tanto o fluxo de caixa operacional, quanto os custos de produção e as despesas discricionárias (Roychowdhury, 2006). No entanto, optou-se por descartar a estimativa com base no fluxo de caixa operacional, uma vez que qualquer alteração nos preços ou na produção impacta no fluxo de caixa das operações, tornando seu efeito

ambíguo (Roychowdhury, 2006; Zang, 2012). Dessa forma, são utilizados os seguintes modelos:

$$\frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + \beta_1 \left(\frac{S_t}{A_{t-1}}\right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_t}{A_{t-1}}\right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta S_{t-1}}{A_{t-1}}\right) + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$\frac{DISC_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + \beta_1 \left(\frac{S_{t-1}}{A_{t-1}}\right) + \varepsilon_t \quad (4)$$

Onde:

PROD_t: custo de produção no ano t;

DISC_t: despesas discricionárias no ano t;

A_{t-1}: ativos totais no ano t-1;

S_t: receita de vendas no ano t;

Δ: operador da diferença;

ε: resíduo da regressão.

Os níveis anormais de produção e das despesas discricionárias foram medidos como o resíduo estimado das Equações 3 e 4, respectivamente. Portanto, correlato ao estudo de Zang (2012), quanto maior o valor dos resíduos da Equação 3, maior é a quantidade de superprodução de estoque e maior é o aumento nos lucros reportados por meio da redução do custo dos produtos vendidos. Na equação 4, por sua vez, tem-se que valores mais altos dos resíduos indicam quantidades de despesas discricionárias cortadas pelas empresas para aumentar os lucros reportados.

4.3 ESTRATÉGIA DE IDENTIFICAÇÃO

Para identificar se a mudança de regulação da B3 impactou o gerenciamento de resultados foi utilizado o método Difference-in-Difference (DiD), o qual consiste, em síntese, em um método quase experimental geralmente utilizado para estimar o efeito de uma intervenção ou tratamento específico, como a aprovação de uma lei ou a implementação de uma política, comparando-se as mudanças nos resultados ao longo do tempo entre o grupo de tratamento e o grupo de controle (Angrist & Pischke, 2008).

O modelo empírico utilizado na pesquisa é descrito a seguir:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta ND_{i,t} + \gamma Controles_{i,t} + \theta_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Onde:

Y_{it} refere-se ao *outcome* de uma determinada empresa i no período t. O *outcome*, por sua vez, será a métrica de gerenciamento de resultados, tanto por *accruals* quanto por atividades reais; ND (*dummy*) é a variável que identifica se houve a segregação de dualidade de CEO em



determinada empresa i no período t ; $Controles$ representa um vetor composto por variáveis de controle da empresa i no período t ; θ_i representa os efeitos fixos da firma, isto é, a heterogeneidade não observada, invariante ao longo do tempo; μ_t são os efeitos fixos de tempo, que controlam choques que podem afetar de forma homogênea todas as firmas ao longo do tempo; e ε_{it} refere-se aos resíduos da regressão. O coeficiente β evidencia o impacto da não dualidade nos resultados de interesse.

O modelo padrão de DiD só fornece uma estimativa robusta acerca do efeito do tratamento subjacente quando as unidades de tratamento recebem a intervenção no mesmo tempo (Goodman-Bacon, 2021). Todavia, nem todo desenho de DiD consegue explorar a variação entre grupos de tratados e de controle (não tratados) no mesmo momento, como é o caso deste estudo, uma vez que a mudança regulatória, introduzida em 2011 pela B3, concedeu um período de até três anos para a readequação da estrutura de liderança das firmas. Quando a intervenção ocorre em momentos distintos entre as unidades, aquelas já tratadas podem atuar como controles, fazendo com que o estimador DiD padrão seja distorcido. Diante disso, para melhor examinar as mudanças no gerenciamento de resultados antes e depois da não dualidade, foi aplicado um modelo empírico mais flexível retratado como estudo de evento, além do método DiD, conforme apresentado pela Equação 6:

$$Y_{i,t} = \alpha + \sum_{k=-M}^M \beta_k * ND_i * D_k + \gamma Controles_{i,t} + \theta_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Onde:

D_k são dummies específicas de trimestre; β_k representam os coeficientes que buscam capturar pré-tendências para períodos com $k < 0$ e efeitos dinâmicos do tratamento para $k \geq 0$. Conforme Equação 6, os parâmetros de interesse serão identificados por meio da variação interna do *outcome* das firmas tratadas em cada período de análise.

Problemas podem surgir mesmo em especificações dinâmicas com efeitos heterogêneos e diferenciais no tempo. Dessa forma, para mitigar esses possíveis problemas, foi utilizado, além do estimador Múltiplos Quadrados Ordinários (MQO), o método de Chaisemartin e D'Haultfoeuille (2020), tratado neste estudo como método CH, o qual é robusto para efeitos de tratamento heterogêneo de grupos e períodos. A dinâmica dos efeitos com base nesse método, por sua vez, é calculada a partir da comparação das mudanças de resultado de quem muda pela primeira vez com as de quem ainda não mudou, com base no período de referência.

4.4 TESTE DE ROBUSTEZ

A assimetria de informações é uma característica presente em muitos mercados, em que alguns indivíduos se beneficiam com informações privilegiadas, enquanto outros não as têm de maneira satisfatória (Leland & Pyle, 1977). De forma exemplificativa, Jensen e Meckling (1976) abordam essa assimetria como uma falha de contrato, onde os agentes podem ter atitudes discricionárias de forma a exercer controle nas decisões da empresa, expropriando direitos do principal, o qual muitas vezes não tem as informações completas e devidas. No contexto brasileiro, por sua vez, também é possível afirmar a existência de problemas de governança corporativa, onde as práticas diferenciais de governança são, em grande maioria, por adesão, como os níveis diferenciados da B3. Portanto, o efeito do choque exógeno da mudança de prática pode ser capturado mais fortemente por empresas com piores práticas de governança.

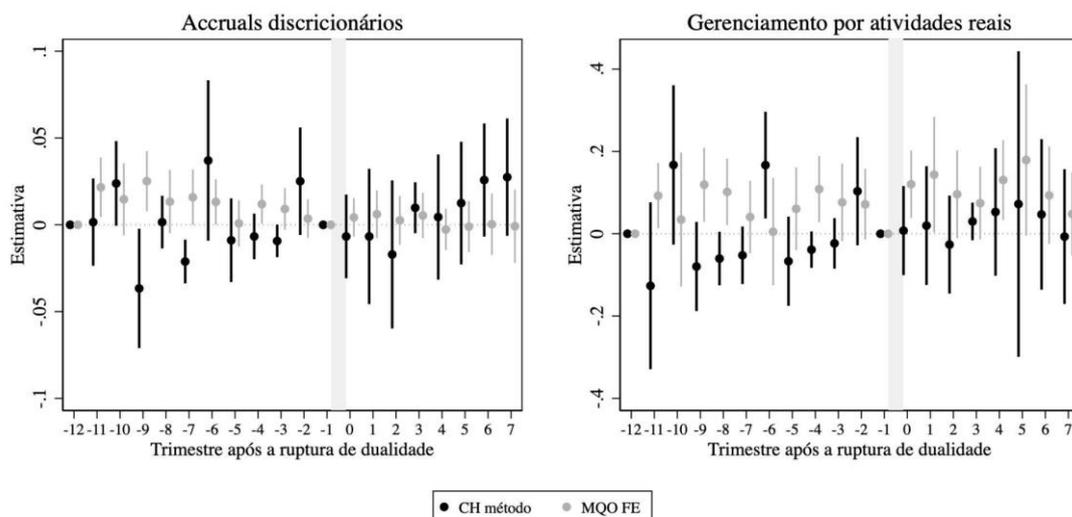
Adicionalmente, a mudança de CEO pode impactar na forma como uma companhia é gerida e no seu valor de mercado, que varia de acordo com as justificativas de troca de comando

(Cheung & Jackson, 2012). Dessa forma, vindo que a troca de CEO pode gerar efeitos no desempenho das organizações, faz-se importante considerar tais aspectos no âmbito do gerenciamento de resultados das empresas. Portanto, como teste de robustez, buscou-se controlar o efeito nas situações com as quais as organizações adotaram a não dualidade através da: i) troca de CEO; e ii) da troca do *chairman*.

5 RESULTADOS E DISCUSSÕES

O objetivo da pesquisa concentra-se no β das regressões, considerando duas formas de gerenciamento de resultados: por *accruals* discricionários e por atividades reais. Foi utilizado o método quase experimental Difference-in-Difference, além de um estudo de evento como modelo empírico mais flexível. Assim, para fins de melhor visualização e comparação, optou-se por apresentar os resultados através de figuras, conforme apresentadas abaixo:

Figura 1



Nota: Nesta figura, as linhas verticais representam intervalos de confiança de 90% e as estimações são representadas por cada ponto. Os coeficientes são indicados com erros padrão robustos para heterocedasticidade.

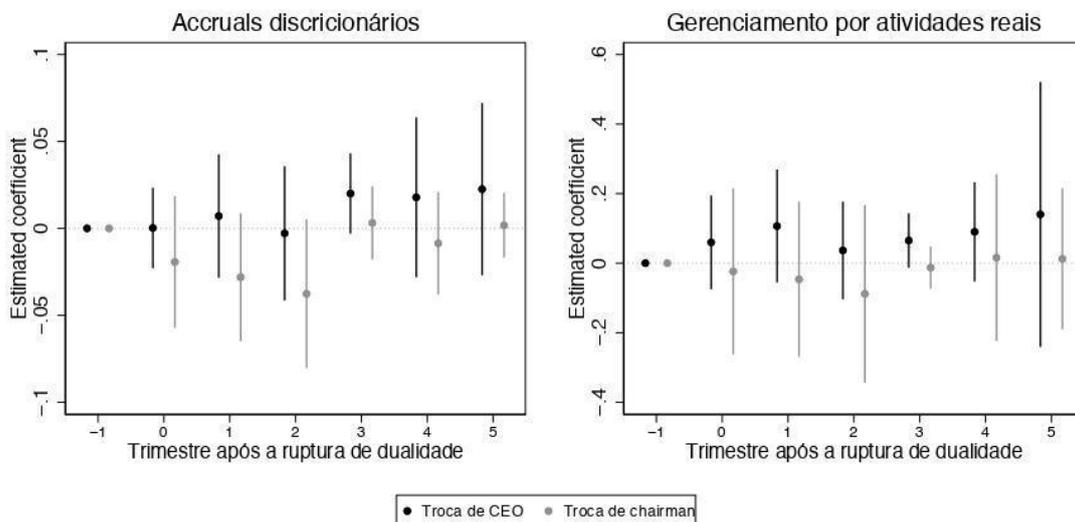
A figura 1 mostra as estimações da regressão por estudo de evento pelos métodos CH e MQO, tomando como base no modelo dinâmico da equação 6. Os pontos pretos representam as estimativas dos coeficientes com base no método CH, enquanto os pontos cinza indicam as estimativas com base no MQO. As estimativas dos coeficientes são consideradas significativas quando os intervalos de confiança (eixos verticais) não tocam no ponto zero. Os coeficientes apresentados na imagem sugerem, então, que não há resposta no gerenciamento de resultados decorrente da ruptura de dualidade, tanto para o método CH, que controla por heterogeneidade e tempo, quanto pelo MQO. Todavia, embora não estatisticamente significantes, os resultados apresentados podem sugerir que antes da ruptura de dualidade existiu algum efeito antecipatório em virtude de uma possível endogeneidade em razão do tempo, uma vez que a empresa pôde escolher, dentro o período de três anos, quando vai cumprir a obrigatoriedade do novo regulamento.

Além disso, diante dos resultados dos dois outcomes, tanto por *accruals* discricionários quanto por atividades reais, observa-se altas estimativas de gerenciamento de resultados em alguns momentos antes da ruptura (por *accruals*: -11, -9, -7; por atividades reais: -8, -7, -6), o que pode indicar que, se for um CEO que esteja deixando a empresa, este pode ter razões para gerenciar em decorrência de uma possível necessidade de ocultar um desempenho aquém do esperado (Bergstresser & Philippon, 2006). Após o choque exógeno, por sua vez, as estimativas próximas de zero indicam que o evento não possui efeito.

No entanto, embora sem significância estatística, alguns pontos apresentam indícios de gerenciamento após o choque exógeno, podendo indicar a manipulação de resultados através de duas perspectivas a partir da entrada de um novo CEO: de um lado o novo CEO pode buscar apresentar resultados abaixo do esperado no ano de sua entrada a fim de atribuir o baixo desempenho ao seu antecessor e ser bem visto a partir de resultados futuros (Kadan & Yang, 2016), já no sentido oposto o CEO entrante pode utilizar do gerenciamento nos primeiros anos para ampliar seus resultados através dos lucros e ser visto como um gestor competente no período em que está sendo testado (Ali & Zhang, 2015).

A figura 2 apresenta as estimativas do gerenciamento de resultados nos dois primeiros anos após a ruptura de dualidade.

Figura 2



Nota: Nesta figura, as linhas verticais representam intervalos de confiança de 90% e as estimações são representadas por cada ponto. Os coeficientes são indicados com erros padrão robustos para heterocedasticidade.

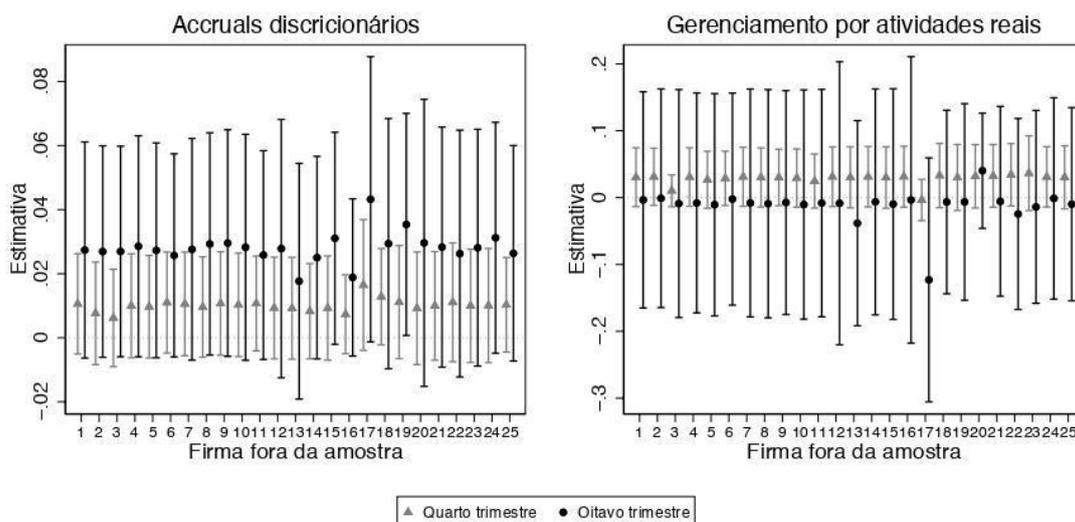
Na figura 2, os pontos pretos indicam a troca de CEO, enquanto os pontos cinza referem-se à troca de *chairman*. Dessa forma, quando consideradas as empresas em que a mudança coercitiva na estrutura de liderança ocorreu por meio da troca do CEO, têm-se coeficientes positivos, embora não estatisticamente significantes, podendo sugerir aumento no gerenciamento de resultados. Quando há uma troca de *chairman*, por sua vez, tem-se uma redução da prática durante certo tempo, voltando para zero ao final do oitavo trimestre. Esse resultado pode indicar que, a depender do tipo de troca de liderança que ocorre nas empresas, o impacto no gerenciamento de resultados pode mudar, tanto através dos *accruals* discricionários quanto através do gerenciamento por atividades reais.



As estimações da troca de CEO e de *chairman* estão em direções contrárias. Enquanto a troca do CEO pode indicar uma maior prática de gerenciamento, a troca de *chairman* tende a diminuir essa prática, podendo indicar que o novo presidente do conselho de administração assume o cargo com uma maior imposição fiscalizatória, fazendo com que os responsáveis pelas demonstrações gerenciem menos os resultados nos primeiros trimestres após a mudança. Dessa forma, corroborando com os estudos de Fama e Jensen (1983) e Jensen (1993), o conselho de administração deve atuar de forma independente a fim de limitar eventuais práticas oportunistas e garantir a proteção de interesse dos acionistas. Todavia, conforme os achados, embora sem significância estatística, somente a ruptura de dualidade não é necessariamente um fator contribuinte para a boa prática da governança, mas a troca do cargo também deve ser levada em consideração.

A figura 3 retrata o efeito estimado a partir do método utilizado (Difference-in-Difference).

Figura 3

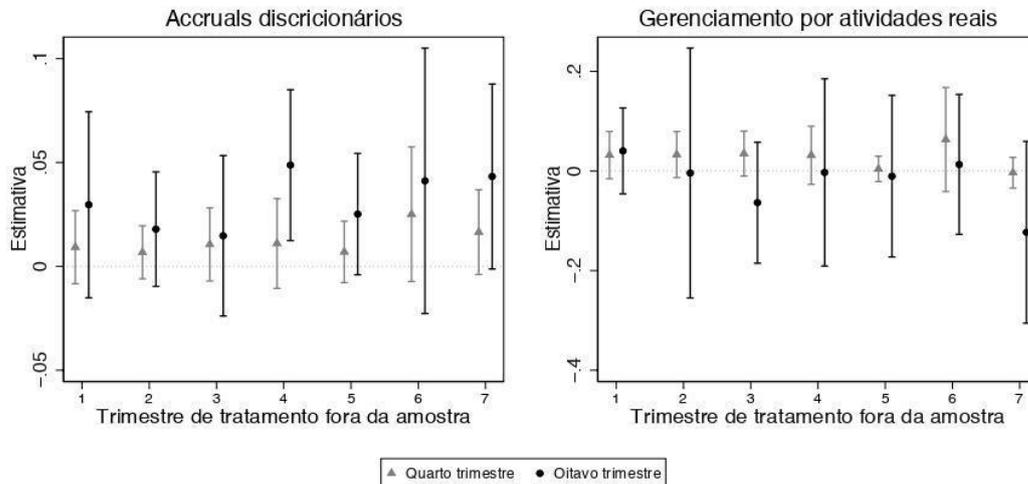


Nota: Nesta figura, as linhas verticais representam intervalos de confiança de 90% e as estimações são representados por cada ponto. Os coeficientes são indicados com erros padrão robustos para heterocedasticidade.

A figura 3 apresenta o impacto da estrutura de liderança no gerenciamento de resultados, identificando estimativas pontuais do modelo do estudo de evento para o quarto trimestre (triângulos cinza) e para o oitavo trimestre (pontos pretos), excluindo-se uma empresa da amostra a cada regressão, estando no eixo horizontal a representação de cada empresa retirada da amostra. Dessa forma, a partir dos gráficos apresentados, verifica-se que as estimações são muito próximas para as empresas da amostra em geral, indicando consistência nos dois outcomes para as firmas da amostra.

A figura 4 aborda o efeito estimado a partir do método utilizado (Difference-in-Difference).

Figura 4



Nota: Nesta figura, as linhas verticais representam intervalos de confiança de 90% e as estimações são representadas por cada ponto. Os coeficientes são indicados com erros padrão robustos para heterocedasticidade.

A figura 4, por sua vez, retrata o efeito estimado a partir do método utilizado (Difference-in-Difference). Diante do número da amostra, pode-se afirmar que poucas eram as empresas com dualidade durante o período da mudança da regulação. Diante disso, as respostas de gerenciamento poderiam ser afetadas por empresas específicas. Assim, para mitigar esse problema, o método utilizado foi novamente estimado. Nos gráficos apresentados na imagem 4, os eixos verticais mostram as estimativas para o quarto semestre (triângulos cinza) e para o oitavo semestre (pontos pretos), enquanto os eixos horizontais retratam cada trimestre de tratamento retirado da regressão. Nos sete momentos apresentados, percebe-se que os resultados são robustos, sugerindo que, de fato, não há efeito e que a interpretação é consistente nos dois *outcomes*, apresentando-se como uma ferramenta adicional contra uma potencial endogeneidade do tempo.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os achados da presente pesquisa apontam para a falta de efeitos no gerenciamento de resultados como resultado da separação dos cargos de presidente do conselho de administração e CEO. No entanto, faz-se importante ressaltar que o tema pouco é conhecido ou abordado na literatura, principalmente quando se utiliza um cenário coercitivo, como foi o caso do estudo. Todavia, embora sem efeitos após a ruptura de dualidade, é possível verificar indícios da realização de gerenciamento de resultados tanto por *accruals* discricionários quanto por atividades reais antes do choque exógeno, o que pode ser resultado da endogeneidade do tempo para o cumprimento do novo regulamento. Após a ruptura, os achados sugeriram que a troca de *chairman* acarretou em um menor nível de gerenciamento de resultados, em oposição à troca de CEO. Assim, os achados desta pesquisa seguem a noção de que os CEOs que estão deixando ou estão entrando na firma podem possuir razões para praticar o gerenciamento, enquanto o *chairman* entrante pode possuir uma maior imposição fiscalizatória, de modo a mitigar a prática do gerenciamento.

Todavia, apesar de o presente estudo abordar um evento exógeno e de característica coercitiva, em que as empresas inseridas no NM, N1 e N2 deveriam cumprir com a



obrigatoriedade do novo regulamento, validando o método utilizado, o período de adaptação à mudança ainda é considerado um fator endógeno, o qual não pôde ser controlado em sua totalidade, levantando-se questões sobre a validade externa. O cenário de estudo também impôs limitações para estudar algumas características da firma, como idade e gênero dos gestores, e sua relação com o gerenciamento de resultados. Assim, tornam-se sugestões para estudos futuros.

7 REFERÊNCIAS

Ali, A., & Zhang, W. (2015). CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 59(1), 60-79.

Angrist, J. D. ;. (2008). *Mostly harmless econometrics*. Princeton university press.

Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of financial economics*, 80(3), 511-529.

Chan, K., Chan, L. K. C., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2001). Earnings quality and stock returns: The evidence from accruals. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.259691>

Cheung, W. J., & Jackson, A. B. (2013). Chief Executive Officer departures and market uncertainty. *Australian Journal of Management*, 38(2), 279–310. <https://doi.org/10.1177/0312896212450040>

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.

Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>

Dechow, P. M., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of accounting studies*, 355–384.

Eng, L. L., Lin, J., & Neiva De Figueiredo, J. (2019). International Financial Reporting Standards adoption and information quality: Evidence from Brazil. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 30(1), 5–29. <https://doi.org/10.1111/jifm.12092>

Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2005). Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review*, 80(4), 1101–1124. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.4.1101>

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law & economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>



Fracassi, C., & Tate, G. (2012). External networking and internal firm governance. *The Journal of Finance*, 67(1), 153–194.

Goergen, M., Limbach, P., & Scholz-Daneshgari, M. (2020). Firms' rationales for CEO duality: Evidence from a mandatory disclosure regulation. *Journal of Corporate Finance*, 65(101770), 101770. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101770>

Goodman-Bacon, A. (2021). Difference-in-differences with variation in treatment timing. *Journal of Econometrics*, 225(2), 254–277. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2021.03.014>

Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks: Real activities manipulation and future performance. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855–888.

Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>

Henk, J., & William, L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of financial economics*, 89(2), 347–374.

Hsu, S., Lin, S.-W., Chen, W.-P., & Huang, J.-W. (2021). CEO duality, information costs, and firm performance. *The North American Journal of Economics and Finance*, 55(101011), 101011. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101011>

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193. <https://doi.org/10.2307/2491047>.

Kadan, O., & Yang, J. (2016). Executive stock options and earnings management: A theoretical and empirical analysis. *Quarterly Journal of Finance*, 6(02), 1650003.

Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375–400. [https://doi.org/10.1016/s0165-4101\(02\)00059-9](https://doi.org/10.1016/s0165-4101(02)00059-9).

Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of finance*, 32(2), 371. <https://doi.org/10.2307/2326770>.

Lopes, A. B., & Martins, E. (2005). *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. Atlas.



Lopes, B., & Walker, A. M. (2008). Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. Em Available at SSRN 1095781.

Mansor, N., Che-Ahmad, A., Ahmad-Zaluki, N. A., & Osman, A. H. (2013). Corporate governance and earnings management: A study on the Malaysian family and non-family owned PLCs. *Procedia Economics and Finance*, 7, 221–229. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(13\)00238-4](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(13)00238-4)

Nuanpradit, S. (2019). Real earnings management in Thailand: CEO duality and serviced early years. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 11(1), 88–108. <https://doi.org/10.1108/apjba-08-2018-0133>.

Pae, J. (2005). Expected accrual models: The impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), 5–22. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>

Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>

Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting horizons*, 3(4), 91.

Silveira, A., Di Miceli Da; Barros, L., Ayres, B., & De, C. (2003). FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de empresas*, 50–64.

Sprenger, K. B., Kronbauer, C. A., & Costa, C. M. (2017). Características do CEO e o Gerenciamento de Resultados em Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 120–142.

Tang, H.-W., & Chen, A. (2020). How do market power and industry competition influence the effect of corporate governance on earnings management? *The Quarterly Review of Economics and Finance: Journal of the Midwest Economics Association*, 78, 212–225. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.02.001>.

Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675–703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>.